

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): 舍得复兴势头强劲, 持续盈利能力增强

2021. 8. 17

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

控货保持渠道良性, 预收款增长亮眼

2021年10月21日

事件: 公司 21Q1-3 实现营业收入 36.07 亿, 同比增长 104.54%, 归母净利润 9.7 亿, 同比增长 211.92%; 其中, 21Q3 实现营业 12.16 亿, 同比增长 64.83%, 归母净利润 2.34 亿, 同比增长 59.65%。

点评:

- **主动控货, 业绩增长留有余力。** 21Q3 公司销售回款 17.24 亿, 环比增加 3.67 亿, 今年以来, 销售回款逐季提升, 经营发展势头强劲。三季度末, 公司预收款 8.52 亿, 环比增加 4.82 亿, 主要系中秋国庆旺季期间酒水走量, 品味舍得价格略有回落, 公司主动采取控货方式维护价格, 由此导致收入确认低于预期。中高价位酒的控货也使得公司三季度毛利率同比减少 1.91pct 至 76.75%。基于收入的持续增长, 公司费用投入也在不断增加, 三季度销售费用同比增加 82%, 管理费用同比增加 71.5%, 均为正常增长水平。因此公司三季度销售费用率提升至 21.42%, 较今年上半年增加 6.89pct, 管理费用率提升至 12.9%, 较上半年增加 3.47pct, 导致三季度净利润率出现大幅下降, 较上半年减少 11.56pct 至 19.79%。经测算, 若公司三季度正常发货确认收入, 毛利率、费用率、净利率将符合预期。我们认为, 次高端价位带在 2020 年坐实、扩容, 还有几年发展红利期, 舍得把价盘控好, 有利于渠道的稳定和进一步发展。
- **招商进展顺利, 坚定沱牌复兴, 单个经销商规模持续提升。** 21Q3, 公司中高档酒收入 9.57 亿, 同比增长 62.7%, 主要系品味舍得控货导致增速较上半年放缓; 低档酒收入 1.63 亿, 同比增长 353.9%, 沱牌系列持续保持高速增长, 不断增强品牌消费氛围。三季度, 公司新增经销商 240 家, 退出经销商 107 家; 21Q1-3 累计新增经销商 883 家, 退出经销商 467 家; 截至三季度末, 共有经销商 2177 家, 较 2020 年年末增加 416 家。今年以来, 渠道对舍得发展的信心充足, 经销商代理积极性高, 公司招商进展顺利, 清退部分跟不上公司发展节奏的小规模经销商, 并加强核心联盟体或分销商的发展。前三季度, 公司平均单个经销商销售规模 152 万元, 考虑到控货导致的收入确认减少影响, 单个经销商销售规模或更高, 全年有望超过 200 万元, 较 2020 年的 133 万元平均销售规模有较大幅度提升。公司在省内省外持续深耕, 三季度实现省内收入 2.36 亿, 同比增长 152.3%, 省外收入 8.1 亿, 同比增长 62.9%, 省外增速下滑主要系控货影响。此外, 公司在电商端表现依旧亮眼, 三季度实现收入 0.73 亿, 同比增长 122%。
- **老酒储备充足, 窖池恢复战略置顶。** 2021 年 10 月 20 日晚间, 公司发布公告澄清, 中高端基酒生产出来后, 均先储存在陶坛内, 待基酒在陶坛内老熟到相应质量要求后, 再分批转入不锈钢罐继续储存, 且酒质并无明显差异。12 万吨老酒为真实储量, 且老基酒均为纯粮固态酿造, 部分坛储, 部分罐储。为保证优质老酒的进出平衡, 公司做出以下计划: 一是生产计划制定坚持与中长期销售规划保持动态滚动平衡并略大于销售规划的原则; 二是调整优化酿造生产工艺, 多生产优质基酒。我们认为, 基于原有

