

## 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): 渠道优化, 势能提升 2021.6.23

舍得酒业(600702): 价值回归, 趋势而上 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

## 天时地利人和, 淡季趁势而上

2021年07月12日

**事件:** 公司披露 2021H1 业绩预增公告, 预计上半年实现归母净利润 7.1~7.5 亿, 同比增长 332.42%~356.78%; 实现扣非净利润 7.03~7.43 亿, 同比增长 377.42%~404.59%。

- **淡季业绩超过旺季, 严控费用促利润释放。** 21Q2, 公司预计实现归母净利润 4.1~4.6 亿, 比 21Q1 的 3 亿归母净利润表现更出色, 同比增长 196.8%~233.16%。回顾过去十年的发展, 除 2020 年疫情影响外, 舍得酒业在二季度的业绩基本都低于一季度旺季销售。此次淡季业绩大幅反超旺季, 反映出公司在新型厂商关系下渠道扩张顺利, 消费氛围快速恢复, 消费者对产品认可度在品牌价值回归的基础上不断提升。2021 年以来, 公司坚持费用的精准投放, 从以往的渠道投入转向消费者投入, 通过数字化手段严控模式, 加大费用的直投力度, 减少经销商的套取费用的可能, 渠道杠杆力度降低。在此基础上, 公司净利率改善明显, 从过去的 20% 提高到 30%, 我们预计 21Q2 将继续保持 30% 左右的净利率水平, 营收或达 14 亿左右, 上半年营收有望达到 24 亿, 全年收入或达到 45 亿左右。
- **品味舍得依旧是公司的核心大单品, 定制开发加速沱牌复兴。** 过去几年来, 舍得品牌在公司收入的比重约 70%, 其中绝大多数是由品味舍得单品贡献的。疫情下公司渠道库存改善明显, 库存轻、批价升, 提振了经销商的信心, 新型厂商关系下舍得品牌继续主导公司的业绩增长。2021 年初, 复星集团董事长郭广昌在舍得经销商大会上提出“复兴沱牌”的口号, 要打造“舍得+沱牌”双品牌运作战略。今年以来, 沱牌通过开放定制开发产品, 加快品牌氛围营造, 促进沱牌收入的快速增长。尤其是恢复老产品销售, 在现成的包装设计和包材基础上, 供应链恢复相对较快, 且有一定的消费基础, 借助老市场社会力量短期 2-3 年做大沱牌的体量。
- **经销商回款更多来自于老客户, 渠道扩张势能有待进一步释放。** 根据渠道调研反馈, 2021 年上半年, 公司新开发经销商 300 余家, 但老经销商回款占多数, 主要源于老经销商的信心提升和利润空间提升, 渠道推力明显改善。而新经销商主要贡献在于新市场的氛围打造和消费者培育, 今年公司目标做到深度全国化, 进一步提高市场覆盖率, 预计未来几年将逐渐释放渠道扩张的势能, 持续为公司业绩提升提供推力。舍得老酒战略正稳步推进, 在酒圈内尤其是经销商层面有一定形象力, 公司积极改善“舍得的酒质好, 就是不挣钱”的窘境。我们认为, 2020 年是舍得老酒战略的首次亮相, 2021 年是老酒战略的全面布局, 除了对品牌价值的重塑外, 未来将进一步加快对公司业绩的贡献。
- **二级梯队增速较快, 并未与酱酒直面竞争。** 公司目前把全国销售区域分为三级梯队, 第一梯队是川冀鲁豫, 第二梯队是东北、西北, 第三梯队是华东、华南。2021 年公司在三级梯队中选出 39 个核心地级市市场,

目标未来做到过亿体量。根据草根调研反馈，上半年公司在东北、西北的增长最为亮眼，主要是由低度舍得和沱牌带来贡献；第一梯队虽增速居中，但由于体量较大，对整体收入仍具较大贡献；第三梯队中江苏、上海市场增速名列前茅，但基数相对较小，贡献居中。相反的是，在酱酒氛围较浓的河南、广东区域，销售表现较弱，公司高业绩增长避开了与酱酒的直面竞争。我们认为，这是舍得作为全国性品牌的优势，虽然核心基地市场有待巩固，但也不过度依赖某些市场，能够在全国市场全年开花，其未来增长具有很强的潜力。

- **舍得业绩爆发绝不是偶然，具备天时地利人和条件。**（1）**天时：**高端酒价格上移，带动 500-600 元价位带扩容，而酱酒近半年的价格快速上涨，性价比优势缩小，给有品牌基础的老名酒如舍得酒业溢出效应。（2）**地利：**舍得 2019 年下半年市场动销降至冰点，提出老酒战略，营销战略重新调整，构建新型厂商关系。2020 年疫情叠加，客观上给舍得调整窗口期，少发货，挺价格，提升经销商信心。近一年半梳理，批价大幅提升，厂商关系得到极大改善。（3）**人和：**复星的入住给舍得带来背书，经销商、销售团队心态稳定，信心大增。股价持续攀升给 300 多名有股权激励的营销团队人员带来超额收益，销售团队十分稳定，士气空前高涨。复星股东大会上表态只战略把控，不干预舍得经营，不会接替管理层，舍得管理团队稳定，管理团队上下一心，目标明确，做大舍得酒业规模。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.90、5.49、7.30 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	4,513	6,130	8,003
增长率 YoY %	19.8%	2.0%	66.9%	35.8%	30.6%
归属母公司净利润 (百万元)	508	581	1,311	1,844	2,451
增长率 YoY%	48.6%	14.4%	125.6%	40.6%	33.0%
毛利率%	76.2%	75.9%	77.7%	78.8%	79.4%
净资产收益率ROE%	16.7%	16.2%	27.6%	28.8%	28.5%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	3.90	5.49	7.30
市盈率 P/E(倍)	19.85	49.40	49.72	35.35	26.59
市净率 P/B(倍)	3.32	8.02	13.71	10.17	7.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 07 月 12 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	6,605	9,220	12,548	
货币资金	1,601	1,348	2,002	3,414	5,254	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	186	309	336	438	
预付账款	41	42	63	82	104	
存货	2,418	2,554	3,852	4,979	6,308	
其他	264	802	379	409	445	
<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	8,214	10,942	14,413	
<b>流动负债</b>	2,491	2,628	3,151	4,137	5,289	
短期借款	840	446	0	0	0	
应付票据	218	212	330	427	541	
应付账款	183	192	294	381	482	
其他	1,249	1,778	2,527	3,329	4,266	
<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	3,196	4,181	5,334	
少数股东权益	202	201	263	350	465	
归属母公司	3,038	3,580	4,754	6,411	8,613	
<b>负债和股东权益</b>	5,777	6,454	8,214	10,942	14,413	

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	4,513	6,130	8,003	
同比	19.8%	2.0%	66.9%	35.8%	30.6%	
归属母公司净利润	508	581	1,311	1,844	2,451	
同比	48.6%	14.4%	125.6%	40.6%	33.0%	
毛利率(%)	76.2%	75.9%	77.7%	78.8%	79.4%	
ROE%	16.7%	16.2%	27.6%	28.8%	28.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	3.90	5.49	7.30	
P/E	19.85	49.40	49.72	35.35	26.59	
P/B	3.32	8.02	13.71	10.17	7.57	
EV/EBITDA	11.81	32.07	33.39	23.72	17.52	

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	4,513	6,130	8,003	
营业成本	631	653	1,004	1,298	1,645	
<b>营业税金及</b>	352	385	641	870	1,136	
销售费用	574	537	677	919	1,200	
管理费用	362	340	361	490	640	
研发费用	8	21	36	46	60	
财务费用	14	7	-7	-27	-43	
减值损失合	-10	-10	-8	-8	-8	
<b>投资净收益</b>	5	2	5	6	8	
其他	6	14	20	25	32	
<b>营业利润</b>	712	768	1,817	2,555	3,396	
营业外收支	-5	33	-6	-8	-10	
<b>利润总额</b>	707	801	1,811	2,547	3,386	
所得税	169	194	438	616	820	
<b>净利润</b>	538	607	1,373	1,931	2,567	
少数股东损	30	26	62	87	116	
<b>归属母公司</b>	508	581	1,311	1,844	2,451	
EBITDA	791	867	1,892	2,604	3,420	
EPS(当	1.51	1.73	3.90	5.49	7.30	

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	1,434	1,814	2,332	
净利润	538	607	1,373	1,931	2,567	
折旧摊销	67	98	99	99	99	
财务费用	12	5	10	0	0	
投资损失	-5	-2	-5	-6	-8	
营运资金变	36	313	-57	-226	-344	
其它	19	-24	14	16	18	
<b>投资活动现金流</b>	-171	-668	-176	-197	-217	
资本支出	-179	-239	-156	-178	-200	
长期投资	0	0	-5	-5	-5	
其他	7	-429	-15	-14	-12	
<b>筹资活动现金流</b>	77	-484	-603	-205	-275	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	176	-394	-446	0	0	
支付利息或	-94	-121	-155	-205	-275	
<b>现金流净增加额</b>	573	-155	654	1,412	1,840	

## 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
华北区销售副 总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。