

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): 天时地利人和, 淡季趁势而上 2021.7.12

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, 趁势而上 2021.6.11

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

舍得复兴势头强劲, 持续盈利能力增强

2021年08月17日

事件: 公司 21H1 实现营业收入 23.91 亿, 同比增长 133%, 归母净利润 7.35 亿, 同比增长 735%; 其中, 21Q2 实现营业 13.63 亿, 同比增长 119%, 归母净利润 4.34 亿, 同比增长 215%。

点评:

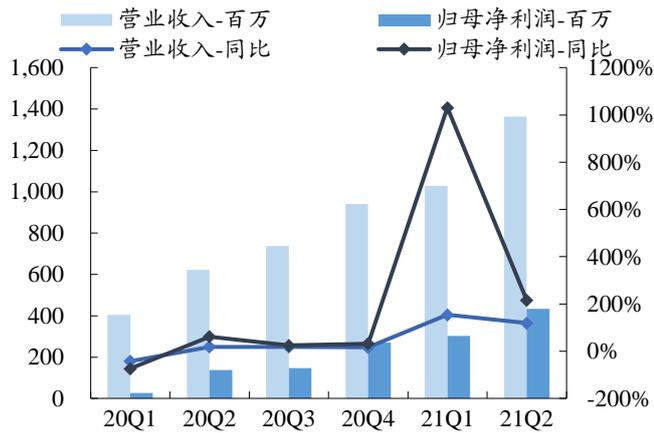
- **业绩符合预期, 盈利能力稳步提升。** 21Q2 公司的收入、利润均超过一季, 淡季继续保持高速增长态势, 凭借品牌氛围提升, 发展势头迅猛。二季度公司销售回款 13.57 亿, 环比增加 1.06 亿, 预收款为 3.7 亿, 环比下降 0.72 亿, 收入质量高, 且保持一定的业绩释放能力。21H1 公司毛利率为 78.78%, 同比增加 3.78pct, 其中 21Q2 毛利率为 79.68%, 环比增加 2.08pct, 主要系老酒产品和高线光瓶酒的推出带动公司产品结构整体持续上移。21H1 公司净利率为 31.35%, 同比增加 14.52pct, 其中 21Q2 净利率为 32.33%, 环比增加 2.27pct, 主要系收入快速增长摊薄费用率, 盈利能力不断提升。上半年公司税金及附加占比为 13.94%, 同比增加 0.97pct; 销售费用率为 14.53%, 同比减少 8.26pct; 管理费用率为 9.43%, 同比减少 5.32pct, 费用规模效应显现。
- **老酒落地加快, 坚定沱牌复兴, 省内外持续深耕。** 21H1, 公司中高档酒收入 18.77 亿, 同比增长 149%, 毛利率为 88%, 同比增加 3pct, 主要系老酒产品销售增厚利润。下一步, 公司将进一步加强老酒战略, 全力推进以舍得智慧老酒盛宴为代表的三级品鉴活动的执行落地, 发挥老酒战略优势。低档酒收入 3.17 亿, 同比增长 236%, 已超过去年全年低档酒销售额, 上半年定制开发产品的开放加快品牌氛围营造, 促进沱牌复兴。低档酒毛利率为 49.6%, 同比增加 1.8pct, 主要系公司在今年春糖推出高线光瓶酒新产品-沱牌六粮, 零售价 48 元。目前沱牌的市场培育基本达到公司预期, 公司已全面暂停沱牌的定制开发, 欲探索自己的主推产品线, 对“舍得+沱牌”双品牌战略发展的信心不变。21H1 公司新增经销商 643 家, 退出经销商 360 家, 主要系公司清退小规模经销商, 并加强核心联盟体或分销商的发展。截至二季度末共有经销商 2044 家, 较年初增加 283 家, 经销商代理积极性高, 侧面反映出渠道对舍得发展的信心。公司在省内外持续深耕, 上半年实现省外收入 14.37 亿, 同比增长 146%, 省内收入 5.77 亿, 同比增长 177%, 共同保持高速增长。除此外, 公司在电商端的表现依旧亮眼, 在加强互联网销售队伍建设的基础上, 通过网络直播带货、数字化精准引流等手段, 提高传统电商平台的占有率。
- **2020 年股权激励即将解锁, 任务完成度为 91%, 2021 年解锁确定性高。** 根据公司 2018 年底推出的股权激励方案, 2020 年剔除激励成本后的归母净利润比 2017 年增长 318.49%, 完成公司层面考核任务的 91%, 且个人层面考核全部合格, 因此将于 2021 年 8 月 24 日解锁全部激励股票的 30%*91%=27.3%。根据解锁方案安排, 公司 2021 年剔除激励成本后的归母净利润需达到 8.05 亿方可全部解锁第三阶段 20% 的激励股票, 目前公

