

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

舍得酒业(600702)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员  
执业编号: S1500520110001  
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

舍得酒业(600702): 价值回归, 趁势而上 2021.6.11

ST 舍得(600702): 一季度实现开门红, 老酒赋能净利率提升 2021.4.30

ST 舍得(600702): 净利润增速亮眼, 公司亟待摘帽 2021.4.29

ST 舍得(600702): 名酒基因, 老酒赋能 2021.4.21

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 渠道优化, 势能提升

2021年06月23日

**投资建议:** 市场对舍得复兴的信心并不坚定, 认为舍得难以实现持续的、快速的业绩增长。我们认为舍得上半年的经营改善明显, 营销策略明确, 在复星的赋能下, 有望持续发挥自身优势, 保持价值回归之势, 高成长的持续时间或将超预期。

- **双品牌新品陆续推出收获市场认可, 主旋律营销彰显品牌主张。**自今年4月初营销大会以来, 公司陆续发布沱牌六粮、建党百年纪念款“舍得红100”及酱香舍得。其中沱牌六粮与沱牌曲酒复刻版肩负起复兴沱牌的重任, 从品牌氛围营造切入, 携手主流影视剧《美好的日子》, 唤醒“悠悠岁月酒, 滴滴沱牌情”的消费者记忆。借助酱酒热潮, 酱香舍得5月末一上市便引起市场的高度关注, 经销商代理热情高涨, 公司高端酱香产品天子呼为其酱酒工艺提供强有力的产品背书。在建党百年之际, “舍得红100”于6月发售, 甄选百年窖池、10年老酒, 限量发行10万瓶, 再次吸引消费者的关注。我们认为, 舍得今年的产品战略及营销活动较好的与主流事件相结合, 为其品牌价值回归成功造势, 维持市场关注度, 将其品牌主张深深印刻进消费者心智。
- **二季度淡季回款稳中有升, 老经销商贡献比重高。**二季度是一年中酒水市场的销售淡季, 在全年的销售额中通常仅占比约20%, 与一季度销售旺季相比较回款较少。舍得回款发货与其他酒企有所不同, 在四个季度表现较为平均, 但二季度收入与一季度相比也多为持平或降低。我们的渠道调研反馈, 经销商大会顺利召开后, 渠道商对舍得品牌、品质的信心较高, 代理热情与市场关注度明显提升, 新型厂商关系下渠道扩张势头良好, 二季度销售回款稳中有升。根据草根调研数据显示, 虽然公司招商工作开展顺利, 但销售额的增长更多是来自老经销商。我们认为, 公司过去小商多、大商优商少, 经销商结构不够聚焦, 如今随着公司产品价值的回归, 消费者对其产品的认可度提升, 凭借在全国38个重点城市的精准布局, 经销商个体规模将得到有效提升, 规模结构进一步优化。
- **费用管控更加精细, 主要产品批价坚挺、库存合理。**2020年以来, 公司主要产品品味舍得、智慧舍得的批价均有50-70元的提升。虽然今年公司发力渠道扩张与深耕, 销售额增长明显, 但据渠道反馈, 公司主要产品的批价保持稳定, 品味舍得维持在360元左右, 智慧舍得维持在480元左右, 并没有受发货增加影响而出现批价回落的现象。同时, 经销商库存水平合理, 市场动销较为顺畅。我们认为, 这与公司今年的精细化费用投放密不可分。过去, 公司费用更多的投放在渠道端, 经销商对费用的套取较为容易, 导致批价出现大幅倒挂。2021年, 公司在费用管控上更加精细, 以消费者投入为主, 加大费用直投力度, 严守价格红线。随着批价的提升, 渠道利润的改善, 厂商合作更加齐心, 渠道扩张展现出良性循环。

