

2021年12月19日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 舍得酒业(600702): 品牌势能已起, 大鹏展翅可期

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

## 基本数据

2021-12-19

当前股价(元)	240.35
总市值(亿元)	798.1
总股本(百万股)	332.1
流通股本(百万股)	329.6
52周价格范围(元)	55.8-266.01
日均成交额(百万元)	2,016.8

## 市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

### ■ 三季度报维持高增长, 蓄水池确保全年业绩

公司2021Q1-Q3营收36.07亿元, 同增105%; 归母净利润9.70亿元, 同增212%, 继续保持高增长。其中前三个季度收入仍保持高增长(Q1同增154%、Q2同增119%、Q3同增65%), 归母净利润仍旧保持60%以上增长(Q1同增1031%、Q2同增215%、Q3同增60%)。2021Q1-Q3末合同负债为8.52亿元, 蓄水池效应明显, 全年业绩完成无虞。公司前三季度受产品结构影响, 但毛利率始终在76.5%以上, 2021Q3净利率受到费用端影响下降至20%, 预计全年净利率27%以上。

### ■ 双品牌协同发力, 老酒战略效果初显

公司2021Q1-Q3中高档酒营收28.34亿元, 同增111%, 低档酒营收4.8亿元, 同增268%。其中2021Q3中高档酒营收9.6亿元, 同增63%; 低档酒营收1.6亿元, 同增354%。2021年沱牌迎来恢复性增长及定制开发业务带来的爆发性增长, 舍得事业部重点梳理价格体系和渠道扩张, 双品牌协同发力。老酒战略提出至今已有2年余, 目前效果初显, 我们预计今年老酒事业部销售额4亿元左右。老酒战略持续培育消费群体, 预计未来3-5年迎来高增长, 未来老酒事业部销售额有望突破20亿元。此外, 公司近期发布对品味舍得(藏品)和智慧舍得(藏品)上调出厂价通知, 提价从2022年1月1日起执行。本次提价亦是对舍得品牌的高举高打, 提升公司老酒产品的市场认知度, 亦对明年公司业绩有贡献。

### ■ 2021年证明自己, 2022年大步向前

2021年公司已经证明自己, 以往被市场所诟病的两个问题得到解决: 第一, 目标太高完不成, 但今年公司完成全年任务无虞, 蓄势明年开门红; 第二, 对渠道费用无法完全兑现, 但今年这个问题也得到妥善解决。

我们从短中长期三个维度看公司:

短期来看, 公司已经进入正轨, 管理层和经销商信心十足; 进入12月份, 经销商积极打款, 备货来年春节, 2022年春节开门红可期;

中期来看, 公司已经证明自己有完成既定目标, 明年公司继续加大品牌宣传力度, 高举高打, 加大区域扩张力度, 优势区域渠道下沉, 招商质量有望优化;

长期来看, 公司老酒战略带来的差异化竞争已引起市场高度关注, 渠道消费者培育工作已经展开, 形成深刻认知尚需时

日；此外，复星入主后，基本解决舍得酒业历史遗留问题，推动公司建立激励机制，以“1游”（融入复星之旅）+“1平台”（舍得经销商与复星体系对接平台）+“N产品”（舍得专享版复星生态特色产品、服务及权益）为核心体系，打造经销商深度赋能生态体系；最后，复星开发落地复星体系生态共创产品、拓宽生态BD销售渠道。

整体公司按照既定节奏稳步推进，明年大概率开门红。我们重申看好公司逻辑：1) 产品端，公司聚焦老酒战略，坚持舍得、沱牌双品牌战略，聚焦打造品味舍得、智慧舍得等战略单品。2) 渠道端，恢复老市场老客户，发展新市场新客户，聚焦打造重点市场、重点客户。3) 圈层营销方面，公司主打名酒进名企和智慧俱乐部，精准靶向圈层，渗透头部+腰部+腿部，聚焦核心目标客户。4) 复星入主公司近一年，预计后续加速赋能，推动公司进入新阶段。