司 21H1 已实现归母净利润 7.35 亿，全年公司层面考核完成度基本确定。公司董事长、总经理、副总经理持有的限售股数位于前十名，激励考核对象仍有 308 名，解锁的顺利完成也极大的鼓舞公司上下的士气，进一步调动管理层人员的积极性。除了中高层管理的股权激励解锁外，公司进一步优化了营销团队的三级考核目标，灵活开展专项激励，完善内部人才晋升机制，提高一线团队的向心力及战斗力。

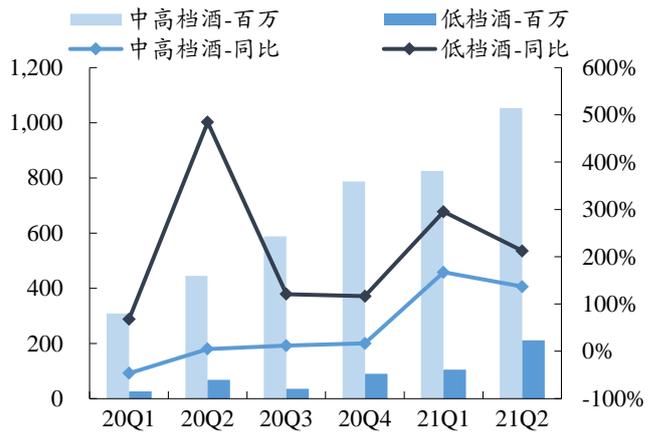
- **收入快速增长下，批价稳、库存轻，发展良性可持续。**上半年，公司收入接近去年全年销售水平，半年净利润已超去年全年，经营增长势头猛。在如此大的出货量下，公司核心单品批价稳定，库存水平较为良性，发展具备可持续性。今年以来，公司注重经销商的周转率，通过降低经销商单次打款要求、建立 7 大前置仓库等行动，减少经销商资金占用，提升渠道盈利水平，厂商关系进一步巩固。与年初判断一致，舍得过去销售区域分散，缺乏核心基地市场，而这半年来公司按照“川冀鲁豫、华东华南、东北西北”三级梯队，针对不同市场的发展周期及区域特色，充分授权一线团队实施一地一策，深耕各地市场。针对中秋旺季，公司正积极加强消费者促销及宴席促销力度，并加快团购建设，计划对公司团购组织进行优化调整，下半年或通过专卖店进行推荐尝试。我们认为，目前舍得的经营增长主要还是来自于品牌氛围提升下，主力单品-品味舍得的销量增长，以及沱牌开发定制开发带来的增量，舍得老酒战略仍有进一步发挥的空间，或成为下半年及明年的主要增长点。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.42、6.20、8.22 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	4,914	6,695	8,763
增长率 YoY %	19.8%	2.0%	81.8%	36.2%	30.9%
归属母公司净利润 (百万元)	508	581	1,484	2,082	2,762
增长率 YoY%	48.6%	14.4%	155.4%	40.3%	32.7%
毛利率%	76.2%	75.9%	79.3%	80.2%	80.6%
净资产收益率ROE%	16.7%	16.2%	30.1%	30.5%	29.6%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	4.42	6.20	8.22
市盈率 P/E(倍)	19.85	49.40	51.32	36.57	27.57
市净率 P/B(倍)	3.32	8.02	15.46	11.16	8.16

