

证券研究报告

公司研究

公司跟踪报告

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

ST 舍得(600702): 一季度实现开门红, 老酒赋能净利率提升
2021.4.30ST 舍得(600702): 净利润增速亮眼, 公司亟待摘帽
2021.4.29ST 舍得(600702): 名酒基因, 老酒赋能
2021.4.21

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

价值回归, 趁势而上

2021年06月11日

投资建议: 市场对舍得复兴的信心并不坚定, 认为舍得难以实现持续的、快速的业绩增长。我们认为舍得酒业具备深厚的品牌底蕴、特级酒品质的产品, 清晰的老酒战略, 在复星的品牌和管理赋能下, 舍得有条件趁势而上实现快速发展, 高成长的持续时间或将超预期。

- **疫情发生后, 酱酒品类热催生次高端价位带快速扩容。**疫情下茅台批价明显提升, 带动酱酒繁荣。投资、避险等需求催生资金流入茅台酒, 收藏、消费酱酒成为流行趋势。众多品牌酱酒在茅台酒的引领下价格明显上涨。本轮“酱酒热”不仅表现为渠道热, 更是消费者热, 定价不同十年前的百元以内, 而是在 500 元上下快速放量。酱酒高定价策略结合圈层营销, 留给渠道巨大的利润空间, 进一步推动的酱酒繁荣发展, 这一点在疫情之后表现更加明显。
- **浓香型白酒头部品牌主动降库存, 舍得批价明显回升。**疫情发生后, 厂商一心、攻克时艰, 舍得等浓香品牌均在疫情后实施控货降库存的经营思路, 经销商经营压力被缓解。白酒行业发展进入成熟期, 白酒企业与经销商均出现头部集中的趋势。拥有深厚底蕴的品牌、品质过硬的名酒作为稀缺资源成为行业共识。经过 2020 年的控货, 以舍得为代表的名酒品牌的社会库存明显下降。舍得主力产品的批价明显上行, 较 2020 年初相比, 当前品味舍得一批价从 290 元上涨至 360 元, 智慧舍得一批价从 410 元上涨至 480 元, 渠道利润明显改善, 疫情当道, 经销商信心不降反升。
- **信心比黄金更重要, 大股东更替带给舍得品牌势能的巨大提升。**复星的产业生态圈实力带给酒圈经销商群体明显的信心提振。复星可以给舍得更好的品牌赋能, 助力舍得培育更多的意见领袖, 提高舍得在高端消费人群的知名度。复星的现代化管理体制, 无论从战略, 还是组织机制、团队建设等方面都可以有效赋能舍得。管理层的变化和营销变革可以带来更多的向好预期。我们的渠道调研反馈, 酒圈对舍得的品牌、品质都很有信心, 过去几年虽然没有达到理想的预期收益, 但仍有微薄的利润, 费用核销精准及时, 没有留下负面口碑。当下构建新型的厂商关系, 经销商更有加强合作的动力。对于以前没有代理舍得的经销商, 当前对舍得的关注度和参与度明显提升, 跨界关注和经营舍得的资金也开始增多。我们认为, 经销商短期盈利能力已明显改善, 加上其对舍得长期发展的信心提振, 经销商将会积极的执行、配合厂家的政策, 厂商一心下的渠道推广与消费者培育将呈现破竹之势。
- **白酒行业商业模式好, 名酒复兴的发展势头容易持续超越市场预期。**过去三年, 山西汾酒、酒鬼酒的快速发展不断超出市场预期, 舍得具备可比的品牌力、优质的老酒品质及核心团队改善的逻辑。强品牌力、高性价比、独特香型成为山西汾酒过去几年快速发展的重要支撑, 但更重要的是国企改革带给汾酒的活力释放。内参经营模式创新、高端价位放量,

