

# 舍得酒业 (600702)

证券研究报告

2022年08月18日

## 短期承压不改发展进程，产能扩张布局深远

**事件：**公司发布22年中报。公司22H1实现营收30.25亿元，同增26.51%；实现归母净利润8.36亿元，同增13.6%；扣非归母净利润8.11亿元，同增11.38%。其中Q2实现营收11.41亿元，同比-16.27%；归母净利润3.05亿元，同比-29.67%；实现扣非归母净利润2.95亿元，同比-31.28%。

**公司22H1实现营收30.25亿元，同增26.51%。**按季度分，22Q1/Q2公司分别实现营收18.84/11.41亿元，同比+83.25%/-16.27%；**按产品档次分**，22H1公司中高档酒/低档酒营收24.06/4.15亿元，同增28.16%/31.05%，占比分别为85.3%/14.7%，基本维持往期水平；**按区域分**，省内/省外/电商分别实现收入7.58/18.66/1.93亿元，同比增加31.39%/29.79%/7.96%，境外区域实现营收0.03亿元；**按渠道分**，批发代理/电商销售营收26.27/1.93亿元，同增30.41%/7.96%。22H1公司酒类产品新增经销商537家，退出333家，较22Q1末净增加47家。

**毛利率净利率双降，期间费用率升高。**公司22H1毛利率为78.17%，同减0.61pct，其中Q1/Q2毛利率分别为80.83%/73.79%，同比+3.23/-5.89pct。期间费用率27.44%，同增3.21pct，主要是销售费用率增加所致。其中，销售费用率17.38%，同增2.85pct，主要是本期职工薪酬及营销推广活动增加所致；管理费用率9.95%，同增0.52pct，主要是是本期职工薪酬及折旧与摊销费用增加所致。H1在疫情反复压力下，公司通过职工薪酬与营销推广的增加对冲疫情影响，净利率同减3.44pct至27.91%。2022H1，公司经营活动净现金流4.11亿元，同减52.86%，主要是本期加大经营性投入和销售增长导致缴纳的税款相应增加所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金31.25亿元，同增19.85%。合同负债4.32亿元，同减34.31%，主要是上年预收货款本期发货结算，或H1经销商压货量低叠加疫情影响所致。**品牌上，坚持“老酒、双品牌、年轻化、国际化”战略。**“舍得”以“老酒战略”为产品基石，打造次高端价位龙头品牌和老酒品类第一品牌，“沱牌”继续坚持“唤醒+焕新”的品牌策略，将沱牌打造为最具性价比的大众名酒品牌；**营销上，实施老酒“3+6+4”营销策略，启动“会议营销”+“团队会战”为特色的双会战役，强化C端置顶；生产上，公司拟投资建设增产扩能项目以持续推进老酒战略，公司预计总投资70.54亿元，建成后预计新增年产原酒约6万吨，新增原酒储能约34.25万吨，年新增制曲产能约5万吨；项目投产后，正常经营的情况下，年平均净利润预计达13.17亿元。**

**盈利预测：**我们预计22-24年营收65.25/88.02/109.22亿元，同比增长31.31%/34.90%/24.09%；由于公司销售及管理费用增加，叠加沱牌系列占比提升，故我们调整归母净利润预期，预计22-24年归母净利润17.22/24.14/30.54亿元（前次22/23归母净利润19.33/27.18亿元），同比增长38.23%/40.21%/26.50%，EPS为5.19/7.27/9.20元/股，对应PE为31.64/22.57/17.84X，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复对消费场景造成冲击；老酒战略实施效果不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,703.67	4,969.27	6,525.07	8,802.08	10,922.44
增长率(%)	2.02	83.80	31.31	34.90	24.09
EBITDA(百万元)	876.88	1,777.39	2,336.27	3,245.05	4,091.95
净利润(百万元)	581.14	1,245.65	1,721.92	2,414.29	3,054.05
增长率(%)	14.42	114.35	38.23	40.21	26.50
EPS(元/股)	1.75	3.75	5.19	7.27	9.20
市盈率(P/E)	93.75	43.74	31.64	22.57	17.84
市净率(P/B)	15.22	11.36	8.56	6.38	4.83
市销率(P/S)	20.15	10.96	8.35	6.19	4.99
EV/EBITDA	31.66	40.55	21.70	15.17	11.50

