

## 舍得酒业(600702.SH)

## 快步向前，合同负债高增

## 推荐（维持）

现价：195.71元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.tuopaishede.cn
大股东/持股	四川沱牌舍得集团有限公司 /29.97%
实际控制人	郭广昌
总股本(百万股)	332
流通A股(百万股)	330
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	650
流通A股市值(亿元)	645
每股净资产(元)	13.60
资产负债率(%)	40.9

## 行情走势图



## 证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

## 研究助理

陈昕晖 一般证券从业资格编号  
S1060121090034  
CHENXINHUI1167@pingan.com.cn



## 事项：

10月21日，公司发布21年三季报，Q3实现营收12.16亿元，同比+64.8%；实现归母净利润2.34亿元，同比+59.7%；实现扣非归母净利润2.31亿元，同比+64.2%。

## 平安观点：

- **Q3 公司业绩稳步向上，酒类产品营收同比+79.5%**。21年前三季度公司实现营业收入36.07亿元，同比+104.5%；实现归母净利润9.70亿元，同比+211.9%。21Q3公司实现营业收入12.16亿元，同比+64.8%，延续前期高增，其中酒类产品实现营业收入11.20亿元，同比+79.5%；实现归母净利润2.34亿元，同比+59.7%。分产品看，21Q3中高档酒收入同比增长62.7%至9.57亿，低档酒收入同比增长353.9%至1.63亿，同比增速较H1大幅提升。
- **渠道战略成效显著，合同负债环比提升**。报告期间，公司继续贯彻老酒“3+6+4”营销策略，积极开展渠道优化。在21Q2经销商数量环比净增103家后，21Q3经销商数量延续增长态势，环比净增加133家至2,177家。渠道扩张战略下公司动销情况良好，21Q3公司合同负债8.52亿元，环比增加139.9%，预计全年仍将实现高景气增长。分地区来看，21Q3省内市场实现营收2.36亿，同比+152.4%；省外市场实现营收10.82亿，同比+62.9%，占比环比提升6.8pcts至72.4%，渠道扩张成效显著。
- **销售费用恢复投放，Q3净利率同比下降**。公司21Q3销售毛利率为76.75%，较上年同期-1.91pcts。21Q3公司管理费用率为12.9%，较上年同期+0.51pcts；销售费用率为21.42%，较上年同期+2.02pcts，老酒战略下公司费用同比和环比均有所提升。公司21Q3净利率为19.8%，较上年同期-1.14pcts。未来，伴随着公司产品结构的持续改善，盈利能力有望实现进一步提升。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,650	2,704	4,738	6,601	9,201
YOY(%)	19.8	2.0	75.3	39.3	39.4
净利润(百万元)	508	581	1,413	2,089	2,955
YOY(%)	48.6	14.4	143.2	47.8	41.5
毛利率(%)	76.2	75.9	78.7	79.8	80.4
净利率(%)	19.2	21.5	29.8	31.6	32.1
ROE(%)	16.7	16.2	29.3	31.4	31.9
EPS(摊薄/元)	1.53	1.75	4.26	6.29	8.90
P/E(倍)	128.0	111.8	46.0	31.1	22.0
P/B(倍)	21.4	18.2	13.5	9.8	7.0

- **坚定推行老酒战略，公司业绩稳步增长，维持“推荐”评级。**报告期间公司渠道战略成效显著，经销商开拓持续推进，产品动销情况良好。公司坚定推进以舍得为核心、沱牌为重点的双品牌战略，打造兼具老酒、酱酒概念的全国知名次高端白酒品牌，享尽次高端扩容红利。考虑到公司老酒策略的推行，市场建设等销售费用将持续加大，我们调整了盈利预测，2021-2023年EPS预测为4.26、6.29、8.90元（原2021-2023年4.36、6.22、8.80元），维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1)白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。2)管理层更换易导致业务波动风险。白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动。3)政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4,932	6,925	10,186	14,754
现金	1,348	1,796	3,090	4,979
应收票据及应收账款	475	689	1,096	1,561
其他应收款	509	489	775	1,145
预付账款	42	79	110	153
存货	2,554	3,867	5,107	6,904
其他流动资产	3	6	8	11
<b>非流动资产</b>	1,522	1,289	1,055	862
长期投资	114	114	114	114
固定资产	822	701	578	455
无形资产	275	229	183	137
其他非流动资产	311	245	180	156
<b>资产总计</b>	6,454	8,214	11,241	15,616
<b>流动负债</b>	2,628	3,051	4,103	5,683
短期借款	446	0	0	0
应付票据及应付账款	404	615	828	1,110
其他流动负债	1,778	2,437	3,275	4,573
<b>非流动负债</b>	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	45	45	45	45
<b>负债合计</b>	2,673	3,096	4,148	5,728
少数股东权益	201	293	429	621
股本	336	332	328	324
资本公积	890	894	898	902
留存收益	2,354	3,599	5,438	8,041
<b>归属母公司股东权益</b>	3,580	4,825	6,664	9,267
<b>负债和股东权益</b>	6,454	8,214	11,241	15,616

单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	997	1,061	1,530	2,223
净利润	607	1,505	2,225	3,148
折旧摊销	98	233	234	194
财务费用	7	4	-9	-14
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	286	-675	-915	-1,100
其他经营现金流	0	-6	-5	-4
<b>投资活动现金流</b>	-668	6	5	4
资本支出	251	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-919	6	5	4
<b>筹资活动现金流</b>	-484	-619	-241	-339
短期借款	-394	-446	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-90	-173	-241	-339
<b>现金净增加额</b>	-155	448	1,294	1,889

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2,704	4,738	6,601	9,201
营业成本	653	1,008	1,332	1,800
税金及附加	385	662	922	1,285
营业费用	537	734	924	1,270
管理费用	340	355	482	644
研发费用	21	14	20	28
财务费用	7	4	-9	-14
资产减值损失	-10	-18	-25	-35
信用减值损失	3	0	0	1
其他收益	12	9	9	9
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
资产处置收益	0	15	15	15
<b>营业利润</b>	768	1,966	2,929	4,178
营业外收入	47	26	30	32
营业外支出	14	12	13	13
<b>利润总额</b>	801	1,981	2,947	4,197
所得税	194	475	722	1,049
<b>净利润</b>	607	1,505	2,225	3,148
少数股东损益	26	92	136	192
<b>归属母公司净利润</b>	581	1,413	2,089	2,955
EBITDA	906	2,217	3,172	4,376
EPS (元)	1.75	4.26	6.29	8.90

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	2.0	75.3	39.3	39.4
营业利润(%)	7.9	155.9	49.0	42.6
归属于母公司净利润(%)	14.4	143.2	47.8	41.5
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	75.9	78.7	79.8	80.4
净利率(%)	21.5	29.8	31.6	32.1
ROE(%)	16.2	29.3	31.4	31.9
ROIC(%)	21.4	47.2	57.9	66.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.4	37.7	36.9	36.7
净负债比率(%)	-23.8	-35.1	-43.6	-50.4
流动比率	1.9	2.3	2.5	2.6
速动比率	0.9	1.0	1.2	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.7	8.1	6.9	6.8
应付账款周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.75	4.26	6.29	8.90
每股经营现金流(最新摊薄)	3.00	3.20	4.61	6.70
每股净资产(最新摊薄)	10.78	14.52	20.06	27.89
<b>估值比率</b>				
P/E	111.8	46.0	31.1	22.0
P/B	18.2	13.5	9.8	7.0
EV/EBITDA	31.2	28.8	19.9	14.1

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 B 座 25 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033