

舍得酒业 (600702)

报告日期: 2021年07月12日

# 21Q2 利润略超预期, 高端化战略落地中

——舍得点评报告

✍ 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
✉ [mali@stocke.com.cn](mailto:mali@stocke.com.cn);  
✍ 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001  
✉ [zhangxiaoqian@stocke.com.cn](mailto:zhangxiaoqian@stocke.com.cn);

## 事件

公司发布业绩预告:2021H1 归母净利润约为 7.1-7.5 亿元(+332.42%~356.78%); 2021Q2 归母净利润约为 4.01-4.5 亿元 (+196.8%~225.9%), 业绩略超预期。

## 投资要点

### □ 21Q1 净利润高增主因中高端酒收入高增+费用率下降

2021Q1 公司实现 154.21%、1031.19% 的收入及净利润增速, 其中酒类业务收入增长 177.12% 主因: 1) 2020Q1 受疫情影响, 收入基数较低; 2) 产品方面: 收入占比达近 90% 的中高档酒收入增长 166.98% 至 8.25 亿元, 低端酒收入亦实现 295.04% 的增速, 产品结构上移; 3) 渠道方面: 省内外均实现恢复性高增, 其中省内收入增速分别+260.92%, 收入占比较去年同期+8.15 个百分点。利润端增速远超收入端或因: 1) 产品结构升级贡献利润; 2) 费用控制合理。毛利率方面, 2021Q1 公司毛利率及净利率较去年同期分别变动+5.24、+22.34 个百分点至 77.60%、30.06%。

### □ 21Q2 净利润增速表现略超预期, 经销商扩张为业绩驱动力

产品方面, 中高端白酒消费市场明显回暖, 品味舍得、舍之道、定制产品等实现超高速增长, 利润端实现超预期高增, 另外春糖上新发布的沱牌六粮通过招商实现迅速发展; 渠道方面, 新增经销商迅速扩张+老经销商回转加快+价格稳定为公司短期业绩重要驱动力, 同时 21Q2 舍得产品价盘已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。我们预计公司或将迎来双品牌、老酒高端化等战略前期实施阶段的业绩爆发效应。

### □ 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;

## 评级

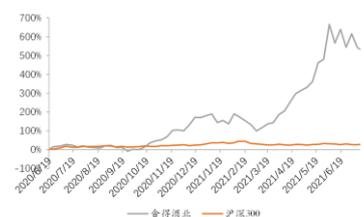
## 买入

上次评级 买入  
当前价格 194.00

## 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: 低基数下高增, 净利润表现超预期》(20210429)  
《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)

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。

### 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 87.4%、40.5%、36.8%；归母净利润增速分别为 122.2%、48.3%、41.6%，EPS 分别为 3.8、5.7、8.1 元；PE 分别为 51、34、24 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	2703.7	5065.8	7117.0	9735.5
(+/-)	2.0%	87.4%	40.5%	36.8%
净利润	581.1	1291.4	1915.5	2711.8
(+/-)	14.4%	122.2%	48.3%	41.6%
每股收益(元)	1.7	3.8	5.7	8.1
P/E	112.2	50.5	34.0	24.0

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4932	6028	8219	11605	<b>营业收入</b>	2704	5066	7117	9736
现金	1348	1431	2593	4360	营业成本	653	910	1061	1280
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	385	721	1013	1386
应收账款	186	425	510	763	营业费用	537	1013	1480	2064
其它应收款	509	379	666	1158	管理费用	340	659	961	1314
预付账款	42	60	70	84	研发费用	21	39	55	75
存货	2554	3562	4154	5009	财务费用	7	(5)	(26)	(48)
其他	292	170	226	230	资产减值损失	(10)	(6)	(20)	(25)
<b>非流动资产</b>	1522	2045	2482	2754	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	<b>营业利润</b>	768	1746	2605	3702
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	<b>利润总额</b>	801	1780	2640	3738
其他	264	301	354	426	所得税	194	430	638	904
<b>资产总计</b>	6454	8072	10701	14359	<b>净利润</b>	607	1349	2002	2834
<b>流动负债</b>	2628	2777	3591	4633	少数股东损益	26	58	86	122
短期借款	446	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	581	1291	1915	2712
应付款项	404	555	660	789	<b>EBITDA</b>	901.5	1846.3	2701.8	3794.0
预收账款	2	351	393	407	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.7	3.8	5.7	8.1
其他	1776	1871	2538	3437					
<b>非流动负债</b>	45	47	46	46	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
其他	45	47	46	46	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	2673	2825	3637	4679	营业收入增长率	2.0%	87.4%	40.5%	36.8%
少数股东权益	201	259	345	467	营业利润增长率	7.9%	127.3%	49.2%	42.1%
归属母公司股东权	3580	4988	6719	9212	归属于母公司净利润	14.4%	122.2%	48.3%	41.6%
<b>负债和股东权益</b>	6454	8072	10701	14359	<b>获利能力</b>				
					毛利率	75.9%	82.0%	85.1%	86.9%
					净利率	22.5%	26.6%	28.1%	29.1%
					ROE	16.6%	28.6%	31.1%	32.4%
					ROIC	15.1%	26.8%	29.4%	30.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	41.4%	35.0%	34.0%	32.6%
					净负债比率	16.7%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	1.9	2.2	2.3	2.5
					速动比率	0.9	0.9	1.1	1.4
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.4	0.7	0.8	0.8
					应收账款周转率	16.6	20.5	19.2	18.5
					应付账款周转率	3.5	4.0	3.7	3.7
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.7	3.8	5.7	8.1
					每股经营现金流(最)	3.0	2.9	5.4	6.7
					每股净资产(最新摊)	10.6	14.8	20.0	27.4
					<b>估值比率</b>				
					P/E	112.2	50.5	34.0	24.0
					P/B	18.2	13.1	9.7	7.1
					EV/EBITDA	31.1	34.7	23.3	16.2

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>