

ST 舍得 (600702)

证券研究报告

2021年05月12日

舍得开启全方位优化，增速有望持续提升

事件

公司公布 2020 年报及 2021 年一季报业绩。2020 年公司实现营业收入 27.04 亿元，同比增长 2.02%；实现归母净利 5.81 亿元，同比增长 14.42%。2021Q1，实现营业收入 10.28 亿元，同比增长 154.21%；归母净利润 3.02 亿元，同比增长 1,031.19%。

总体业绩同比略增，低档酒实现高增长。2020 年营收 27.04 亿元，同比增长 2.02%，受疫情影响增速较低。分产品来看，中高档酒实现收入 21.29 亿元，同比下降 3.31%，占比 79.32%，低档酒实现收入 2.21 亿元，同比增长 158.14%，占比 8.22%，实现高增，玻瓶业务实现收入 3.34 亿元，同比下降 1.43%，占比 12.46%。从品牌系列销售量来看，舍得系列销售量同比减少 7.69%，沱牌系列销售量同比增加 47.65%，中高端舍得系列受疫情冲击较大。

渠道扁平化管理，加强电商渠道拓展，积极培育消费者。公司以区域代理商为主，扁平化的代理模式有利于服务下沉及降低渠道成本。公司进一步提升厂商协同效应，深入推进“厂商 1+1”模式，持续提升经销商忠诚度和稳定性。同时，建立了数万家终端烟酒店联盟体合作单位，加强了针对 B2C 电商渠道的拓展。通过品鉴会、舍得智慧之旅、名酒进名企、品牌荣誉大使、消费者俱乐部等方式培育消费者意见领袖，建立消费者会员营销体系，通过一年多时间积累了数十万的粉丝人群。

盈利能力较强，费用投入与上期持平。2020 年公司实现毛利率 75.87%，同比下降 0.33pct，实现净利率 22.46%，同比提升 2.14pct，主要是费用减少所致，销售费用率为 19.86%，同比下降 1.80pct，管理费用率（包含研发费用）为 13.33%，同比下降 0.63pct，销售费用率下降主要是由于收入准则变更，部分运输费结转为营业成本，导致销售费用减少，实际销售费用与上年持平。

“舍得”+“沱牌”双名牌，打造老酒品类第一品牌，有望迅速实现摘帽。公司将聚焦“老酒+文化”，持续加强老酒品牌的塑造，传播老酒价值，进行老酒产品升级。在舍得方面，聚焦资源打造品味舍得、智慧舍得、藏品舍得等战略单品；在沱牌方面，恢复沱牌大众白酒的市场规模，加强沱牌曲酒、沱牌天特优、沱牌特级 T68 的运作。渠道上，在聚焦传统优势市场的同时，持续加强环太湖及湖南等新兴市场的运作；进一步加强电商渠道建设，持续培育和影响年轻消费人群。公司非经营性资金占用情况已得到解决，天洋控股及其关联方占用本金 4.4 亿元及利息得到清偿，造成 1 亿元损失也已发还，4 月 29 日已向上交所申请摘帽。加上庞大的基酒储备，摘帽后增长可期。

投资建议：考虑到 2020 年业绩超过我们之前的预期 2021 年一季报表现亮眼，我们将盈利预测由之前预计公司 2020-2022 年实现营收 26.98/35.44/47.53 亿元，归母净利润 5.24/6.81/8.93 亿元，上调为 2021-2023 年收入 39.27/51.22/64.18 亿元，同比+45%/30%/25%，归母净利润 8.14/10.59/15.37 亿元，同比+40%/30%/45%，EPS 分别为 2.42/3.15/4.57 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：能否摘帽尚需上交所审核确认，摘帽前仍有一定退市风险，新品推广不及预期，市场竞争加剧，产品安全问题等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,650.12	2,703.67	3,927.56	5,121.63	6,417.84
增长率(%)	19.79	2.02	45.27	30.40	25.31
EBITDA(百万元)	806.09	876.88	1,149.82	1,474.49	2,123.28
净利润(百万元)	507.91	581.14	814.19	1,058.71	1,537.40
增长率(%)	48.61	14.42	40.10	30.03	45.21
EPS(元/股)	1.51	1.73	2.42	3.15	4.57
市盈率(P/E)	96.23	84.10	60.03	46.16	31.79
市净率(P/B)	16.09	13.65	10.67	8.83	7.07
市销率(P/S)	18.44	18.08	12.44	9.54	7.62
EV/EBITDA	11.59	31.66	41.71	31.42	22.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	145.38 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	336.18
流通 A 股股本(百万股)	331.52
A 股总市值(百万元)	48,873.72
流通 A 股市值(百万元)	48,195.95
每股净资产(元)	11.56
资产负债率(%)	37.99
一年内最高/最低(元)	145.38/24.39