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	154.61元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	332.04
流通A股股本(百万股)	329.58
A股总市值(百万元)	51,337.16
流通A股市值(百万元)	50,956.20
每股净资产(元)	16.17
资产负债率(%)	35.42
一年内最高/最低(元)	265.50/129.45

### 作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《舍得酒业-半年报点评:双品牌战略初见成效，渠道布局步步为营》2021-08-31
- 《ST舍得-年报点评报告:舍得开启全方位优化，增速有望持续提升》2021-05-12
- 《ST舍得-公司点评:期待摘帽后的彩虹》2021-04-20

## 1. 舍得酒业 2022H1 半年度财报核心情况

事件：公司发布 22 年中报。公司 22H1 实现营收 30.25 亿元，同增 26.51%；实现归母净利润 8.36 亿元，同增 13.6%；扣非归母净利润 8.11 亿元，同增 11.38%。其中 Q2 实现营收 11.41 亿元，同比-16.27%；归母净利润 3.05 亿元，同比-29.67%；实现扣非归母净利润 2.95 亿元，同比-31.28%。

公司 22H1 实现营收 30.25 亿元，同增 26.51%。按季度分，22Q1/Q2 公司分别实现营收 18.84/11.41 亿元，同比+83.25%/-16.27%；按产品档次分，22H1 公司中高档酒/低档酒营收 24.06/4.15 亿元，同增 28.16%/31.05%，占比分别为 85.3%/14.7%，基本维持往期水平；按区域分，省内/省外/电商分别实现收入 7.58/18.66/1.93 亿元，同比增加 31.39%/29.79%/7.96%，境外区域实现营收 0.03 亿元；按渠道分，批发代理/电商销售营收 26.27/1.93 亿元，同增 30.41%/7.96%。H1 公司酒类产品新增经销商 537 家，退出 333 家，较 Q1 末净增加 47 家。

**毛利率净利率双降，期间费用率升高。**公司 22H1 毛利率为 78.17%，同减 0.61pct，其中 Q1/Q2 毛利率分别为 80.83%/73.79%，同比+3.23/-5.89pct。期间费用率 27.44%，同增 3.21pct，主要是销售费用率增加所致。其中，销售费用率 17.38%，同增 2.85pct，主要是本期职工薪酬及营销推广活动增加所致；管理费用率 9.95%，同增 0.52pct，主要是是本期职工薪酬及折旧与摊销费用增加所致；财务费用率-0.68%，同减 0.13pct。H1 在疫情反复压力下，公司通过职工薪酬与营销推广的增加对冲疫情影响，净利率同减 3.44pct 至 27.91%；净利润 8.44 亿元，同增 12.62%。2022H1，公司经营活动净现金流 4.11 亿元，同减 52.86%，主要是本期加大经营性投入和销售增长导致缴纳的税款相应增加所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金 31.25 亿元，同增 19.85%。合同负债 4.32 亿元，同减 34.31%，主要是上年预收货款本期发货结算，或由于 H1 经销商压货量低叠加疫情影响所致。

