

舍得酒业 (600702.SH)

逆境中坚守低库存运作，积极看好动销逐季改善

买入

核心观点

2022Q2 疫情冲击下业绩出现短期调整，后续看好 2022H2 基本面的环比改善。 2022Q2 公司营收/归母净利润 11.41/3.05 亿元，同比下滑 16.3%/29.6%，疫情冲击下受损明显。其中，中高档酒/低档酒 22Q2 实现营收 8.31/2.06 亿元，同比下滑 21.1%/2.5%，带动整体毛利率/净利率同比下滑 5.9/5.2pcts，主要系：1) 疫情 Q2 各地疫情散发导致商务宴请等消费场景中，次高端价位受损相对严重。2) 舍得坚定执行“3+6+4”老酒战略，Q2 行业调整期保持战略定力，继续采取低库存、高周转的渠道政策，保持渠道库存合理良性；3) 2022H1 舍得开始主动不再新增沱牌定制开发业务，动态优化产品结构。展望中秋旺季，在疫情得控和稳增长政策的双重作用下，舍得作为次高端弹性标的，或持续受益商务宴请场景的强复苏，后续积极看好舍得基本面环比改善。

2022Q2 舍得现金流相对稳健，“3+6+4”老酒战略引领下采取低库存运作。 从费用端看，22Q2 舍得销售费用率维持在 15.6%，同比提升 1.1pcts，主要系：1) 上年同期舍得处于快速招商期，部分销售费用投放后置；2) 22Q2 疫情冲击下，部分渠道费用投放暂时受阻。后续，我们积极看好销售费用率在规模效应&精准优化投放的双重带动下，全年保持费率相对稳定。从现金流来看，二季度末合同负债为 4.32 亿，同比提升 0.62 亿元，2022Q2 舍得收现 13.07 亿元，同比下滑 3.71%。考虑到 2021Q2 是舍得招商回款的高峰节点，我们预计舍得在保底目标回款的正常进度下，选择采取不压库的方式运作。

舍得主动梳理产品结构，老酒战略引领次高端全国化的差异化路径。 舍得 Q2 采取健康稳健的渠道库存运作模式，主动给经销商回款“减负”。2022H1 业绩增长更多来自老市场、老客户、老产品持续复苏带来的增长，并非是短期铺货招商带来的增长（疫情期间招商相对受阻&主动叫停沱牌定制开发业务）。公司 22H1 主动调整高端产品的发展梯次，重点打造 800 元价位的藏品舍得，以老酒战略差异化路径实现品牌价值的提升。后续随着五代品味舍得上市，或继续梳理 400 元价位主力单品价格体系，达到顺价销售良性循环。

投资建议：考虑疫情影响下公司销售节奏放缓，市场拓张步伐放慢，下调 2022-2024 年盈利预测，但中长期看好未来全国化稳步推进带动业绩稳健增长，预计 2022-2024 年营收为 63.6/82.4/102.2 亿元（同比+28%/29%/24%，下调幅度-7%/-9%/-10%），归母净利润为 16.1/22.0/28.8 亿元（同比+30%/36%/31%，下调幅度-15%/-15%/-15%），EPS 为 4.86/6.63/8.68 元（前值 5.73/7.84/10.26 元），当前股价对应 PE 为 34/25/19x，维持买入评级。

风险提示：宏观经济波动；疫情大面积反复；全国化扩张不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,704	4,969	6,363	8,239	10,217
(+/-%)	2.0%	83.8%	28.0%	29%	24.0%
净利润(百万元)	581	1,246	1,615	2,200	2,883
(+/-%)	14.4%	114.3%	29.6%	36.2%	31.0%
每股收益(元)	1.73	3.75	4.86	6.63	8.68
EBIT Margin	28.4%	32.7%	33.3%	35.2%	37.0%
净资产收益率 (ROE)	16.2%	26.0%	26.3%	27.5%	27.4%
市盈率 (PE)	94.9	43.7	33.7	24.8	18.9
EV/EBITDA	68.5	33.4	26.5	20.0	15.6
市净率 (PB)	15.41	11.37	8.86	6.80	5.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：李依琳

