

## 舍得酒业 (600702)

公司研究/点评报告

# 加大费用树品牌，业绩“蓄水池”充沛

点评报告/食品饮料

2021年10月22日

### 一、事件概述

舍得酒业发布三季报，2021年前三季度实现营收36.1亿元，YoY+104.5%，实现归母净利润9.7亿元，同增211.9%；中高档酒收入28.3亿元，YoY+111.2%，低档酒收入4.8亿元，YoY+268.2%；前三季度毛利率78.10%，同增1.57pct。

2021Q3营收12.2亿元，YoY+64.8%，归母净利润2.3亿，YoY+59.7%；销售费用率/管理费用率21.41%/13.39%，同增2.02pct/0.71pct。

### 二、分析与判断

#### ➤ 主导产品快速增长，老酒战略逐步兑现

2021Q3毛利率76.75%，同降1.91pct，主要系Q3低价位产品占比提升；Q3现金回款17.24亿元，YoY+95.2%，显著好于收入端，Q3末合同负债余额8.52亿元，环比增加4.82亿元，收入“蓄水池”相对充沛。公司经过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，2021年顺应次高端行业扩容，原有经销商主导产品品味舍得实现稳健增长，老酒产品、文创产品、沱牌系列、开发产品均贡献较大收入增量；看中期，老酒概念正逐步占领消费者心智，品质叠加渠道推力正向循环。

#### ➤ 围绕38个重点市场，招商持续贡献增长

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，目标寻找有能力、有资源的大商名商，多元招商，分品牌、分产品、分渠道招商；2021年前三季度净增416家经销商（前三季度累计新增883家，退出467家系清退部分违规经销商，提升经销商队伍质量），预计2022年将延续空白市场招商。

#### ➤ 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，强化新媒体费用投入。6月30日起，公司于央视投放“以舍得，敬舍得”广告，助力品牌形象塑造，当前公司重点聚焦消费者培育及品牌塑造，短期不依靠管控费用来释放利润。

### 三、投资建议

公司三季度现金回款仍接近翻倍增长，合同负债环比大幅增加为收入提供“蓄水池”。预计公司2021~2023年收入分别为46.1/63.0/80.9亿元，归母净利润分别为12.2/17.4/22.9亿元，当前股价对应P/E分别为53X/37X/28X，2021年估值低于次高端白酒行业平均估值67X（算术平均法，2021年wind一致预期），首次覆盖给予“推荐”评级。

**四、风险提示：**1) 动销不及预期；2) 招商进度、区域拓展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,704	4,607	6,296	8,093
增长率(%)	2.0%	70.4%	36.7%	28.5%
归属母公司股东净利润(百万元)	581	1,220	1,739	2,287
增长率(%)	14.4%	109.9%	42.6%	31.5%
每股收益(元)	1.75	3.67	5.24	6.89
PE(现价)	111.83	53.29	37.38	28.42
PB	7.92	13.55	9.95	7.37

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

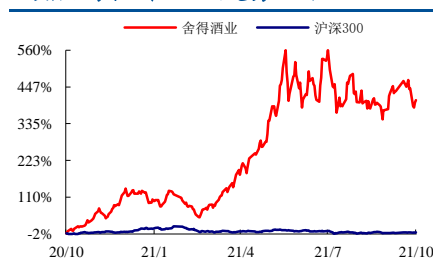
首次评级

当前价格：195.71元

### 交易数据 2021-10-21

近12个月最高/最低(元)	255.17/38.8
总股本(百万股)	332
流通股本(百万股)	330
流通股比例(%)	99.14
总市值(亿元)	650
流通市值(亿元)	645

### 该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：王言海

执业证 S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

### 研究助理：姚启璠

执业证 S0100121100006

邮箱：yaoqifan@mszq.com

### 相关研究

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,704	4,607	6,296	8,093
营业成本	653	981	1,242	1,526
营业税金及附加	385	656	896	1,152
销售费用	537	737	1,007	1,295
管理费用	340	530	724	931
研发费用	21	36	49	62
EBIT	769	1,667	2,378	3,127
财务费用	7	10	13	16
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	2	4	5	6
营业利润	768	1,681	2,396	3,152
营业外收支	33	0	0	0
利润总额	801	1,681	2,396	3,152
所得税	194	406	580	762
净利润	607	1,274	1,817	2,390
归属于母公司净利润	581	1,220	1,739	2,287
EBITDA	867	1,727	2,444	3,199
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	1,348	1,405	2,742	4,367
应收账款及票据	186	382	429	593
预付款项	42	65	82	100
存货	2,554	3,815	4,818	5,942
其他流动资产	802	637	882	1,255
流动资产合计	4,932	6,304	8,953	12,257
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	822	960	1,102	1,247
无形资产	275	275	275	275
非流动资产合计	1,522	1,660	1,801	1,947
资产合计	6,454	7,964	10,754	14,204
短期借款	446	0	0	0
应付账款及票据	404	598	773	941
其他流动负债	1,778	2,269	3,068	3,959
流动负债合计	2,628	2,867	3,841	4,901
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	45	45	45	45
非流动负债合计	45	45	45	45
负债合计	2,673	2,912	3,885	4,945
股本	336	332	332	332
少数股东权益	201	256	334	437
股东权益合计	3,781	5,052	6,869	9,258
负债和股东权益合计	6,454	7,964	10,754	14,204

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	2.0%	70.4%	36.7%	28.5%
EBIT 增长率	6.3%	116.8%	42.6%	31.5%
净利润增长率	14.4%	109.9%	42.6%	31.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	75.9%	78.7%	80.3%	81.1%
净利率	22.5%	27.7%	28.9%	29.5%
总资产收益率 ROA	9.0%	15.3%	16.2%	16.1%
净资产收益率 ROE	16.2%	25.4%	26.6%	25.9%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.88	2.20	2.33	2.50
速动比率	0.89	0.85	1.06	1.27
现金比率	0.51	0.49	0.71	0.89
资产负债率	41.4%	36.6%	36.1%	34.8%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	25.12	22.21	22.16	23.17
存货周转天数	1,428.74	1,419.00	1,415.69	1,421.14
总资产周转率	0.42	0.58	0.59	0.57
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.75	3.67	5.24	6.89
每股净资产	10.78	14.44	19.68	26.57
每股经营现金流	3.00	2.11	4.64	5.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	111.83	53.29	37.38	28.42
PB	7.92	13.55	9.95	7.37
EV/EBITDA	32.07	36.82	25.48	18.96
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	607	1,274	1,817	2,390
折旧和摊销	98	60	66	72
营运资金变动	313	-629	-338	-620
经营活动现金流	997	702	1,540	1,836
资本开支	-239	-198	-208	-218
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-668	-194	-203	-212
股权募资	0	-4	0	0
债务募资	880	-446	0	0
筹资活动现金流	-484	-450	0	0
现金净流量	-155	58	1,337	1,624

## 分析师与研究助理简介

**王言海**，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

**姚启璠**，曾任华安证券食品饮料分析师，杜兰大学硕士，4年证券行业经验，专注酒类研究，以品牌、产品、营销、渠道多维度思考企业发展周期。2021年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。