

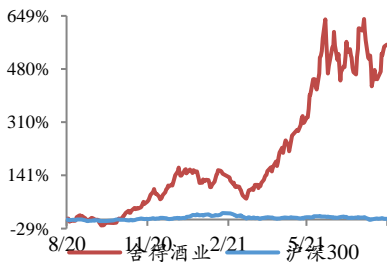
业绩高速增长，老酒战略稳步兑现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-16

收盘价(元)	226.66
近12个月最高/最低(元)	254.86 127.97
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)	762
流通市值(亿元)	751

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 (600702.SH)：业绩超预期增长，老酒战略高质量增长
_20210712 2021-07-12

2. 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：

舍得酒业发布半年报，2021年H1实现营收23.9亿元，YoY+133.1%，实现归母净利润7.35亿元，同增347.9%，处于此前业绩预告上限；其中中高档酒（舍得 品味/水晶/智慧/舍不得/吞之乎/天子呼/老酒/文创产品中国红100为主）收入18.77亿元，YoY+149%，低档酒（沱牌 T68/六粮/天特优/定制产品为主）收入3.17亿元，YoY+235.5%；

H1毛利率78.78%，受益于产品结构上移及高价位产品放量，毛利率较2020年H1增长3.78pct，H1销售费用率/管理费用率14.53%/10.24%，同降8.26pct/4.92pct，收入规模快速增长背景下规模效应显现；H1现金回款26.07亿元，YoY+132.6%；

拆分2021年Q2，实现营收13.6亿元，YoY+119.3%，QoQ+32.6%，实现归母净利润4.34亿元，同增215.33%。

● 主导产品快速增长，老酒战略逐步兑现

2021年Q2公司收入环比Q1仍有30%+增长，公司通过2020年控量、保价、市场动销回升、终端库存下降、渠道利润恢复等调整（品味舍得批价同比上涨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稳健增长，老酒产品、文创产品、沱牌系列均贡献较大收入增量，收入增长质量较高；看中期，老酒概念正逐步占领消费者心智，品质差异化叠加渠道推力正向循环，双品牌舍得+沱牌品牌价值达1141亿元。

● 围绕38个重点市场，高质量招商贡献增长

公司在全国范围内确立38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，优选有能力、有资源的大商、名商，多元招商，分品牌、分产品、分渠道招商，根据经销商优势针对性产品招商。在舍得品牌知名度提升，消费者对老酒品质认可度提升背景下，形成正向循环，经销商及终端主动选择与舍得合作。下半年招商节奏仍然以招大商、优商为主，空白市场继续招商，已有经销商覆盖的市场，不过度导入新经销商；下半年核心任务是动销，目前公司加大做品鉴会，回厂游，开瓶送金条等活动促进动销。今年以来，公司新经销商招商积极，Q1净增180家，Q2净增103家（H1新增643家，退出360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；可把张总、蒲总上任定义为“回归舍得”，目前公司内部员工流动性显著下降，员工把精力用在做好酒业，内部状态改变显著；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，通过差异化概念占领消费者“品质”心智。预计公司 2021~2023 年收入分别为 48.2、65.9、85.5 亿元，同比分别+78%、+37%、+30%，归母净利润分别为 13.4、18.9、25.2 亿元，同比分别+131%、+41%、+33%，当前股价对应 P/E 分别为 56.8、40.2、30.2 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	4821	6594	8550
收入同比 (%)	2.0%	78.3%	36.8%	29.7%
归属母公司净利润	581	1340	1894	2519
净利润同比 (%)	14.4%	130.6%	41.3%	33.0%
毛利率 (%)	75.9%	78.8%	80.6%	81.7%
ROE (%)	16.2%	27.2%	27.8%	27.0%
每股收益 (元)	1.75	3.99	5.64	7.50
P/E	49.40	56.83	40.21	30.23
P/B	8.02	15.48	11.18	8.16
EV/EBITDA	32.07	42.62	29.07	21.16

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4932	6693	9663	13382	营业收入	2704	4821	6594	8550
现金	1348	1600	3248	5256	营业成本	653	1022	1282	1563
应收账款	186	293	400	543	营业税金及附加	385	686	939	1217
其他应收款	509	361	617	1017	销售费用	537	771	1055	1368
预付账款	42	68	84	103	管理费用	340	554	758	983
存货	2554	3972	4972	6087	财务费用	7	-40	-35	-43
其他流动资产	292	398	341	376	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	1522	1522	1522	1522	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	114	114	114	114	投资净收益	2	4	5	7
固定资产	822	822	822	822	营业利润	768	1814	2578	3439
无形资产	275	275	275	275	营业外收入	47	47	47	47
其他非流动资产	311	311	311	311	营业外支出	14	14	14	14
资产总计	6454	8215	11185	14904	利润总额	801	1847	2610	3472
流动负债	2628	2988	3980	5065	所得税	194	447	631	840
短期借款	446	0	0	0	净利润	607	1400	1979	2632
应付账款	192	297	374	457	少数股东损益	26	60	85	113
其他流动负债	1990	2691	3606	4609	归属母公司净利润	581	1340	1894	2519
非流动负债	45	45	45	45	EBITDA	867	1750	2509	3353
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.75	3.99	5.64	7.50
其他非流动负债	45	45	45	45					
负债合计	2673	3033	4024	5110					
少数股东权益	201	261	347	460					
股本	336	336	336	336					
资本公积	890	890	890	890					
留存收益	2354	3694	5588	8107					
归属母公司股东权益	3580	4920	6814	9334					
负债和股东权益	6454	8215	11185	14904					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	997	662	1610	1968	成长能力				
净利润	581	1340	1894	2519	营业收入	2.0%	78.3%	36.8%	29.7%
折旧摊销	98	0	0	0	营业利润	7.9%	136.2%	42.1%	33.4%
财务费用	5	0	0	0	归属于母公司净利	14.4%	130.6%	41.3%	33.0%
投资损失	-2	-4	-5	-7	获利能力				
营运资金变动	313	-702	-331	-625	毛利率 (%)	75.9%	78.8%	80.6%	81.7%
其他经营现金流	271	2069	2278	3225	净利率 (%)	21.5%	27.8%	28.7%	29.5%
投资活动现金流	-668	36	38	39	ROE (%)	16.2%	27.2%	27.8%	27.0%
资本支出	-239	33	33	33	ROIC (%)	13.8%	25.6%	26.6%	26.0%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-429	4	5	7	资产负债率 (%)	41.4%	36.9%	36.0%	34.3%
筹资活动现金流	-484	-446	0	0	净负债比率 (%)	70.7%	58.5%	56.2%	52.2%
短期借款	-394	-446	0	0	流动比率	1.88	2.24	2.43	2.64
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.89	0.89	1.16	1.42
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	14	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.59	0.59	0.57
其他筹资现金流	-104	0	0	0	应收账款周转率	14.53	16.43	16.47	15.76
现金净增加额	-155	253	1648	2008	应付账款周转率	3.40	3.44	3.43	3.42

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。