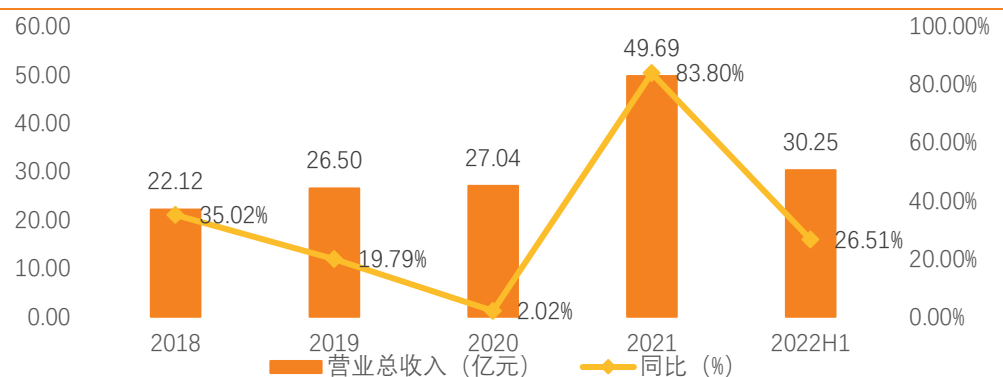
**品牌上，坚持“老酒、双品牌、年轻化、国际化”战略。**“舍得”以“老酒战略”为产品基石，打造次高端价位龙头品牌和老酒品类第一品牌，“沱牌”继续坚持“唤醒+焕新”的品牌策略，将沱牌打造为最具性价比的大众名酒品牌；营销上，实施老酒“3+6+4”营销策略，启动“会议营销”+“团队会战”为特色的双会战役，强化 C 端置顶，积极开展名酒进名企等活动；生产上，公司拟投资建设增产扩能项目以持续推进老酒战略，公司预计总投资 70.54 亿元，建成后预计新增年产原酒约 6 万吨，新增原酒储能约 34.25 万吨，年新增制曲产能约 5 万吨；项目投产后，在公司正常经营的情况下，年平均净利润预计达到 13.17 亿元。

## 2. 舍得酒业 2022H1 财报点评

### 2.1. 营业收入：

公司 2022H1 实现营收 30.25 亿元，同比+26.51%。主要是本期公司持续推进老酒战略，老酒品质进一步得到认可，经销商数量和质量提升明显，忠实消费者越来越多，销售收入增加所致。22Q1/Q2 公司分别实现营收 18.84/11.41 亿元，同比+83.25%/-16.27%。二季度公司经营受疫情扰动影响，Q2 营收同比下降，短期承压。

图 1：2022H1 实现营收 30.25 亿元，同比增长 26.51%

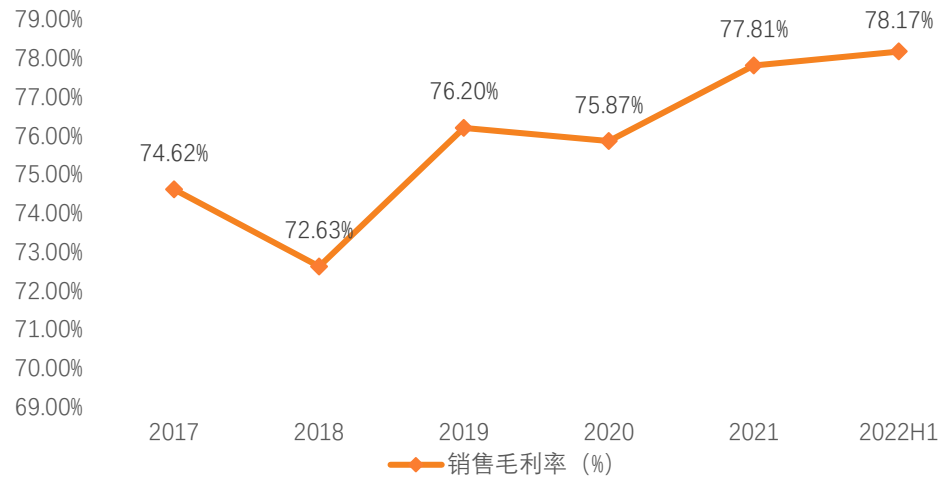


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 毛利率：

毛利率同比略降，公司 22H1 毛利率为 78.17%，同减 0.61pct，其中 22Q1/Q2 毛利率分别为 80.83%/73.79%，分别同比+3.23/-5.89pct，Q2 毛利率下降主要是低档酒占比微升，导致酒吨成本增速大于酒吨价所致。

