

舍得酒业(600702)

报告日期: 2022年08月19日

经营节奏掌控力强, 看好后续业绩弹性

——舍得酒业 2022H1 业绩点评报告

● 投资要点

- **事件: 2022H1 公司收入 30.25 亿 (26.51%), 归母净利润 8.36 亿 (13.60%); 2022Q2 公司收入 11.41 亿 (-16.27%); 归母净利润 3.05 亿 (-29.67%), 业绩低于预期。**
- **高档酒受疫情影响短期承压, 强控制力下经营高质量发展**
 22Q2 公司酒类业务收入 10.37 亿元 (-17.95%), 我们认为受疫情影响, 处于次高端可选消费价位的中高档酒动销同比下降: 酒类业务收入 10.37 亿元 (-17.95%), 其中中高档酒/低档酒分别实现收入 8.31 亿元 (-21.05%) / 2.06 亿元 (+2.51%), 占比分别为 80.11% (-3.15%) / 19.89% (+3.15%), 但公司通过多措并举, 在未压货情况下实现回款进度过半优异表现, 业绩低于预期或主因公司为保证价盘稳定, 发货节奏有所控制 (22H1 预收账款同比上升 18.72%、环比上升 43.77%至 4.96 亿元)。22Q2 公司在强经营控制力下实现高质量&留有余力的增长, 薄弱市场实现加速开布局, 看好 22Q3 公司业绩弹性。
- **稳经营下经销商数量提升, 省内市场整体表现稳定**
 分渠道看, 22Q2 电商销售/批发代理/境外分别实现收入 0.68 亿元 (-14.25%) / 9.70 亿元 (-18.13%) / 0.03 亿元, 占比分别为 6.57% (+0.28%) / 93.51% (-0.21%) / 0.24%。在 22Q2 公司价盘/库存稳定下, 公司大力开拓新市场, 使得经销商数量达到 2456 家 (同比增长 412 家, 环比增长 47 家), 平均经销商规模为 39.36 万元 (-32.10%)。市场方面, 受益于省内市场受疫情影响小, 经营业绩表现稳定, 省内/省外分别实现收入 3.03 亿元 (-3.29%) / 6.64 亿元 (-23.84%), 占比分别为 29.21% (+4.43%) / 63.98% (-4.95%)。
- **结构下移叠加费用率提升, 盈利能力短期承压**
 22Q2 毛利率、净利率同比变动-5.89、-5.21 个百分点至 73.79%、27.12%, 主因: 1) 产品结构下移; 2) 期间费用率同比上升 0.49 个百分点至 25.16%, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比变动+1.08、-0.18、-0.41 个百分点至 15.61%、10.56%、-1.00%。
- **舍得品牌势能向上, 沱牌复兴进行时**
公司看点一: 舍得轮动控量保证价盘稳定, 沱牌品牌系列再梳理
 1) 舍得品牌: 轮动控量, 重点放量, 稳定价盘。当前舍得品牌产品线清晰, 藏品舍得、智慧舍得、品味舍得、舍之道分别定位 800-1000、600-800、400-600、200 元价格带, 水晶舍得等产品作为团购补充, 公司通过成立价格治理委员会进一步增强价格管控力。22 年预计公司将对品味舍得、藏品舍得及智慧舍得等产品进行轮动控量以稳定价盘, 品味舍得及藏品舍得为重点产品, 品味舍得及舍之道将为主要放量产品, 而藏品舍得智慧舍得将成为未来 2-3 年放量的储备产品, 从而保证短中长期良性发展结构。另外, 成熟市场舍得品牌做减法, 渠道打造品味舍得、藏品十年, 其他产品则通过圈层营销方式销售;
 2) 沱牌: 重新梳理, 将单独成立沱牌销售公司复兴沱牌。2022 年预计沱牌会继续开发适合市场和经销商的产品, 放开部分定制产品, 其中沱牌曲酒纪念版 (200-300 元) 为龙头, 沱牌特曲 (100-200 元) 为龙身, 高线光瓶酒沱牌特级 T68 和沱牌六粮 (定价 68 和 48 元) 为突破口; 陶醉、特曲 (窖龄) 为利润产品, T68 未潜力放量产品, 未来将单独成立沱牌销售公司来复兴沱牌;
 3) 超高端: 重视度高, 舍不得已推向市场。吞之乎和天子呼为亿级超高端单品, 当前公司重点发展藏品舍得的同时, 超高端单品舍不得已开始推向市场。
公司看点二: 渠道保持高质量发展, 会战模式开启加速市场拓展
 1) 经销商质量不断提升: 当前公司增长主要来源于老商 (预计 100W 以上规模经销商贡献了超 80% 的收入), 由于 2021 年公司加大了县市级招商, 因此呈现百

投资评级: 买入(维持)

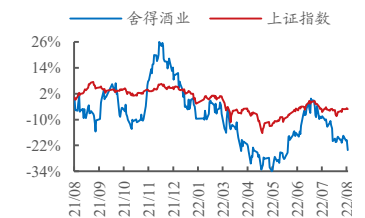
分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230520090001
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 154.61
总市值(百万元)	51,337.16
总股本(百万股)	332.04

股票走势图



相关报告

- 1 《【浙商餐饮】舍得酒业更新点评: 舍得品牌势能向上, 沱牌复兴进行时 (20220530)》
2022.05.31
- 2 《【浙商餐饮】舍得酒业 2022Q1 年业绩点评: 业绩符合预期, 渠道质量稳步提升 (20220421)》
2022.04.22
- 3 《【浙商餐饮】舍得酒业更新报告: 轮动控量再梳理, 舍得进入高质量上升通道 (20220323)》
2022.03.23