- **舍得经营改善早于复星介入，或将依托复星取得进一步的势能释放。**复星收购舍得后，暂未介入实际经营，经营负责人仍为天洋时代的主力干将，经营思路也是沿用天洋时代摸索出的“老酒战略”。大股东更换后，公司更加勇于直面过去经营上出现的问题，积极改善营销工作的不足之处，针对性加强渠道短板。我们认为，舍得管理层有动力在大股东变更的第一年交出一份令人满意的答卷，同时董事会成员变动后，大股东对公司管理的介入更进一步，未来舍得将更加深入的融入复星生态体系，将自身拥有 12 万吨老酒储备、“沱牌”、“舍得”两大知名品牌、万亩的生态工业园、1 万多口老窖池等优势充分展现，助力其价值的回归。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.88、4.14、5.51 元/股，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**渠道动销放缓，主力产品批价明显回落。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,650	2,704	3,829	5,176	6,733
增长率 YoY %	19.8%	2.0%	41.6%	35.2%	30.1%
归属母公司净利润 (百万元)	508	581	970	1,391	1,854
增长率 YoY%	48.6%	14.4%	66.8%	43.5%	33.3%
毛利率%	76.2%	75.9%	77.4%	78.7%	79.5%
净资产收益率ROE%	16.7%	16.2%	21.7%	24.3%	25.1%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	2.88	4.14	5.51
市盈率 P/E(倍)	19.86	49.43	75.19	52.40	39.32
市净率 P/B(倍)	3.32	8.02	16.35	12.75	9.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 06 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	4,463	4,932	5,845	7,862	10,426	
货币资金	1,601	1,348	1,849	2,895	4,261	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	186	262	284	369	
预付账款	41	42	54	69	87	
存货	2,418	2,554	3,314	4,223	5,289	
其他	264	802	365	391	421	
<b>非流动资产</b>	1,314	1,522	1,608	1,722	1,864	
长期股权投资	121	114	119	124	129	
固定资产	687	822	828	840	862	
无形资产	138	275	316	357	398	
其他	368	311	346	401	476	
<b>资产总计</b>	5,777	6,454	7,454	9,584	12,290	
<b>流动负债</b>	2,491	2,628	2,704	3,510	4,449	
短期借款	840	446	0	0	0	
应付票据	218	212	284	362	453	
应付账款	183	192	253	323	404	
其他	1,249	1,778	2,167	2,825	3,591	
<b>非流动负债</b>	45	45	45	45	45	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	45	45	45	45	45	
<b>负债合计</b>	2,536	2,673	2,749	3,554	4,493	
少数股东权益	202	201	247	312	400	
归属母公司	3,038	3,580	4,458	5,717	7,397	
<b>负债和股东权益</b>	5,777	6,454	7,454	9,584	12,290	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,650	2,704	3,829	5,176	6,733	
同比	19.8%	2.0%	41.6%	35.2%	30.1%	
归属母公司净利润	508	581	970	1,391	1,854	
同比	48.6%	14.4%	66.8%	43.5%	33.3%	
毛利率(%)	76.2%	75.9%	77.4%	78.7%	79.5%	
ROE%	16.7%	16.2%	21.7%	24.3%	25.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	2.88	4.14	5.51	
P/E	19.86	49.43	75.19	52.40	39.32	
P/B	3.32	8.02	16.35	12.75	9.86	
EV/EBITDA	11.81	32.07	49.82	35.21	26.30	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	2,650	2,704	3,829	5,176	6,733	
营业成本	631	653	864	1,101	1,379	
<b>营业税金及</b>	352	385	574	776	1,010	
销售费用	574	537	651	854	1,111	
管理费用	362	340	383	518	673	
研发费用	8	21	31	39	51	
财务费用	14	7	-6	-24	-36	
减值损失合	-10	-10	-8	-8	-8	
<b>投资净收益</b>	5	2	4	5	7	
其他	6	14	17	21	27	
<b>营业利润</b>	712	768	1,345	1,930	2,571	
营业外收支	-5	33	-6	-8	-10	
<b>利润总额</b>	707	801	1,339	1,922	2,561	
所得税	169	194	324	465	620	
<b>净利润</b>	538	607	1,015	1,457	1,941	
少数股东损	30	26	46	66	87	
<b>归属母公司</b>	508	581	970	1,391	1,854	
EBITDA	791	867	1,425	1,987	2,609	
EPS(当	1.51	1.73	2.88	4.14	5.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	668	997	1,237	1,393	1,784	
净利润	538	607	1,015	1,457	1,941	
折旧摊销	67	98	99	99	99	
财务费用	12	5	10	0	0	
投资损失	-5	-2	-4	-5	-7	
营运资金变	36	313	102	-173	-267	
其它	19	-24	14	16	18	
<b>投资活动现金流</b>	-171	-668	-177	-198	-218	
资本支出	-179	-239	-156	-178	-200	
长期投资	0	0	-5	-5	-5	
其他	7	-429	-16	-15	-13	
<b>筹资活动现金流</b>	77	-484	-558	-150	-200	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	176	-394	-446	0	0	
支付利息或	-94	-121	-110	-150	-200	
<b>现金流净增加额</b>	573	-155	502	1,046	1,366	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	li ruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。