

疫情冲击下场景受限，短期业绩承压

2022 年 08 月 21 日

► **事件：**2022 年 8 月 17 日，公司发布 2022 年中报，22H1 实现营收 30.3 亿元，同增 26.5%；实现归母净利润 8.4 亿元，同增 13.7%，期末合同负债余额 4.3 亿元，同增 17.0%。单二季度看，公司实现营收 11.4 亿元，同减 16.3%；实现归母净利润 3.1 亿元，同减 29.7%，二季度业绩承压，主要归因于商务社交、宴席等消费场景受限。

► **消费场景受限，22Q2 中高档产品稳价控量，渠道经销商仍在优化。**公司主流次高端价位产品对商务宴席场景敏感度高，三月份以来疫情散点多发，区域社交频次降低，聚饮市场、宴席市场、商务宴请等受到影响。**产品结构方面：**22H1 中高档/低档产品分别实现收入 24.1/4.2 亿元，同增 28.2%/31.0%，产品占比分别为 85.3%/14.7%，同比-0.3/+0.3pcts；其中 Q2 实现收入 8.3/1.1 亿元，同减 21.1%/2.5%，低档酒相对表现良好。**渠道市场方面：**22H1 批发代理/电商销售收入 26.3/1.9 亿元，同增 30.4%/8.0pcts，其中 Q2 批发代理/电商销售收入 9.7/0.7 亿元，同减 18.1%/14.3%。22H1 省内/省外分别实现收入 7.6/18.7 亿元，同增 31.4%/29.8%，其中 Q2 省内/省外实现收入 3.0/6.6 亿元，同减 3.3%/23.8%，省内市场受疫情冲击相对较小。22H1 公司经销商数量为 2456 家，新增经销商 537 家，退出经销商 333 家，22Q2 末较 22Q1 末增加 47 家。22H1 单个经销商规模约 107.0 万元，同增 8.5%。

► **Q2 业绩承压，费用投放维持稳定。**22H1 公司毛利率 78.2%，同减 0.6pcts；净利率 27.9%，同减 3.7pcts，其中 Q2 毛利率下滑 5.9pcts 至 73.8%。费用方面整体维持稳定，公司维持市场营销费用投入，提高职工薪酬，22Q2 销售费用率同增 1.1pcts 至 15.6%；管理费用率 9.1%，同减 0.8pcts。22H1 末合同负债余额 4.32 亿元，同增 17.0%。我们认为，未来公司的直接增长点仍将是品味舍得产品的价格刚性维持下的新区域招商布局 and 沱牌系列产品的招商汇量，预期外部需求动力逐步转强和场景限制减少后商务社交升频。

► **投资建议：**短期内增长压力主要来自外部需求侧，公司控制市场发货节奏，维持价格链稳定，品味舍得等主力产品价值链维持稳定仍是核心，预期伴随外部经济预期的好转，商务差旅恢复与场景限制的解除，次高端动销也将逐步复苏。我们认为公司坚持 16 条经营计划和长期主义，“沱牌、舍得”双品牌全国化招商落地与产品结构提升仍是未来重要增长点。基于以上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 16.7/21.5/27.7 亿元，对应 EPS 分别为 5.02/6.48/8.33 元，当前股价对应 PE 分别为 31/24/19 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复影响产品价盘及库存；次高端消费场景恢复不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格：

154.99 元



分析师

王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

相关研究

1. 舍得酒业 (600702.SH) 事件点评：16 条经营计划，坚守长期主义与共赢利他思维-2022/05/31
2. 舍得酒业 (600702.SH) 一季报点评：一季度业绩延续快速增长，增产扩能强化老酒优势-2022/04/21
3. 舍得酒业 (600702.SH) 2021 年年报点评：“舍得”“沱牌”双轮驱动，“老酒战略”推动全国化布局-2022/03/18
4. 舍得酒业 (600702.SH) 一季度预增公告点评：一季度收入预增 80%， “老酒战略” 积极可为-2022/03/16
5. 2021 年翻倍增长，成长动能不减-2022/01/19

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4969	6736	8762	11093
增长率 (%)	83.8	35.6	30.1	26.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1246	1666	2152	2767
增长率 (%)	114.3	33.7	29.2	28.6
每股收益 (元)	3.75	5.02	6.48	8.33
PE	41	31	24	19
PB	10.7	8.3	6.1	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 19 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4969	6736	8762	11093
营业成本	1102	1451	1903	2428
营业税金及附加	731	990	1288	1631
销售费用	876	1276	1647	2078
管理费用	603	835	1069	1309
研发费用	33	46	57	70
EBIT	1635	2168	2832	3620
财务费用	-20	-55	-30	-59
资产减值损失	-3	-6	-6	-6
投资收益	4	6	7	9
营业利润	1674	2198	2843	3659
营业外收支	10	10	10	10
利润总额	1685	2209	2853	3669
所得税	414	543	701	902
净利润	1271	1666	2152	2767
归属于母公司净利润	1246	1666	2152	2767
EBITDA	1801	2339	3009	3800

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1973	1870	4863	7056
应收账款及票据	203	535	435	687
预付款项	23	73	86	94
存货	2794	4656	5108	7354
其他流动资产	1598	2837	2671	2657
流动资产合计	6590	9971	13163	17848
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	858	860	861	864
无形资产	304	359	432	485
非流动资产合计	1503	1518	1540	1566
资产合计	8093	11489	14704	19414
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	552	1171	1023	1694
其他流动负债	2456	3821	5022	6282
流动负债合计	3008	4992	6045	7975
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	88	88	88	88
非流动负债合计	88	88	88	88
负债合计	3097	5080	6133	8064
股本	332	332	332	332
少数股东权益	202	202	202	202
股东权益合计	4997	6409	8571	11350
负债和股东权益合计	8093	11489	14704	19414

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	83.80	35.55	30.08	26.60
EBIT 增长率	108.77	32.56	30.65	27.83
净利润增长率	114.35	33.74	29.18	28.59
盈利能力 (%)				
毛利率	77.81	78.46	78.28	78.11
净利润率	25.07	24.73	24.56	24.95
总资产收益率 ROA	15.39	14.50	14.64	14.26
净资产收益率 ROE	25.98	26.84	25.72	24.83
偿债能力				
流动比率	2.19	2.00	2.18	2.24
速动比率	1.25	1.05	1.32	1.30
现金比率	0.66	0.37	0.80	0.88
资产负债率 (%)	38.26	44.22	41.71	41.54
经营效率				
应收账款周转天数	12.22	18.46	18.23	15.93
存货周转天数	873.14	924.93	924.93	924.93
总资产周转率	0.68	0.69	0.67	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	3.75	5.02	6.48	8.33
每股净资产	14.44	18.69	25.20	33.57
每股经营现金流	6.71	1.01	9.57	7.17
每股股利	0.80	0.80	0.80	0.80
估值分析				
PE	41	31	24	19
PB	10.7	8.3	6.1	4.6
EV/EBITDA	27.51	21.23	15.51	11.70
股息收益率 (%)	0.52	0.52	0.52	0.52

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1271	1666	2152	2767
折旧和摊销	166	171	177	180
营运资金变动	844	-1508	847	-568
经营活动现金流	2229	335	3178	2382
资本开支	-205	-200	-222	-239
投资	-1300	26	34	45
投资活动现金流	-1045	-168	-180	-184
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-446	0	0	0
筹资活动现金流	-532	-270	-4	-4
现金净流量	651	-103	2994	2193

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026