作者

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

娄倩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520100002
louqian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《ST 舍得-公司点评:期待摘帽后的彩虹》2021-04-20
- 《ST 舍得-公司深度研究:真金火炼,沱牌舍得曲折探索走向康庄大道》2021-04-05
- 《ST 舍得-季报点评:人事变动不改战略方向,双品牌势能有望持续释放》2020-10-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,600.94	1,347.66	946.27	2,650.23	1,981.93
应收票据及应收账款	139.10	186.09	450.07	302.76	615.51
预付账款	41.50	42.41	107.09	29.79	135.80
存货	2,417.60	2,554.13	4,307.07	2,393.49	5,076.89
其他	263.53	801.76	341.61	611.75	703.71
流动资产合计	4,462.66	4,932.05	6,152.11	5,988.01	8,513.83
长期股权投资	120.90	113.98	118.98	128.98	143.98
固定资产	686.65	822.11	849.48	994.20	1,194.77
在建工程	170.14	54.80	121.40	464.60	947.36
无形资产	137.84	274.67	268.05	275.61	264.60
其他	198.31	256.35	205.37	182.01	161.14
非流动资产合计	1,313.84	1,521.91	1,563.28	2,045.40	2,711.85
资产总计	5,776.51	6,453.96	7,715.39	8,033.41	11,225.68
短期借款	840.00	446.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	401.66	403.96	732.83	455.78	961.74
其他	1,249.08	1,777.95	2,116.72	1,712.95	2,946.29
流动负债合计	2,490.74	2,627.91	2,849.55	2,168.73	3,908.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.33	44.75	47.46	45.84	46.02
非流动负债合计	45.33	44.75	47.46	45.84	46.02
负债合计	2,536.07	2,672.66	2,897.01	2,214.57	3,954.05
少数股东权益	202.38	201.12	237.73	285.34	354.47
股本	336.64	336.18	336.18	336.18	336.18
资本公积	875.62	890.05	890.05	890.05	890.05
留存收益	2,982.76	3,511.71	4,244.47	5,197.31	6,580.98
其他	(1,156.98)	(1,157.76)	(890.05)	(890.05)	(890.05)
股东权益合计	3,240.44	3,781.30	4,818.39	5,818.83	7,271.62
负债和股东权益总计	5,776.51	6,453.96	7,715.39	8,033.41	11,225.68

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	538.37	607.27	814.19	1,058.71	1,537.40
折旧摊销	67.18	98.47	57.36	65.10	74.34
财务费用	12.00	4.66	(3.77)	(15.24)	(19.63)
投资损失	(5.14)	(2.06)	(2.22)	(2.80)	(3.05)
营运资金变动	(132.16)	728.01	(900.12)	1,208.98	(1,433.77)
其它	187.36	(439.17)	36.71	47.71	69.25
经营活动现金流	667.60	997.18	2.15	2,362.47	224.54
资本支出	185.42	225.52	147.00	572.18	761.49
长期投资	5.14	(6.92)	5.00	10.00	15.00
其他	(362.02)	(886.99)	(299.59)	(1,150.07)	(1,535.22)
投资活动现金流	(171.46)	(668.39)	(147.59)	(567.88)	(758.73)
债权融资	840.00	446.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	62.89	49.76	300.69	44.45	48.84
其他	(826.11)	(979.62)	(556.63)	(135.09)	(182.96)
筹资活动现金流	76.78	(483.86)	(255.94)	(90.63)	(134.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	572.93	(155.07)	(401.38)	1,703.96	(668.30)

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,650.12	2,703.67	3,927.56	5,121.63	6,417.84
营业成本	630.60	652.50	947.88	984.77	1,167.99
营业税金及附加	351.85	384.82	510.58	665.81	834.32
营业费用	573.97	536.84	903.34	1,278.36	1,526.16
管理费用	361.56	339.62	471.31	776.95	834.32
研发费用	8.39	20.87	7.86	12.80	12.84
财务费用	13.74	7.06	(3.77)	(15.24)	(19.63)
资产减值损失	(9.52)	(10.04)	(3.55)	(3.55)	(3.55)
公允价值变动收益	(0.39)	(0.01)	0.10	0.11	0.12
投资净收益	5.14	2.06	2.22	2.80	3.05
其他	2.81	1.67	(4.63)	(5.82)	(6.35)
营业利润	711.96	768.27	1,096.24	1,424.63	2,068.57
营业外收入	6.15	46.87	19.70	24.24	30.27
营业外支出	11.08	14.20	11.01	12.09	12.43
利润总额	707.03	800.95	1,104.93	1,436.78	2,086.40
所得税	168.66	193.68	254.13	330.46	479.87
净利润	538.37	607.27	850.80	1,106.32	1,606.53
少数股东损益	30.46	26.13	36.61	47.60	69.13
归属于母公司净利润	507.91	581.14	814.19	1,058.71	1,537.40
每股收益(元)	1.51	1.73	2.42	3.15	4.57

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	19.79%	2.02%	45.27%	30.40%	25.31%
营业利润	60.95%	7.91%	42.69%	29.96%	45.20%
归属于母公司净利润	48.61%	14.42%	40.10%	30.03%	45.21%
获利能力					
毛利率	76.20%	75.87%	75.87%	80.77%	81.80%
净利率	19.17%	21.49%	20.73%	20.67%	23.96%
ROE	16.72%	16.23%	17.77%	19.13%	22.23%
ROIC	24.36%	25.77%	32.07%	29.60%	52.83%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	43.90%	41.41%	37.55%	27.57%	35.22%
净负债率	-23.48%	-23.85%	-19.64%	-45.55%	-27.26%
流动比率	1.79	1.88	2.16	2.76	2.18
速动比率	0.82	0.90	0.65	1.66	0.88
营运能力					
应收账款周转率	12.60	16.63	12.35	13.61	13.98
存货周转率	1.11	1.09	1.14	1.53	1.72
总资产周转率	0.50	0.44	0.55	0.65	0.67
每股指标(元)					
每股收益	1.51	1.73	2.42	3.15	4.57
每股经营现金流	1.99	2.97	0.01	7.03	0.67
每股净资产	9.04	10.65	13.63	16.46	20.58
估值比率					
市盈率	96.23	84.10	60.03	46.16	31.79
市净率	16.09	13.65	10.67	8.83	7.07
EV/EBITDA	11.59	31.66	41.71	31.42	22.18
EV/EBIT	12.52	34.62	43.90	32.87	22.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com