图 2：舍得酒业毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.3. 期间费用率：

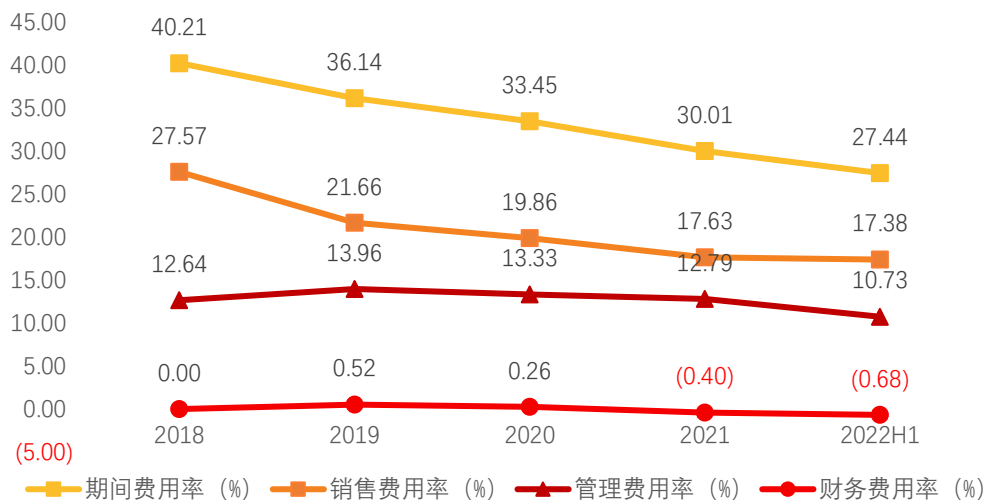
公司 2022H1 期间费用率为 27.44%。

① 销售费用率：公司 2022H1 销售费用率为 17.38%，同比+2.85pcts，主要是本期职工薪酬及营销推广活动增加所致。

② 管理费用率：公司 2022H1 管理费用率为 9.95%，同比+0.52pcts，主要是本期职工薪酬及折旧与摊销费用增加所致。

③ 财务费用率：公司 2022H1 财务费用率为-0.68%，同比增加 -0.12pcts，主要是本期新产品项目研发投入增加所致。

图 3：公司 2022H1 期间费用率为 27.44%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

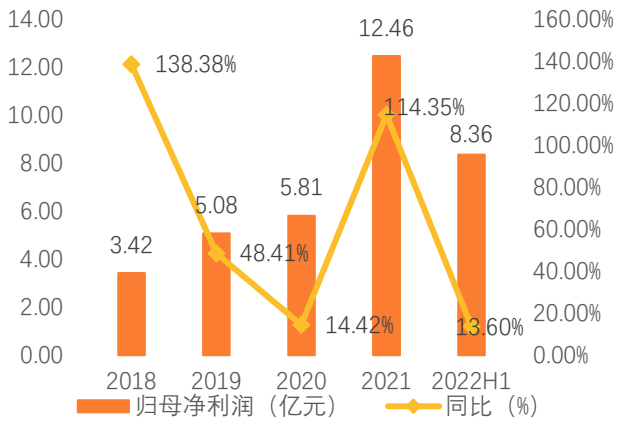
注：图中管理费用包含研发费用

## 2.4. 归母净利润：

2022H1 实现归母净利润 8.36 亿元，同比+13.60%；实现扣非归母净利润 8.11 亿元，同比+11.38%。同时据我们测算，2022Q2 实现归母净利润 3.05 亿元，同比-29.67%；实现扣非归母净利润 2.95 亿元，同比-31.28%。

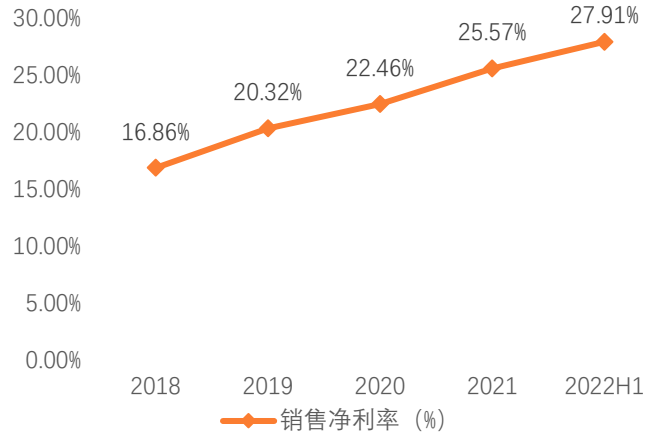
22H1 利润的增长受益于 Q1 开门红的优秀表现，Q2 在疫情反复压力下，公司通过职工薪酬与营销推广的增加对冲疫情影响，公司保留渠道弹性，净利率同减 3.44pct 至 27.91%，业绩表现不及预期。

