

# 舍得酒业 (600702.SH)

## 次高端行业红利+困境反转，业绩增速超预期

### 核心观点：

- **舍得、沱牌双轮驱动，21Q1 收入业绩超预期。**公司发布 2021 年半年度业绩预增公告，预计 21H1 归母净利润为 7.1-7.5 亿元，同比增长 332.42-356.78%；预计 21Q2 归母净利润为 4.08-4.48 亿元，同比增长 196.79-225.88%。我们认为业绩增长的原因主要是：(1) 20H1 公司受疫情影响，经营业绩基数较低。(2) 2021 年次高端行业放量增长，公司享受行业红利，另外老酒战略逐步被市场接受，次高端舍得系列收入实现高增长。(3) 公司沱牌系列今年推出新品沱牌六粮以及在空白市场开发定制产品较多，预计下半年沱牌定制产品贡献的增量会有所减少。(4) 公司上半年收入业绩快速增长背景下，费用率可能有所下降。
- **次高端行业红利+困境反转，21 年收入业绩有望高增长。**(1) 2021 年次高端白酒行业处于红利期。截至目前 2021 年已过半，舍得以及其他次高端酒企酒鬼酒、汾酒的业绩同比大幅增长，符合 2021 年次高端白酒行业业绩高增长的逻辑，预计 2021 年下半年舍得将延续高增长。(2) 公司新任管理层上任后在战略、产品、渠道等多方面推进改革，目前老酒战略初见成效，大量老商、大商回归，管理方面逐渐改善，是典型的困境反转型酒企。
- **盈利预测与投资建议。**我们上调盈利预测，我们预计 21-23 年公司收入分别为 48.51/66.81/86.04 亿元，同比增长 79.44%/37.71%/28.79%，归母净利润分别为 14.17/19.71/25.84 亿元，同比增长 143.85%/39.07%/31.11%，EPS 分别为 4.22/5.86/7.69 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 51/36/28 倍。综合考虑可比公司估值和业绩成长性，维持合理价值 232 元/股的观点不变，对应 21 年 PE 为 55 倍，维持买入评级。
- **风险提示。**产品升级不及预期，渠道扩张不及预期，食品安全风险。

### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,650	2,704	4,851	6,681	8,604
增长率 (%)	19.8%	2.0%	79.4%	37.7%	28.8%
EBITDA (百万元)	791	867	2,033	2,789	3,618
归母净利润 (百万元)	508	581	1,417	1,971	2,584
增长率 (%)	48.6%	14.4%	143.8%	39.1%	31.1%
EPS (元/股)	1.51	1.73	4.22	5.86	7.69
市盈率 (P/E)	19.89	49.43	50.63	36.40	27.77
ROE (%)	16.7%	16.2%	28.7%	28.9%	27.9%
EV/EBITDA	11.81	32.07	34.53	24.73	18.55

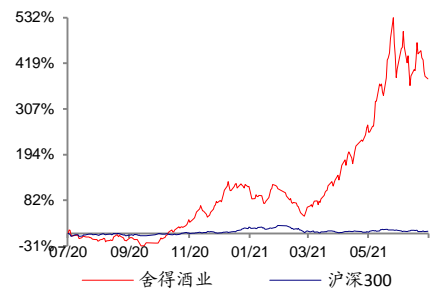
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	213.40 元
合理价值	232 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-13

### 相对市场表现



### 分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师：

袁少州



SAC 执证号：S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

舍得酒业 (600702.SH):次高 2021-05-31  
 端行业红利+复星入主，舍得  
 有望迎来经营拐点

公司发布2021年半年度业绩预增公告，预计21H1归母净利润为7.1-7.5亿元，同比增长332.42-356.78%；预计21Q2归母净利润为4.08-4.48亿元，同比增长196.79-225.88%。公司2021Q2业绩增速超市场预期，我们点评如下：

## 一、舍得、沱牌双轮驱动，21Q1 收入业绩超预期

公司发布2021年半年度业绩预增公告，预计21H1归母净利润为7.1-7.5亿元，同比增长332.42-356.78%；预计21Q2归母净利润为4.08-4.48亿元，同比增长196.79-225.88%。我们认为业绩增长的原因主要是：（1）20H1公司受疫情影响，经营业绩基数较低。（2）2021年次高端行业放量增长，公司享受行业红利，另外老酒战略逐步被市场接受，次高端舍得系列收入实现高增长。（3）公司沱牌系列今年推出新品沱牌六粮以及在空白市场开发定制产品较多，预计下半年沱牌定制产品贡献的增量会有所减少。（4）公司上半年收入业绩快速增长背景下，费用率可能有所下降。