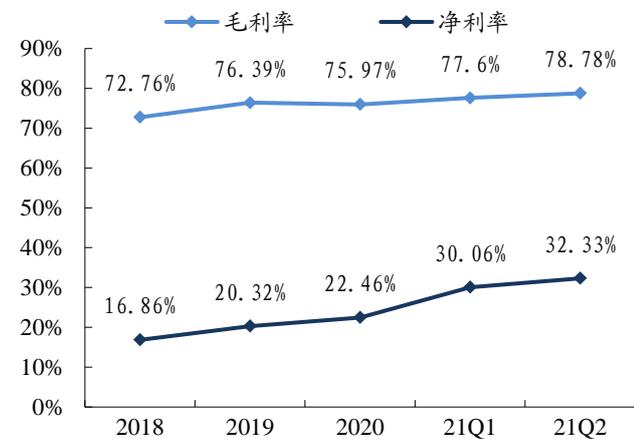
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 08 月 16 日收盘价

图 1: 21Q2 淡季业绩超旺季


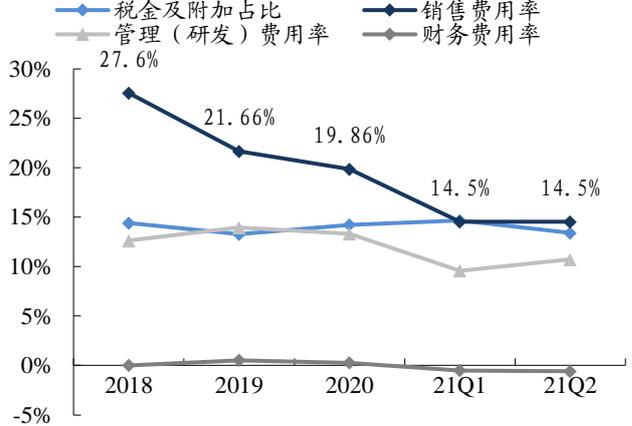
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 双品牌战略下各价位产品齐头并进


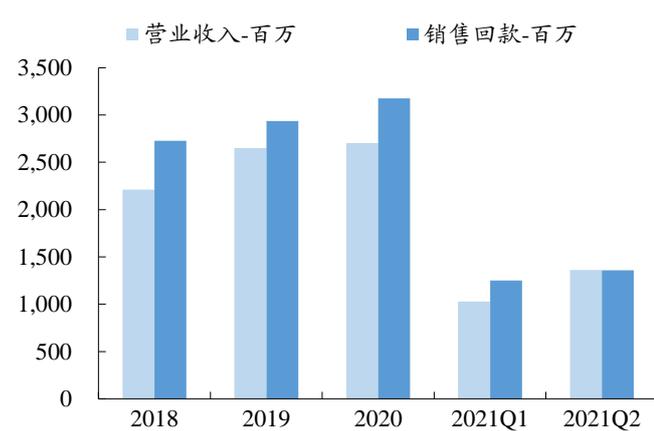
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 毛利率、净利率持续提升


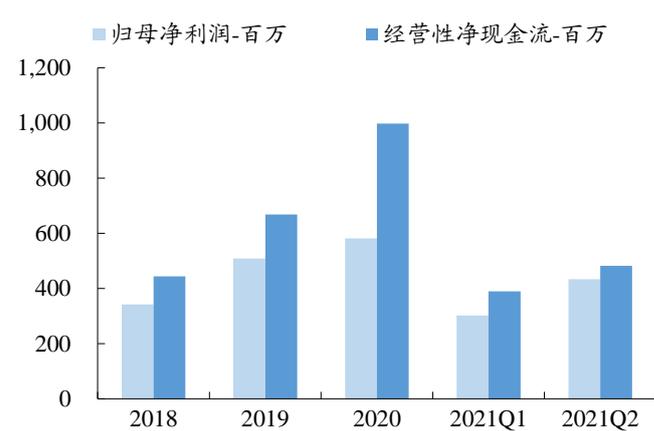
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 营收快速增长下费率降低