图 4：公司 2022H1 归母净利润 8.36 亿元，yoy+13.60%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司 2022H1 净利率 27.91%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.5. 现金流：

2022H1，公司经营活动净现金流 4.11 亿元，同减 52.86%，主要是本期加大经营性投入和销售增长导致缴纳的税款相应增加所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金 31.25 亿元，同增 19.85%。

## 3. 盈利预测与估值

我们预计 22-24 年营收 65.25/88.02/109.22 亿元，同比增长 31.31%/34.90%/24.09%；由于公司销售及管理费用增加，叠加沱牌系列占比提升，故我们调整归母净利润预期，预计 22-24 年归母净利润 17.22/24.14/30.54 亿元（前次 22/23 归母净利润 19.33/27.18 亿元），同比增长 38.23%/40.21%/26.50%，EPS 为 5.19/7.27/9.20 元/股，对应 PE 为 31.64/22.57/17.84X，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,347.66	1,972.81	3,891.48	5,416.42	7,635.04
应收票据及应收账款	186.09	203.16	574.04	358.15	746.27
预付账款	42.41	22.70	119.05	46.31	132.20
存货	2,554.13	2,793.75	3,362.75	3,952.13	4,336.20
其他	801.76	1,597.87	938.91	764.51	995.33
<b>流动资产合计</b>	<b>4,932.05</b>	<b>6,590.29</b>	<b>8,886.23</b>	<b>10,537.52</b>	<b>13,845.05</b>
长期股权投资	113.98	13.98	18.98	28.98	43.98
固定资产	822.11	858.42	884.49	1,038.09	1,247.80
在建工程	54.80	105.54	159.67	502.87	985.63
无形资产	274.67	303.96	290.74	291.35	273.36
其他	256.35	221.25	135.17	124.59	132.12
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,521.91</b>	<b>1,503.15</b>	<b>1,489.06</b>	<b>1,985.88</b>	<b>2,682.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,453.96</b>	<b>8,093.44</b>	<b>10,375.29</b>	<b>12,523.39</b>	<b>16,527.95</b>
短期借款	446.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	403.96	552.39	912.34	888.05	1,167.83
其他	1,777.95	2,456.09	2,803.59	2,749.81	3,658.01
<b>流动负债合计</b>	<b>2,627.91</b>	<b>3,008.49</b>	<b>3,715.93</b>	<b>3,637.86</b>	<b>4,825.83</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.75	88.43	59.50	64.23	70.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>44.75</b>	<b>88.43</b>	<b>59.50</b>	<b>64.23</b>	<b>70.72</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,672.66</b>	<b>3,096.91</b>	<b>3,775.43</b>	<b>3,702.09</b>	<b>4,896.55</b>
少数股东权益	201.12	202.40	237.05	285.63	347.09
股本	336.18	332.07	332.04	332.04	332.04
资本公积	890.05	736.05	696.84	696.84	696.84
留存收益	3,511.71	4,520.25	6,030.77	8,203.63	10,952.27
其他	(1,157.76)	(794.25)	(696.84)	(696.84)	(696.84)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,781.30</b>	<b>4,996.52</b>	<b>6,599.86</b>	<b>8,821.30</b>	<b>11,631.40</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,453.96</b>	<b>8,093.44</b>	<b>10,375.29</b>	<b>12,523.39</b>	<b>16,527.95</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	607.27	1,270.72	1,721.92	2,414.29	3,054.05
折旧摊销	98.47	132.06	72.74	81.47	91.42
财务费用	4.66	(25.69)	(50.37)	(79.95)	(112.11)
投资损失	(2.06)	(4.25)	(3.31)	(3.69)	(3.32)
营运资金变动	728.01	1,545.17	(1,029.01)	(189.10)	98.01
其它	(439.17)	(689.33)	34.65	48.58	61.46
<b>经营活动现金流</b>	<b>997.18</b>	<b>2,228.68</b>	<b>746.62</b>	<b>2,271.60</b>	<b>3,189.49</b>
资本支出	225.52	71.00	173.65	584.14	774.42
长期投资	(6.92)	(100.00)	5.00	10.00	15.00
其他	(886.99)	(1,016.30)	1,096.25	(1,179.32)	(1,567.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(668.39)</b>	<b>(1,045.30)</b>	<b>1,274.91</b>	<b>(585.18)</b>	<b>(777.58)</b>
债权融资	446.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	20.56	71.46	69.35	79.97	112.13
其他	(950.42)	(603.16)	(172.21)	(241.45)	(305.42)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(483.86)</b>	<b>(531.69)</b>	<b>(102.86)</b>	<b>(161.48)</b>	<b>(193.29)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(155.07)</b>	<b>651.68</b>	<b>1,918.67</b>	<b>1,524.95</b>	<b>2,218.61</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,703.67</b>	<b>4,969.27</b>	<b>6,525.07</b>	<b>8,802.08</b>	<b>10,922.44</b>
营业成本	652.50	1,102.48	1,335.97	1,688.67	2,035.52
营业税金及附加	384.82	730.56	959.19	1,293.91	1,638.37
销售费用	536.84	875.91	1,141.89	1,540.36	1,856.81
管理费用	339.62	603.12	789.53	1,065.05	1,321.61
研发费用	20.87	32.51	45.68	61.61	76.46
财务费用	7.06	(20.04)	(50.37)	(79.95)	(112.11)
资产/信用减值损失	(10.04)	(2.67)	(7.41)	(7.41)	(3.55)
公允价值变动收益	(0.01)	14.93	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.06	4.25	3.31	3.69	3.32
其他	1.67	(46.13)	(6.61)	(7.38)	(6.65)
<b>营业利润</b>	<b>768.27</b>	<b>1,674.35</b>	<b>2,313.91</b>	<b>3,243.53</b>	<b>4,112.65</b>
营业外收入	46.87	18.65	23.89	29.80	24.11
营业外支出	14.20	8.34	11.21	11.25	10.27
<b>利润总额</b>	<b>800.95</b>	<b>1,684.66</b>	<b>2,326.59</b>	<b>3,262.08</b>	<b>4,126.49</b>
所得税	193.68	413.94	570.01	799.21	1,010.99
<b>净利润</b>	<b>607.27</b>	<b>1,270.72</b>	<b>1,756.57</b>	<b>2,462.87</b>	<b>3,115.50</b>
少数股东损益	26.13	25.07	34.65	48.58	61.46
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>581.14</b>	<b>1,245.65</b>	<b>1,721.92</b>	<b>2,414.29</b>	<b>3,054.05</b>
每股收益(元)	1.75	3.75	5.19	7.27	9.20