## 二、次高端行业红利+困境反转，21 年收入业绩有望高速增长

**2021年次高端白酒行业处于红利期。**复盘2009-2012年、2015-2018年两轮白酒牛市，我们预测：（1）第四轮牛市由消费升级驱动，会持续更久，高端酒批价有望不断上行，次高端持续扩容。预计未来3年次高端收入CAGR接近20%（量约10-15%，价约8%+），收入/销量占比白酒行业从2020年的10%/0.9%提升至2023年的15%/1.5%。（2）2021年次高端白酒业绩有望加速增长。除了低基数效应之外，更为重要的原因是随着高端酒批价整体过千元后，次高端将在2021年迎来一次价位升级，500-600元产品开始放量推动次高端盈利能力提升。截至目前2021年已过半，舍得预计21H1归母净利润为7.1-7.5亿元，同比增长332.42-356.78%，其他次高端酒企例如酒鬼酒预计21H1业绩同比增长170.96-181.79%，汾酒预计21H1业绩同比增长110-130%，符合2021年次高端白酒行业业绩高增长的逻辑，预计2021年下半年舍得将延续高增长。

**舍得是典型的困境反转型酒企，行业红利期下收入业绩有望高速增长。**随着2020年12月复星国际通过豫园股份以45.3亿元取得沱牌舍得集团70%股权，以及天洋与舍得资金纠纷问题已经解决，舍得完成易主，控制权风波落定。从此舍得开展一系列变革动作，迎来了困境中的反转。（1）管理层上，复星在入主后继续保持老舍得团队张树平、蒲吉洲不变，并对老销售高层重视。老舍得团队均是一线销售出身，在舍得奋斗多年，白酒业务经验丰富，与舍得更加契合。（2）战略上，公司结合自身优势推行老酒战略，在众多浓香白酒企业中实现差异化竞争。目前公司拥有12万吨基酒储备，其中坛储年份平均20年以上，5年以上基酒超过70%，并且公司已建立了一定的消费者老酒认知。（3）产品上，公司以品味舍得为核心单品，智慧舍得和

水晶舍得分区域恢复招商，以高端老酒面对优质大商，鼓励高端老酒的开发定制，扩充产品线，按区域运作。沱牌以基酒年份高、价格低走高性价比路线，开发定制较多。（4）渠道上，据酒业家，公司迎合经销商诉求，给予品味舍得藏品等老酒产品，并鼓励大商开发定制老酒，高毛利产品激发经销商动力。全国化上，公司逐渐向次高端容量较大的华东、华南市场倾斜，目前区域招商已覆盖大部分地级市。截至目前，公司老酒战略初见成效，大量老商、大商回归，管理方面逐渐改善，是典型的困境反转型酒企，享受行业与公司变革的双重利好，21年收入业绩有望高增长。

### 三、盈利预测

我们认为，在次高端白酒行业红利期下，公司新任管理层上任后在战略、产品、渠道等多方面推进改革，是典型的困境反转型酒企。2021年公司迎来双重利好，收入业绩有望高增长。因此我们上调盈利预测，我们预计21-23年公司收入分别为48.51/66.81/86.04亿元，同比增长79.44%/37.71%/28.79%，归母净利润分别为14.17/19.71/25.84亿元，同比增长143.85%/39.07%/31.11%，EPS分别为4.22/5.86/7.69元/股，按最新收盘价对应PE为51/36/28倍。综合考虑可比公司估值和业绩成长性，维持合理价值232元/股的观点不变，对应21年PE为55倍，维持买入评级。