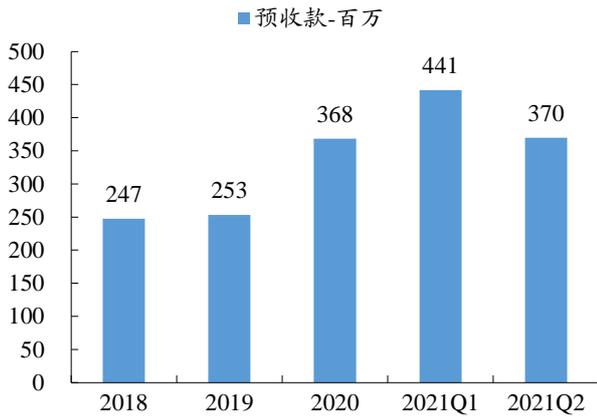
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 销售回款对营收增长的支撑强


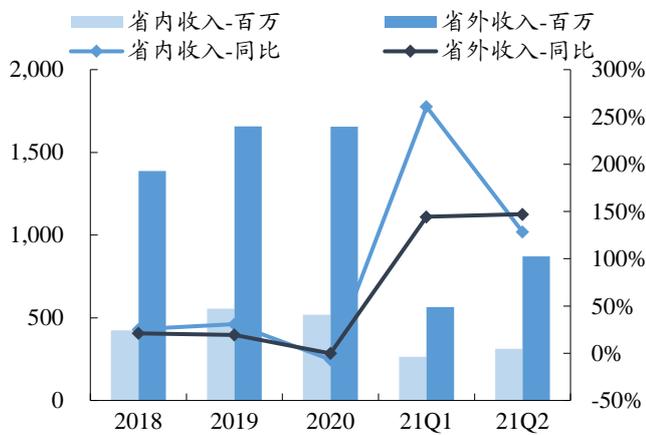
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 经营净现金流与净利润匹配


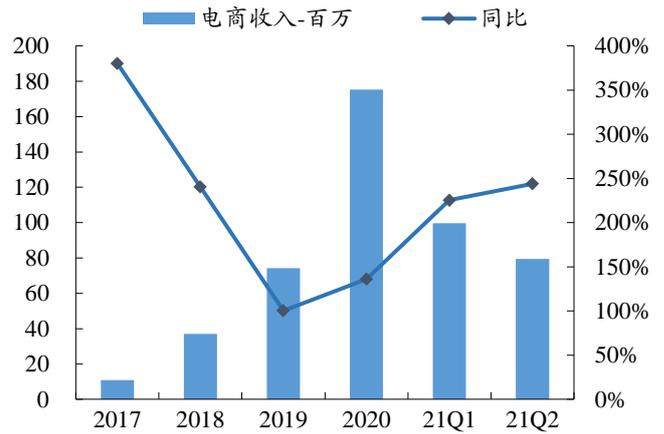
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：预收款仍有一定的业绩释放空间


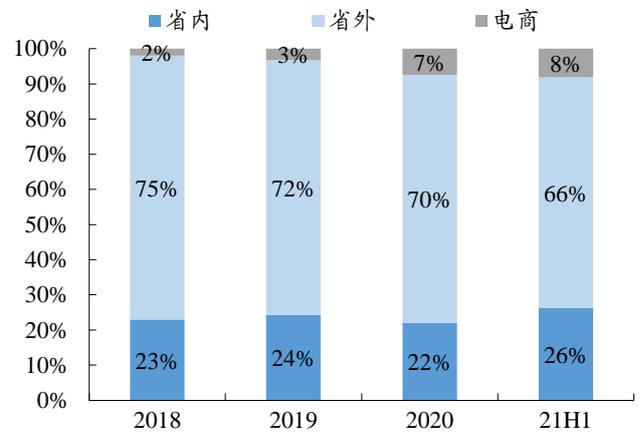
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：公司坚定省内外同步深耕


