

Q2 控货短期业绩承压，下半年有望重回高增长

舍得酒业 (600702)

事件

公司发布 2022 年半年度报告。

公司发布 2022 年中报：上半年实现营收 30.25 亿元，同比增长 26.51%，实现归母净利润 8.36 亿元，同比增长 13.60%，扣非归母净利润 8.11 亿元，同比增长 11.38%。

其中，Q2 实现营收 11.41 亿元，同比减少 16.27%，实现归母净利润 3.05 亿元，同比减少 29.67%，实现扣非归母净利润 2.95 亿元，同比减少 31.28%。

简评

Q2 主动调整理顺渠道，坚定良性运作为长期品牌成长赋能

2022 年上半年公司营业收入 30.25 亿元，同比增长 26.51%；其中 Q2 实现营收 11.41 亿元，同比减少 16.27%，主要系 Q2 全国众多区域受到疫情冲击，白酒消费场景受限，公司顺应市场主动调整，为长期品牌成长赋能，采取措施包括①调整对经销商回款要求，减小渠道资金压力；②主动控货并严管市场窜货，维持价盘平稳及良好市场秩序。公司 Q2 合同负债 4.32 亿元，同比+16.98%，环比增加 10.44%，亦表现出较强的渠道议价能力及明显的战略定力。从市场表现看，公司渠道库存水平维持在合理水平，品味舍得等大单品批价维持稳定，体现了极好的厂商配合度。

分产品档次看，中高档白酒主要适用于宴席等消费场景，3 月中旬至 5 月初受影响较大，Q2 销售 8.31 亿元，同比减少 21.1%；销售占比 72.8%，环比 Q1 下降 11pcts。沱牌等低档酒受影响较小，Q2 营收 2.08 亿元，同比减少 2.5%；销售占比 18.07%，环比 Q1 提升 7pcts，产品结构的变化对毛利率有较大影响，但主要与疫情冲击相关，预计 Q3 将正常恢复。

分区域看，Q2 省内销售额 3.03 亿元，同比减少 3.3%；省外销售额 6.64 亿元，同比减少 23.8%；电商收入 6811.69 万元，同比减少 14.3%。

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 执证编号：S1440518060003

SFC 中央编号：BOT242

张立

zhanglidc@csc.com.cn

18217620123

SAC 执证编号：S1440521100002

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

18185301115

SAC 执证编号：S1440521100003

发布日期：2022 年 08 月 18 日

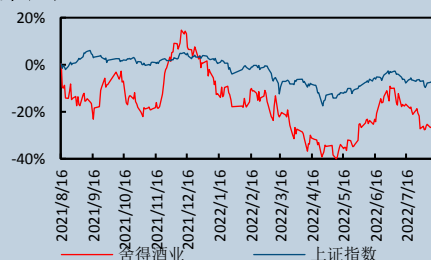
当前股价：164.56 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.01/-13.5	11.05/4.84	-26.35/-19.52
12 月最高/最低价 (元)		265.5/129.45
总股本 (万股)		33,204.3
流通 A 股 (万股)		32,957.89
总市值 (亿元)		546.41
流通市值 (亿元)		542.36
近 3 月日均成交量 (万股)		766.21
主要股东		
四川沱牌舍得集团有限公司		30.32%

股价表现



相关研究报告

持续高费用投入，全国化布局及优商工作仍在进行。

二季度，公司归母净利率为 26.71%，同比减少 5.09pct，主要系①产品结构变化引起毛利率同比下滑 5.89pct 至 73.79%；②坚定提升舍得和沱牌品牌势能，持续高费用投放，Q2 销售费用率为 15.61%，同比增加 1.08pct。上半年广告宣传及市场开发费 3.05 亿元，同比增加 83.72%，品宣方面公司维持较高的广告投放频次，做到多方位触达消费者；市场运作上维持赠小酒、扫码红包、答谢会等奖励以促进市场动销。此外，公司全国化布局及优商工作仍在继续，上半年新增经销商 537 家，退出 333 家，整体增加 204 家。

“重庆战役”取得阶段性成果，有望全国复制加速省外扩张

公司为加强西南市场一体化，提升品牌影响力，打造全国典型样板市场，磨练优秀团队，提出“重庆战役”试点，成立重庆战役执行专门负责。人员上，重庆战役聚集全国优秀骨干精英，以红蓝军竞争模式高效开拓市场。策略上，采取会战模式，高举高打，并注重细节。上半年，重庆战役完成挑战目标，快速完成渠道摸排与招商布局，取得阶段性成果。下半年，重庆战役将继续填补空白市场，推进老酒荟、合伙人规模壮大，继续加强终端和消费者服务，提升品牌影响力。我们认为重庆会战的初步成果，为全国推广“会战模式”提供模板，未来有望全国复制，从而加速省外扩张。

四大战略路线清晰，老名酒腾飞可期。

面对市场变化，公司紧抓市场的良性运作，积极维护渠道利益，厂商合作更为融洽，同时积极提升品牌影响力，我们看好舍得作为全国化名酒享受次高端扩容和老酒市场快速成长的巨大潜力。2022 年公司持续推动全国化渠道扩张及渠道深耕，优化渠道结构，扩大终端覆盖面，成立成都联盟体整合客户资源，精准投放和管理费用。同时逐步融入复星生态，突出舍得老酒品牌定位，发挥 12 万吨坛储老酒的规模和品质优势，差异化路线引领老酒复兴。在战略上致力于继续做大、做强白酒业务，向既定的短、中、长期目标发展。在市场运作上全国化可期，东北、西北、华东、华南等地区有望迎来新突破。

盈利预测：

由于 Q2 消费场景受到冲击，我们调整公司 2022-2024 年盈利预测，预计公司实现收入 66.83、86.90、108.50 亿元，实现归母净利润 17.16、22.67、29.60 亿元，对应 PE 为 31.7X、24.0X、18.4X，维持“买入”评级。

风险提示：

市场拓展不及预期，疫情反复，食品安全风险等。

预测和比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,969	6,683	8,690	10,850
增长率(%)	83.8	34.5	30.0	24.9
净利润(百万元)	1,246	1,716	2,267	2,960
增长率(%)	114.4	37.8	32.1	30.6
毛利率(%)	77.8	78.3	78.8	79.0
EPS(元/股，摊薄)	3.71	5.17	6.83	8.91
P/E(倍)	58.0	31.7	24.0	18.4

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立：同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

刘瑞宇：上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk