

舍得酒业 (600702)

更新报告

行业公司研究—食品饮料行业—

证券研究报告

老酒高端化战略赋能，规模扩张进行时

——舍得更新报告

✎ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
☎ 联系人：杨骥、张潇倩
✉ qiuguanhua@stocke.com.cn

报告导读

近期公司召开股东大会，提出将继续坚持“老酒战略”、“高端化战略”、“双品牌战略”、“年轻化战略”，同时宣布四位复星集团领导入主舍得董事会，协同效应可期。

投资要点

□ 坚持双品牌战略，老酒高端化及年轻化战略为未来发展重点

1) **大单品：着眼长远，或将进入调整期。**目前品味及智慧舍得两大次高端酒单品为业绩主要驱动力（收入占比超80%，卡位次高端扩容价位带），但存在价格提升速度偏慢、市场库存较预期高等问题，因此主要单品或将进入调整期以达到提升渠道利润、减少经销商库存、减少社会库存、减少经销商资金压力目的，利于长期发展；

2) **老酒战略：凭借12万吨老酒或将实现弯道超车，拔高品牌力。**陈年名酒具备高品质、稀缺性的特征，其收藏和品鉴价值逐步得到消费者认可，在消费升级趋势延续下，预计2021年老酒的市场规模将达到千亿。舍得将凭借其拥有的四大竞争力——优秀的品牌力+12万吨稀缺坛储老酒（不可复制的稀缺资源）+不断加强的创新性营销力（自创IP叠加数字化赋能）+高渠道利润（可达70%）来落地化老酒战略，经测算，舍得全系列2022年市占率略提至2.5%，产品规模将突破30亿元。未来公司将凭借12万吨老酒资源，通过走差异化老酒概念、落实老酒战略以提升品牌力，进而带动主要单品价格实现增长、提升销售规模，实现弯道超车。

3) **高端化战略：培育超高端品牌以提升品牌力，进而带动价盘提升。**基于深厚的历史文化底蕴，公司将继续加大力度培养天知乎、吞之乎及舍不得等超高端品牌以拔高品牌；

4) **双品牌战略：复兴“沱牌”名酒，打造另一增长极。**名酒“沱牌”曾帮助公司在90年代实现规模的迅速扩张，2019年公司提出“双品牌”战略，将实现“沱牌复兴”定为公司重要工作，其中高线光瓶酒T68销售规模已过亿，“沱牌”的迅速扩张为公司业绩增长的另一重要驱动力。

5) **年轻化/互联网战略：公司将通过互联网营销寻找另一赛道，旨在增加销量的同时，培育未来潜在消费者。**

□ 秉承利他思维，经销商迅速扩张为短期业绩驱动力

舍得在渠道上秉承利他思维，以增厚渠道利润为现阶段重要工作，具体来看：1) 公司一改压货模式，以控量保价、提质增效思路进行渠道管理，当前产品价盘在未加大费用投入基础上已实现提升，保证了经销商的利益；2) 2020年公司划分了38个重点城市（新加金华），以点带面，在新市场采取大商结合扁平化模式。另外，当前公司经销商已近2000家，经销商的迅速扩张为公司短期业绩重要驱动力，公司或将迎来战略前期实施阶段的业绩爆发效应。

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	213.78

单季度业绩

元/股

2Q/2020	0.41
3Q/2020	0.44
4Q/2020	0.80
1Q/2021	0.90



公司简介

公司主营白酒产品，主导产品“沱牌曲酒”是中国名酒和四川白酒酿造业的“六朵金花”之一。公司具备年产销沱牌系列酒20万吨的生产能力，是中国最大的优质白酒制造企业之一。

相关报告

- 《舍得业绩点评报告：利润端略超预期，期待复星协同效应》(20210428)
- 《ST舍得深度报告：品质之上是老酒，浓香老酒属舍得》(20201230)