### 四、风险提示

- 1.产品升级不及预期。若产品结构升级不畅，则影响收入、业绩增长。
- 2.全国扩张不及预期。若全国扩张推进受阻，将影响收入、业绩增长。
- 3.食品安全。如出现食品安全问题，则对公司销量有较大影响。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,463</b>	<b>4,932</b>	<b>7,627</b>	<b>10,651</b>	<b>14,342</b>
货币资金	1,601	1,348	1,917	3,125	4,907
应收及预付	181	228	402	550	705
存货	2,418	2,554	4,101	5,425	6,816
其他流动资产	264	802	1,206	1,551	1,914
<b>非流动资产</b>	<b>1,314</b>	<b>1,522</b>	<b>1,571</b>	<b>1,630</b>	<b>1,693</b>
长期股权投资	121	114	114	114	114
固定资产	687	822	819	815	811
在建工程	170	55	45	35	25
无形资产	138	275	337	410	487
其他长期资产	198	256	256	256	256
<b>资产总计</b>	<b>5,777</b>	<b>6,454</b>	<b>9,198</b>	<b>12,281</b>	<b>16,035</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,491</b>	<b>2,628</b>	<b>3,951</b>	<b>5,075</b>	<b>6,259</b>
短期借款	840	446	396	346	296
应付及预收	655	406	652	863	1,084
其他流动负债	996	1,776	2,903	3,866	4,878
<b>非流动负债</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	45	45	45	45	45
<b>负债合计</b>	<b>2,536</b>	<b>2,673</b>	<b>3,996</b>	<b>5,120</b>	<b>6,303</b>
股本	337	336	336	336	336
资本公积	876	890	890	890	890
留存收益	2,107	2,622	3,979	5,850	8,303
归属母公司股东权益	3,038	3,580	4,937	6,808	9,262
少数股东权益	202	201	265	353	470
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,777</b>	<b>6,454</b>	<b>9,198</b>	<b>12,281</b>	<b>16,035</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,650</b>	<b>2,704</b>	<b>4,851</b>	<b>6,681</b>	<b>8,604</b>
营业成本	631	653	1,048	1,386	1,741
营业税金及附加	352	385	691	951	1,225
销售费用	574	537	679	1,002	1,291
管理费用	362	340	427	568	731
研发费用	8	21	37	52	66
财务费用	14	7	-5	-24	-54
资产减值损失	-10	-10	-1	0	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>712</b>	<b>768</b>	<b>1,973</b>	<b>2,746</b>	<b>3,600</b>
营业外收支	-5	33	1	0	0
<b>利润总额</b>	<b>707</b>	<b>801</b>	<b>1,974</b>	<b>2,746</b>	<b>3,600</b>
所得税	169	194	494	686	900
<b>净利润</b>	<b>538</b>	<b>607</b>	<b>1,481</b>	<b>2,059</b>	<b>2,700</b>
少数股东损益	30	26	64	89	116
<b>归属母公司净利润</b>	<b>508</b>	<b>581</b>	<b>1,417</b>	<b>1,971</b>	<b>2,584</b>
EBITDA	791	867	2,033	2,789	3,618
EPS (元)	1.51	1.73	4.22	5.86	7.69

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>668</b>	<b>997</b>	<b>813</b>	<b>1,502</b>	<b>2,109</b>
净利润	538	607	1,481	2,059	2,700
折旧摊销	67	98	64	66	68
营运资金变动	36	313	-753	-643	-679
其它	26	-21	21	19	20
<b>投资活动现金流</b>	<b>-171</b>	<b>-668</b>	<b>-112</b>	<b>-126</b>	<b>-131</b>
资本支出	-179	-239	-112	-126	-131
投资变动	0	0	0	0	0
其他	7	-429	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>77</b>	<b>-484</b>	<b>-131</b>	<b>-169</b>	<b>-196</b>
银行借款	1,210	880	-50	-50	-50
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1,133	-1,364	-81	-119	-146
<b>现金净增加额</b>	<b>573</b>	<b>-155</b>	<b>570</b>	<b>1,208</b>	<b>1,782</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>787</b>	<b>1,360</b>	<b>1,348</b>	<b>1,917</b>	<b>3,125</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,360</b>	<b>1,205</b>	<b>1,917</b>	<b>3,125</b>	<b>4,907</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	19.8%	2.0%	79.4%	37.7%	28.8%
营业利润增长	61.0%	7.9%	156.9%	39.1%	31.1%
归母净利润增长	48.6%	14.4%	143.8%	39.1%	31.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	76.2%	75.9%	78.4%	79.3%	79.8%
净利率	20.3%	22.5%	30.5%	30.8%	31.4%
ROE	16.7%	16.2%	28.7%	28.9%	27.9%
ROIC	13.5%	13.8%	26.4%	27.2%	26.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.9%	41.4%	43.4%	41.7%	39.3%
净负债比率	78.3%	70.7%	76.8%	71.5%	64.8%
流动比率	1.79	1.88	1.93	2.10	2.29
速动比率	0.80	0.89	0.88	1.01	1.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.42	0.53	0.54	0.54
应收账款周转率	19.05	14.53	14.53	14.53	14.53
存货周转率	1.10	1.06	1.18	1.23	1.26
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.51	1.73	4.22	5.86	7.69
每股经营现金流	1.98	2.97	2.42	4.47	6.27
每股净资产	9.02	10.65	14.69	20.25	27.55
<b>估值比率</b>					
P/E	19.89	49.43	50.63	36.40	27.77
P/B	3.33	8.02	14.53	10.54	7.75
EV/EBITDA	11.81	32.07	34.53	24.73	18.55

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。