## 盈利预测

次高端扩容下公司尽享红利，我们看好公司老酒战略带来的差异化竞争优势及复星入主后赋能公司加速，预计2021-2023年EPS为3.94/6.01/7.91元，当前股价对应PE分别为61/40/30倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、舍得增速不及预期、老酒战略推进受阻、省外扩张不及预期、复星与公司协同效果不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	2,704	4,831	7,193	9,394
增长率（%）	15.5%	78.7%	48.9%	30.6%
归母净利润（百万元）	581	1,324	2,022	2,658
增长率（%）	14.4%	127.9%	52.7%	31.5%
摊薄每股收益（元）	1.73	3.94	6.01	7.91
ROE（%）	15.4%	27.0%	30.7%	30.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>2,704</b>	<b>4,831</b>	<b>7,193</b>	<b>9,394</b>
现金及现金等价物	1,348	2,673	3,955	6,234	营业成本	653	1,029	1,418	1,767
应收款	696	926	1,084	1,158	营业税金及附加	385	676	1,014	1,334
存货	2,554	2,803	3,332	3,398	销售费用	537	787	1,187	1,578
其他流动资产	335	357	603	881	管理费用	340	493	741	986
流动资产合计	4,932	6,759	8,973	11,671	财务费用	7	12	8	1
<b>非流动资产:</b>					研发费用	21	37	56	73
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	904	1,330	1,992	2,638
固定资产	822	796	754	708	资产减值损失	-10	-8	-5	-3
在建工程	47	19	8	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	275	270	256	242	投资收益	2	0	0	0
长期股权投资	114	114	114	114	<b>营业利润</b>	<b>768</b>	<b>1,804</b>	<b>2,775</b>	<b>3,658</b>
其他非流动资产	264	264	264	264	加: 营业外收入	47	10	8	6
非流动资产合计	1,522	1,462	1,395	1,332	减: 营业外支出	14	2	3	1
资产总计	6,454	8,222	10,369	13,003	<b>利润总额</b>	<b>801</b>	<b>1,812</b>	<b>2,780</b>	<b>3,663</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	194	433	670	886
短期借款	446	446	446	446	<b>净利润</b>	<b>607</b>	<b>1,379</b>	<b>2,110</b>	<b>2,777</b>
应付账款、票据	404	1,056	1,506	1,920	少数股东损益	26	55	89	119
其他流动负债	1,776	1,776	1,776	1,776	<b>归母净利润</b>	<b>581</b>	<b>1,324</b>	<b>2,021</b>	<b>2,657</b>
流动负债合计	2,628	3,281	3,733	4,149					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	45	45	45	45	营业收入增长率	15.5%	78.7%	48.9%	30.6%
非流动负债合计	45	45	45	45	归母净利润增长率	14.4%	127.8%	52.7%	31.5%
负债合计	2,673	3,326	3,778	4,193	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	75.9%	78.7%	80.3%	81.2%
股本	336	336	336	336	四项费用/营收	33.5%	27.5%	27.7%	28.1%
股东权益	3,781	4,896	6,591	8,810	净利率	22.5%	28.5%	29.3%	29.6%
负债和所有者权益	6,454	8,222	10,369	13,003	ROE	15.4%	27.0%	30.7%	30.2%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	41.4%	40.5%	36.4%	32.2%
净利润	607	1379	2110	2777	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	26	55	89	119	总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7
折旧摊销	75	69	67	63	应收账款周转率	3.9	5.2	6.6	8.1
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.3	0.6	0.7	0.9
营运资金变动	289	-1155	-1384	-834	<b>每股数据 (元/股)</b>				
经营活动现金净流量	997	1654	1785	2956	EPS	1.73	3.94	6.01	7.90
投资活动现金净流量	-668	55	53	50	P/E	139.0	61.0	40.0	30.4
筹资活动现金净流量	997	-265	-414	-558	P/S	29.9	16.7	11.2	8.6
现金流量净额	1,326	1,444	1,423	2,448	P/B	22.6	17.4	12.9	9.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

## ■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。