盈利预测及估值

19年初推出的股权激励制度利于激发员工积极性,同时近期复星集团高管已入主舍得董事会,有望助力舍得走上业绩上升通道,随着四大战略逐步落地、经销商稳步拓张,公司有望加速兑现业绩。我们预计2021-2023年公司收入增速分别为67.2%、33.9%、32.2%;归母净利润增速分别为89.6%、37.1%、36.6%,EPS分别为3.3、4.5、6.1元;PE分别为65、48、35倍。考虑到公司改革红利将加速释放,当前估值具有性价比,给予买入评级。

□ **催化剂:** 白酒需求恢复超预期,批价持续上行。

□ **风险提示:** 1、疫情反复影响白酒动销;2、老酒战略落地效果不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2704	4521	6055	8004
(+/-)	2.0%	67.2%	33.9%	32.2%
净利润	581	1102	1511	2064
(+/-)	14.4%	89.6%	37.1%	36.6%
每股收益(元)	1.7	3.3	4.5	6.1
P/E	124	65	48	35

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4932	5654	7308	9825	营业收入	2704	4521	6055	8003
现金	1348	1238	1820	2918	营业成本	653	886	1070	1281
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	385	643	862	1139
应收账款	186	380	434	628	营业费用	537	904	1259	1697
其它应收款	509	339	567	952	管理费用	340	588	817	1080
预付账款	42	59	70	84	研发费用	21	35	47	62
存货	2554	3469	4190	5013	财务费用	7	(4)	(18)	(31)
其他	292	170	226	230	资产减值损失	(10)	(5)	(17)	(20)
非流动资产	1522	2030	2453	2706	公允价值变动损益	(0)	(0)	(0)	(0)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	2	3	3	3
长期投资	114	117	117	116	其他经营收益	12	9	10	10
固定资产	822	960	1124	1279	营业利润	768	1485	2047	2809
无形资产	275	309	361	432	营业外收支	33	34	35	36
在建工程	47	358	526	501	利润总额	801	1518	2082	2844
其他	264	286	325	378	所得税	194	367	503	688
资产总计	6454	7684	9761	12532	净利润	607	1151	1579	2157
流动负债	2628	2587	3272	4104	少数股东损益	26	50	68	93
短期借款	446	0	0	0	归属母公司净利润	581	1102	1511	2064
应付款项	404	540	666	790	EBITDA	901.5	1586.3	2151.1	2917.4
预收账款	2	314	335	335	EPS (最新摊薄)	1.7	3.3	4.5	6.1
其他	1776	1733	2272	2980	主要财务比率				
非流动负债	45	47	46	46	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	45	47	46	46	营业收入增长率	2.0%	67.2%	33.9%	32.2%
负债合计	2673	2634	3318	4150	营业利润增长率	7.9%	93.3%	37.9%	37.2%
少数股东权益	201	251	319	411	归属于母公司净利润	14.4%	89.6%	37.1%	36.6%
归属母公司股东权益	3580	4799	6125	7970	获利能力				
负债和股东权益	6454	7684	9761	12532	毛利率	75.9%	80.4%	82.3%	84.0%
					净利率	22.5%	25.5%	26.1%	26.9%
					ROE	16.6%	25.0%	26.3%	27.8%
					ROIC	15.1%	23.8%	25.5%	26.7%
					偿债能力				
					资产负债率	41.4%	34.3%	34.0%	33.1%
					净负债比率	16.7%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	1.9	2.2	2.2	2.4
					速动比率	0.9	0.8	1.0	1.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7
					应收账款周转率	16.6	19.6	18.8	18.3
					应付账款周转率	3.5	3.9	3.8	3.7
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.7	3.3	4.5	6.1
					每股经营现金流(最)	3.0	2.3	3.7	4.8
					每股净资产(最新摊)	10.6	14.3	18.2	23.7
					估值比率				
					P/E	123.7	65.2	47.6	34.8
					P/B	20.1	15.0	11.7	9.0
					EV/EBITDA	31.1	44.7	32.7	23.8

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>