馥郁香型独特成为酒鬼酒迅速成长的核心点，而中粮带给酒鬼酒公司的品牌赋能、规范管理、充分授权更是关键。高估值下，汾酒和酒鬼酒仍然不时的呈现超出市场预期的增速，既有天时地利的因素，更是管理团队用心经营的结果。舍得拥有 12 万吨老酒储备，拥有“沱牌”、“舍得”两大知名品牌，加上近万亩的生态工业园、1 万多口老窖池等固定资产，一季度舍得盈利能力出现超预期改善，我们认为，舍得当前的发展战略与公司的优势完美匹配，更多商业模式创新将成为舍得价值回归的重要助推器。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.88、4.14、5.51 元/股，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：**渠道动销放缓，主力产品批价明显回落。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,650	2,704	3,829	5,176	6,733
增长率 YoY %	19.8%	2.0%	41.6%	35.2%	30.1%
归属母公司净利润 (百万元)	508	581	970	1,391	1,854
增长率 YoY%	48.6%	14.4%	66.8%	43.5%	33.3%
毛利率%	76.2%	75.9%	77.4%	78.7%	79.5%
净资产收益率 ROE%	16.7%	16.2%	21.7%	24.3%	25.1%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	2.88	4.14	5.51
市盈率 P/E(倍)	19.86	49.43	67.68	47.17	35.40
市净率 P/B(倍)	3.32	8.02	14.72	11.48	8.87

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 06 月 10 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	5,845	7,862	10,426	
货币资金	1,601	1,348	1,849	2,895	4,261	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	186	262	284	369	
预付账款	41	42	54	69	87	
存货	2,418	2,554	3,314	4,223	5,289	
其他	264	802	365	391	421	
非流动资产	1,314	1,522	1,608	1,722	1,864	
长期股权投	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	7,454	9,584	12,290	
流动负债	2,491	2,628	2,704	3,510	4,449	
短期借款	840	446	0	0	0	
应付票据	218	212	284	362	453	
应付账款	183	192	253	323	404	
其他	1,249	1,778	2,167	2,825	3,591	
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	2,749	3,554	4,493	
少数股东权 益	202	201	247	312	400	
归属母公司	3,038	3,580	4,458	5,717	7,397	
负债和股东 权益	5,777	6,454	7,454	9,584	12,290	

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	3,829	5,176	6,733
同比	19.8%	2.0%	41.6%	35.2%	30.1%
归属母公司净利润	508	581	970	1,391	1,854
同比	48.6%	14.4%	66.8%	43.5%	33.3%
毛利率(%)	76.2%	75.9%	77.4%	78.7%	79.5%
ROE%	16.7%	16.2%	21.7%	24.3%	25.1%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	2.88	4.14	5.51
P/E	19.86	49.43	67.68	47.17	35.40
P/B	3.32	8.02	14.72	11.48	8.87
EV/EBITDA	11.81	32.07	44.72	31.55	23.51

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	3,829	5,176	6,733
营业成本	631	653	864	1,101	1,379
营业税金及	352	385	574	776	1,010
销售费用	574	537	651	854	1,111
管理费用	362	340	383	518	673
研发费用	8	21	31	39	51
财务费用	14	7	-6	-24	-36
减值损失合	-10	-10	-8	-8	-8
投资净收益	5	2	4	5	7
其他	6	14	17	21	27
营业利润	712	768	1,345	1,930	2,571
营业外收支	-5	33	-6	-8	-10
利润总额	707	801	1,339	1,922	2,561
所得税	169	194	324	465	620
净利润	538	607	1,015	1,457	1,941
少数股东损	30	26	46	66	87
归属母公司	508	581	970	1,391	1,854
EBITDA	791	867	1,425	1,987	2,609
EPS (当	1.51	1.73	2.88	4.14	5.51

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现	668	997	1,237	1,393	1,784	
金流						
净利润	538	607	1,015	1,457	1,941	
折旧摊销	67	98	99	99	99	
财务费用	12	5	10	0	0	
投资损失	-5	-2	-4	-5	-7	
营运资金变	36	313	102	-173	-267	
其它	19	-24	14	16	18	
投资活动现	-171	-668	-177	-198	-218	
资本支出	-179	-239	-156	-178	-200	
长期投资	0	0	-5	-5	-5	
其他	7	-429	-16	-15	-13	
筹资活动现	77	-484	-558	-150	-200	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	176	-394	-446	0	0	
支付利息或	-94	-121	-110	-150	-200	
现金流净增						
加额	573	-155	502	1,046	1,366	

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
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。