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.02%	83.80%	31.31%	34.90%	24.09%
营业利润	7.91%	117.94%	38.20%	40.18%	26.80%
归属于母公司净利润	14.42%	114.35%	38.23%	40.21%	26.50%
<b>获利能力</b>					
毛利率	75.87%	77.81%	79.53%	80.82%	81.36%
净利率	21.49%	25.07%	26.39%	27.43%	27.96%
ROE	16.23%	25.98%	27.06%	28.28%	27.06%
ROIC	25.77%	47.57%	123.29%	92.82%	92.08%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41.41%	38.26%	36.39%	29.56%	29.63%
净负债率	-23.85%	-39.48%	-58.96%	-61.40%	-65.64%
流动比率	1.88	2.19	2.39	2.90	2.87
速动比率	0.90	1.26	1.49	1.81	1.97
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.63	25.53	16.79	18.88	19.78
存货周转率	1.09	1.86	2.12	2.41	2.64
总资产周转率	0.44	0.68	0.71	0.77	0.75
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.75	3.75	5.19	7.27	9.20
每股经营现金流	3.00	6.71	2.25	6.84	9.61
每股净资产	10.78	14.44	19.16	25.71	33.98
<b>估值比率</b>					
市盈率	93.75	43.74	31.64	22.57	17.84
市净率	15.22	11.36	8.56	6.38	4.83
EV/EBITDA	31.66	40.55	21.70	15.17	11.50
EV/EBIT	34.62	42.92	22.40	15.56	11.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com