的老酒储备及基酒总量的逐年增加，公司能够持续的、系统性的推动老酒战略。

- **盈利预测与投资评级：**复星入主后，将老窖的池恢工作作为置顶战略，公司也已邀请第三方专业机构完成了鉴定，窖池质量及产出基酒不受影响，预计 2023 年将完成对全部约 9000 口老窖池的恢复，保障公司生产，加大产能储备。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.93、5.67、7.50 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	4,713	6,415	8,391
增长率 YoY %	19.8%	2.0%	74.3%	36.1%	30.8%
归属母公司净利润 (百万元)	508	581	1,306	1,883	2,492
增长率 YoY%	48.6%	14.4%	124.7%	44.2%	32.4%
毛利率%	76.2%	75.9%	79.2%	80.1%	80.6%
净资产收益率ROE%	16.7%	16.2%	29.0%	31.8%	32.0%
EPS(摊薄)(元)	1.53	1.75	3.93	5.67	7.50
市盈率 P/E(倍)	19.62	48.82	49.77	34.52	26.08
市净率 P/B(倍)	3.28	7.92	14.43	10.99	8.35

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 21 日收盘价

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	6,278	8,570	11,557	
货币资金	1,601	1,348	1,745	2,831	4,293	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	186	323	352	460	
预付账款	41	42	62	80	103	
存货	2,418	2,554	3,766	4,892	6,250	
其他	264	802	382	415	452	
非流动资产	1,314	1,522	1,658	1,822	2,014	
长期股权投资	121	114	119	124	129	
固定资产	687	822	878	940	1,012	
无形资产	138	275	316	357	398	
其他	368	311	346	401	476	
资产总计	5,777	6,454	7,936	10,392	13,572	
流动负债	2,491	2,628	3,160	4,167	5,361	
短期借款	840	446	0	0	0	
应付票据	218	212	323	419	536	
应付账款	183	192	288	374	478	
其他	1,249	1,778	2,550	3,374	4,348	
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	3,205	4,212	5,406	
少数股东权益	202	201	228	266	384	
归属母公司	3,038	3,580	4,504	5,914	7,782	
负债和股东权益	5,777	6,454	7,936	10,392	13,572	

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	4,713	6,415	8,391
同比	19.8%	2.0%	74.3%	36.1%	30.8%
归属母公司净利润	508	581	1,306	1,883	2,492
同比	48.6%	14.4%	124.7%	44.2%	32.4%
毛利率(%)	76.2%	75.9%	79.2%	80.1%	80.6%
ROE%	16.7%	16.2%	29.0%	31.8%	32.0%
EPS(摊薄)(元)	1.53	1.75	3.93	5.67	7.50
P/E	19.62	48.82	49.77	34.52	26.08
P/B	3.28	7.92	14.43	10.99	8.35
EV/EBITDA	11.81	32.07	34.47	24.01	17.45

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	4,713	6,415	8,391	
营业成本	631	653	982	1,275	1,629	
营业税金及附加	352	385	683	930	1,217	
销售费用	574	537	801	1,058	1,343	
管理费用	362	340	471	609	755	
研发费用	8	21	38	48	63	
财务费用	14	7	1	-14	-21	
减值损失合	-10	-10	-8	-8	-8	
投资净收益	5	2	5	6	8	
其他	6	14	21	26	34	
营业利润	712	768	1,755	2,531	3,440	
营业外收支	-5	33	3	3	3	
利润总额	707	801	1,758	2,534	3,443	
所得税	169	194	425	613	833	
净利润	538	607	1,333	1,921	2,609	
少数股东损	30	26	27	38	117	
归属母公司	508	581	1,306	1,883	2,492	
EBITDA	791	867	1,837	2,592	3,483	
EPS(当年)(元)	1.53	1.75	3.93	5.67	7.50	

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	1,464	1,812	2,365
净利润	538	607	1,333	1,921	2,609
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	22	-207	-340
其它	19	-24	5	5	5
投资活动现金流	-171	-668	-217	-236	-254
资本支出	-179	-239	-197	-217	-237
长期投资	0	0	-5	-5	-5
其他	7	-429	-15	-14	-12
筹资活动现金流	77	-484	-849	-490	-650
吸收投资	0	0	-4	0	0
借款	176	-394	-446	0	0
支付利息或股息	-94	-121	-360	-490	-650
现金流净增加额	573	-155	398	1,086	1,461

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	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

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。