万规模以下经销商数量多的局面(其中沱牌占比高),随着公司品牌力提升,公司对招商要求也在逐步提升,未来公司将更注重经销商质量的提升及粘性的增强。

2)会战模式加速市场开拓:公司主要成长来源于重点市场,而非潜力市场及广布局市场,在“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”方向下,今年公司通过采取予以倾斜资源政策的会战模式加速开拓省外市场(分为以招商为主城市(重庆);以深度运作为主(成都)两种模式),同时后续会战将以模板化、组织化模式推进10个城市。

公司看点三:盈利能力稳步提升,产能保障规模扩张

2022年随着公司规模扩大,公司将继续坚持四大战略,并在实行滚动预算下加大战略性投入,整体保持平稳,期待公司规模效应显现推动费用率下降。另外,公司拟投资70.54亿元建设增产扩能项目,建设工期预计为5年,建成后,公司预计将新增年产原酒约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,从而进一步保障后续规模扩张。

□ 盈利预测及估值

随着四大战略逐步落地、经销商稳步拓张,公司有望加速兑现业绩。我们预计2022-2024年公司收入增速分别为36.5%、30.1%、23.4%;归母净利润增速分别为37.2%、34.3%、28.4%,EPS分别为5.1、6.9、8.9元;PE分别为30、22、18倍。考虑到公司改革红利将加速释放,当前估值具有性价比,维持买入评级。

□ 催化剂:白酒需求恢复超预期,批价持续上行。

□ 风险提示:1、疫情反复影响白酒动销;2、老酒战略落地效果不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	4969.3	6781.8	8825.2	10893.9
(+/-)(%)	83.8%	36.5%	30.1%	23.4%
归母净利润	1245.7	1709.0	2294.5	2946.4
(+/-)(%)	114.3%	37.2%	34.3%	28.4%
每股收益(元)	3.8	5.1	6.9	8.9
P/E	41.3	30.1	22.4	17.5

资料来源:浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6590	8351	10855	14044
现金	1973	3001	4089	7041
交易性金融资产	1416	708	1062	885
应收账款	203	399	550	646
其它应收款	38	483	786	610
预付账款	23	69	73	70
存货	2794	3473	4077	4600
其他	144	218	218	193
非流动资产	1503	2054	2448	2571
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	14	83	70	56
固定资产	858	979	1131	1245
无形资产	304	348	409	448
在建工程	98	398	559	527
其他	229	247	279	295
资产总计	8093	10405	13303	16615
流动负债	3008	3691	4426	4942
短期借款	0	0	0	0
应付款项	552	803	915	1002
预收账款	3	219	99	160
其他	2453	2669	3412	3780
非流动负债	88	60	64	71
长期借款	0	0	0	0
其他	88	60	64	71
负债合计	3097	3750	4490	5013
少数股东权益	202	237	283	342
归属母公司股东权益	4794	6418	8530	11261
负债和股东权益	8093	10405	13303	16615

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4969	6782	8825	10894
营业成本	1102	1371	1609	1815
营业税金及附加	731	997	1297	1602
营业费用	876	1316	1677	2092
管理费用	603	834	1191	1471
研发费用	33	44	58	71
财务费用	(20)	(33)	(49)	(79)
资产减值损失	(3)	(18)	(20)	(20)
公允价值变动损益	15	15	15	15
投资净收益	4	4	3	4
其他经营收益	14	11	12	13
营业利润	1674	2301	3092	3974
营业外收支	10	11	11	11
利润总额	1685	2311	3103	3985
所得税	414	568	762	979
净利润	1271	1743	2341	3006
少数股东损益	25	34	46	59
归属母公司净利润	1246	1709	2294	2946
EBITDA	1787.1	2365.6	3159.7	4025.7
EPS (最新摊薄)	3.8	5.1	6.9	8.9

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	83.8%	36.5%	30.1%	23.4%
营业利润	117.9%	37.4%	34.4%	28.5%
归属母公司净利润	114.3%	37.2%	34.3%	28.4%
获利能力				
毛利率	77.8%	79.8%	81.8%	83.3%
净利率	25.6%	25.7%	26.5%	27.6%
ROE	28.4%	29.3%	29.7%	28.9%
ROIC	25.8%	26.6%	26.9%	26.1%
偿债能力				
资产负债率	38.3%	36.0%	33.8%	30.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.2	2.3	2.5	2.8
速动比率	1.3	1.3	1.5	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	29.5	27.4	22.5	23.8
应付账款周转率	4.7	4.1	3.9	3.9
每股指标(元)				
每股收益	3.8	5.1	6.9	8.9
每股经营现金	6.7	3.2	6.2	9.4
每股净资产	14.4	19.3	25.7	33.9
估值比率				
P/E	41.3	30.1	22.4	17.5
P/B	10.7	8.0	6.0	4.6
EV/EBITDA	40.5	20.3	14.8	10.9

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流				
净利润	2229	1052	2043	3136
折旧摊销	1271	1743	2341	3006
财务费用	132	92	110	124
投资损失	(20)	(33)	(49)	(79)
营运资金变动	(4)	(4)	(3)	(4)
其它	1445	(43)	312	658
投资活动现金流	(595)	(704)	(667)	(569)
资本支出	(1045)	28	(821)	(47)
长期投资	(87)	(487)	(391)	(174)
其他	177	(120)	21	26
筹资活动现金流	(1135)	636	(451)	101
短期借款	(532)	(52)	(134)	(137)
长期借款	(446)	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	(86)	(52)	(134)	(137)

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>