

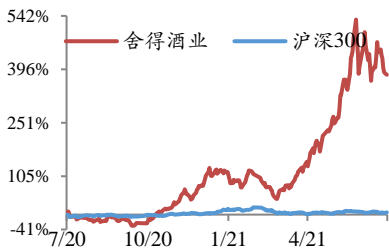
业绩超预期增长，老酒战略高质量增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-12

收盘价(元)	194.00
近12个月最高/最低(元)	254.88/28.00
总股本(百万股)	336
流通股本(百万股)	332
流通股比例(%)	98.67
总市值(亿元)	652
流通市值(亿元)	643

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

1. 舍得酒业深度报告-复星赋能发力老酒，紧抓品质核心优势-20210607
2021-06-07

主要观点：

舍得酒业发布半年度业绩预告，预计21年H1实现归母净利润7~7.5亿元，同增332-357%，拆分21年Q2，预计实现归母净利润4~4.5亿元；同增190-226%，二季度利润低基数下增长超预期。

● 主导产品快速增长，预计收入亦高增长

预计Q2公司收入端接近翻倍增长，环比Q1或亦有双位数增长，公司通过2020年一年的控量、保价、市场回升、终端库存下降、利润回升等调整（品味舍得批价同比上涨约50元至约350元），顺应次高端行业扩容，原有经销商主导产品品味舍得形成快速放量，收入增长质量较高；目前收入结构中，大单品品味舍得占比约一半，沱牌占约3成，智慧舍得、吞之乎、天子呼等产品占比较低；此外，2021年起公司开放开发产品在空白市场进行舍得消费氛围烘托，公司老酒战略正逐步被市场接受。

● 建立39个重点市场，高质量招商贡献增长

公司在全国范围内建立39个重点市场，目标以点带面，通过重点市场带动周边市场形成放量；招商方面，公司选择当地有能力的经销商分品牌、分渠道招商，不只是做短期的招商式增长，而是对经销商持续投入，陪伴其长大，要求长期稳定发展。4月春糖，公司新经销商招商积极，一季报公布环比净增180家，半年预计净增400-500家，招商贡献收入增量。

● 费用精细化投入，渠道精细化运作

2021年，公司费用投入更加精细化，维持智慧讲堂的投入，增加重点市场地面投入，增加新媒体费用投入，将费用用在刀刃上，重点聚焦消费者培育及品牌塑造；此外，公司控库存挺价将是常态，通过出库扫码控制渠道库存稳定在合理水平，以确保业绩健康增长。

● 投资建议

公司二季度业绩延续超预期快速增长，主力产品布局次高端价格带，有望顺应行业快速增长；复星入驻后，有望对舍得进行管理赋能，舍得亦有望依托复星系资源加速核心圈层消费者培育；此外基于中国老酒市场规模持续快速扩容的行业大背景，舍得酒业12万吨坛储老酒具备规模与品质优势，有助公司持续健康增长。预计公司2021~2023年收入分别为47.4、64.9、83.4亿元，同比分别+75%、+37%、+29%，归母净利润分别为12.5、17.7、23.7亿元，同比分别+116%、+43%、+33%，当前股价对应P/E分别为57.6、40.4、30.5倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 主导品牌、开发产品动销不及预期；2) 招商进度、区域拓展不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2704	4736	6492	8344
收入同比 (%)	2.0%	75.2%	37.1%	28.5%
归属母公司净利润	581	1253	1786	2369
净利润同比 (%)	14.4%	115.6%	42.5%	32.7%
毛利率 (%)	75.9%	79.3%	80.9%	82.1%
ROE (%)	16.2%	25.9%	27.0%	26.4%
每股收益 (元)	1.75	3.73	5.31	7.05
P/E	49.43	57.63	40.44	30.48
P/B	8.02	14.94	10.91	8.03
EV/EBITDA	32.07	43.31	29.26	21.34

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	4932	6503	9345	12826	
现金	1348	1588	3124	5019	
应收账款	186	288	394	530	
其他应收款	509	355	608	993	
预付账款	42	65	81	98	
存货	2554	3811	4798	5813	
其他流动资产	292	397	340	374	
非流动资产	1522	1522	1522	1522	
长期投资	114	114	114	114	
固定资产	822	822	822	822	
无形资产	275	275	275	275	
其他非流动资产	311	311	311	311	
资产总计	6454	8025	10867	14348	
流动负债	2628	2890	3866	4871	
短期借款	446	0	0	0	
应付账款	192	285	361	436	
其他流动负债	1990	2605	3505	4435	
非流动负债	45	45	45	45	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	45	45	45	45	
负债合计	2673	2935	3910	4916	
少数股东权益	201	257	338	444	
股本	336	336	336	336	
资本公积	890	890	890	890	
留存收益	2354	3607	5392	7761	
归属母公司股东权益	3580	4833	6619	8988	
负债和股东权益	6454	8025	10867	14348	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	997	650	1498	1856	
净利润	581	1253	1786	2369	
折旧摊销	98	0	0	0	
财务费用	5	0	0	0	
投资损失	-2	-4	-5	-6	
营运资金变动	313	-623	-330	-580	
其他经营现金流	271	1899	2163	3023	
投资活动现金流	-668	36	38	39	
资本支出	-239	33	33	33	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-429	4	5	6	
筹资活动现金流	-484	-446	0	0	
短期借款	-394	-446	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	14	0	0	0	
其他筹资现金流	-104	0	0	0	
现金净增加额	-155	240	1536	1895	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	2704	4736	6492	8344	
营业成本	653	980	1237	1493	
营业税金及附加	385	674	924	1188	
销售费用	537	847	1160	1491	
管理费用	340	568	760	960	
财务费用	7	-40	-35	-42	
资产减值损失	-10	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	2	4	5	6	
营业利润	768	1694	2428	3232	
营业外收入	47	47	47	47	
营业外支出	14	14	14	14	
利润总额	801	1727	2461	3265	
所得税	194	418	595	790	
净利润	607	1309	1866	2476	
少数股东损益	26	56	80	107	
归属母公司净利润	581	1253	1786	2369	
EBITDA	867	1630	2361	3148	
EPS (元)	1.75	3.73	5.31	7.05	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	2.0%	75.2%	37.1%	28.5%
营业利润	7.9%	120.5%	43.3%	33.1%
归属于母公司净利	14.4%	115.6%	42.5%	32.7%
获利能力				
毛利率 (%)	75.9%	79.3%	80.9%	82.1%
净利率 (%)	21.5%	26.5%	27.5%	28.4%
ROE (%)	16.2%	25.9%	27.0%	26.4%
ROIC (%)	13.8%	24.3%	25.7%	25.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.4%	36.6%	36.0%	34.3%
净负债比率 (%)	70.7%	57.7%	56.2%	52.1%
流动比率	1.88	2.25	2.42	2.63
速动比率	0.89	0.91	1.16	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.59	0.60	0.58
应收账款周转率	14.53	16.43	16.47	15.76
应付账款周转率	3.40	3.44	3.43	3.42
每股指标 (元)				
每股收益	1.75	3.73	5.31	7.05
每股经营现金流薄)	2.97	1.93	4.46	5.52
每股净资产	10.65	14.38	19.69	26.73
估值比率				
P/E	49.43	57.63	40.44	30.48
P/B	8.02	14.94	10.91	8.03
EV/EBITDA	32.07	43.31	29.26	21.34

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。