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：电商收入保持高速增长


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：电商渠道及省内市场占比提升


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1：激励计划授予的限制性股票的解除限售期及目标增长率

考核年度	解除比例	剔除激励计划成本影响后的归母净利润较 2017 年增长率目标	解锁 100% 完成额 (亿)	解锁 80% 完成额 (亿)	实际完成额 (亿)	完成度
2019	30%	260%	5.17	4.13	5.43	105%
2020	30%	350%	6.46	5.17	5.88	91%
2021	20%	460%	8.04	6.43		21H1 完成 7.35 亿
2022	20%	600%	10.05	8.04		

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	4,463	4,932	6,917	9,851	13,604	
货币资金	1,601	1,348	2,226	3,895	6,047	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	186	337	367	480	
预付账款	41	42	64	84	107	
存货	2,418	2,554	3,904	5,085	6,510	
其他	264	802	386	420	459	
非流动资产	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	
资产总计	5,777	6,454	8,525	11,573	15,469	
流动负债	2,491	2,628	3,282	4,337	5,588	
短期借款	840	446	0	0	0	
应付票据	218	212	335	436	558	
应付账款	183	192	298	389	498	
其他	1,249	1,778	2,649	3,512	4,533	
非流动负债	45	45	45	45	45	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	45	45	45	45	45	
负债合计	2,536	2,673	3,327	4,382	5,633	
少数股东权益	202	201	271	369	499	
归属母公司	3,038	3,580	4,927	6,822	9,336	
负债和股东权益	5,777	6,454	8,525	11,573	15,469	

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	4,914	6,695	8,763
同比	19.8%	2.0%	81.8%	36.2%	30.9%
归属母公司净利润	508	581	1,484	2,082	2,762
同比	48.6%	14.4%	155.4%	40.3%	32.7%
毛利率(%)	76.2%	75.9%	79.3%	80.2%	80.6%
ROE%	16.7%	16.2%	30.1%	30.5%	29.6%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	4.42	6.20	8.22
P/E	19.85	49.40	51.32	36.57	27.57
P/B	3.32	8.02	15.46	11.16	8.16
EV/EBITDA	11.81	32.07	34.74	24.68	18.26

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,650	2,704	4,914	6,695	8,763
营业成本	631	653	1,018	1,326	1,697
营业税金及附加	352	385	698	951	1,244
销售费用	574	537	737	1,004	1,314
管理费用	362	340	393	536	701
研发费用	8	21	39	50	66
财务费用	14	7	-8	-31	-50
减值损失合	-10	-10	-8	-8	-8
投资净收益	5	2	5	7	9
其他	6	14	22	27	35
营业利润	712	768	2,056	2,885	3,826
营业外收支	-5	33	-6	-8	-10
利润总额	707	801	2,050	2,877	3,816
所得税	169	194	496	696	923
净利润	538	607	1,554	2,180	2,892
少数股东损	30	26	70	98	130
归属母公司	508	581	1,484	2,082	2,762
EBITDA	791	867	2,128	2,928	3,839
EPS(当年)(元)	1.51	1.73	4.42	6.20	8.22

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	668	997	1,657	2,071	2,643
净利润	538	607	1,554	2,180	2,892
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	-7	-9
营运资金变	36	313	-15	-218	-357
其它	19	-24	14	16	18
投资活动现金流	-171	-668	-176	-196	-216
资本支出	-179	-239	-156	-178	-200
长期投资	0	0	-5	-5	-5
其他	7	-429	-15	-13	-11
筹资活动现金流	77	-484	-603	-205	-275
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	176	-394	-446	0	0
支付利息或股息	-94	-121	-155	-205	-275
现金流净增加额	573	-155	878	1,670	2,152

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	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	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@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
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。