010-88005029

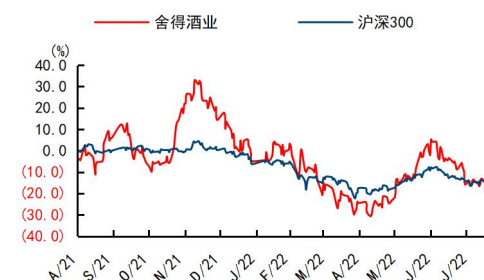
liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	164.08 元
总市值/流通市值	54475/54310 百万元
52 周最高价/最低价	265.50/129.45 元
近 3 个月日均成交额	1342.27 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《舍得酒业 (600702.SH) - 2021 年业绩增长 114%，舍得沱牌齐头并进》——2022-03-21
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 2022 年 1 季度收入增长 80%，发展后劲仍足》——2022-03-17
- 《舍得酒业-600702-重大事件快评：2021 年业绩高速增长，2022 年业绩弹性有望延续》——2022-01-19
- 《舍得酒业-600702-2021 年三季报点评：21Q3 增长稳定有余力，向上势能有延续》——2021-10-22
- 《国信证券-舍得酒业-600702-深度报告：内外发展共振，老酒赋能助力舍得复兴》——2021-06-02

2022Q2 因疫情反复影响，公司业绩短期承压，产品结构变化致毛利率下滑。2022H1 公司实现营收 30.3 亿元（+26.5%），归母净利润 8.4 亿元（+13.6%）；2022Q2 公司实现营收 11.4 亿元（-16.3%），归母净利润 3.0 亿元（-29.7%），Q2 收入下滑主要系 3 月以来局部地区疫情反复对次高端白酒销售造成了较大影响，4-5 月公司调整销售节奏，主动控货帮助渠道去库存，利润增速低于收入增速主要系低档酒受疫情冲击较中高档酒相对较小，低档酒占比提升使得毛利率下滑。2022Q2 公司毛利率和净利率分别为 73.8%/27.1%（-5.9pct/-5.2pct），二者下滑主要因产品结构变化，另外净利率下降也与销售费用率提升有关，其他费率及税金率波动不大，2022Q2 销售/管理费用率分别为 15.6%/10.6%（+1.1pct/-0.2pct），主要系 5 月中旬疫情缓和后，公司加大宴席费用投入力度且在部分薄弱市场开展会战以抢抓消费回补。后续，我们积极看好销售费用率在规模效应&精准优化投放的双重带动下，全年保持费率相对稳定。

2022Q2 舍得控量挺价，沱牌表现较佳，渠道和市场基础不断夯实。分产品看，2022H1 公司中高档/低档酒收入分别为 24.1/4.1 亿元（+28.2%/+31.0%）；2022Q2 公司中高档/低档酒收入分别为 8.3/2.1 亿元（-21.1%/-2.5%），中高档酒收入占比为 80.1%（-3.2pct），主要系疫情使得宴席、聚饮等消费场景丧失，对舍得系列次高端产品冲击相对低端酒更大，公司注重渠道健康，主动对舍得采取控量挺价措施，以求强动销、去库存，市场基础逐步夯实，沱牌单品销量取得较快增长，舍得渠道库存保持良性。分区域看，2022H1 公司省内/省外收入分别为 7.6/18.7 亿元（+31.4%/+29.8%），占比分别为 26.9%/66.1%（+0.6pct/+0.6pct）；2022Q2 公司省内/省外收入分别为 3.0/6.6 亿元（-3.3%/-23.8%），占比分别为 29.2%/64.0%（+4.4pct/-5.0pct），疫情冲击下省外销售有所受阻。招商方面，2022Q2 公司新增/减少经销商 287/240 家，净增 47 家，经销商队伍不断优化。

渠道扎实运作方能行稳致远，基本面有望持续环比改善。2022Q2 公司采取健康稳健的渠道库存运作模式，在全国八大分仓的赋能下，主动给经销商回款“减负”。2022H1 公司的业绩增长更多来自老市场、老客户、老产品持续复苏带来的增长，并非是短期铺货招商带来的增长（疫情期间招商相对受阻&主动叫停沱牌定制开发新增业务）。2 季度舍得控量维持渠道良性，当下随旺季临近，终端动销反馈趋暖，中秋有望平稳渡过。展望后续，疫情形势趋好、防疫政策精准、需求持续回暖下，舍得品牌成长势能仍足，有望持续受益商务宴请场景的强复苏，后续积极看好舍得基本面逐季改善。

舍得主动梳理产品结构，第五代品味舍得上市在即。2022H1 公司开始主动调整高端产品的发展梯次，重点打造 800 元价位的藏品舍得，继续推进老酒战略走差异化路径实现品牌价值的提升。此外，第五代品味舍得有望于中秋前投放市场，400 元主力价位优势地位将进一步夯实，且提价效应下半年有望逐步显现，进而带动产品结构和毛利率回升。

投资建议：考虑疫情影响下公司销售节奏放缓，市场拓张步伐放慢，低档酒受疫情冲击较小收入占比会有所上升，以及为抢抓消费回补会维持一定营销投入力度，下调 2022-2024 年盈利预测，但中长期看公司品牌成长势能仍足，看好未来全国化稳步推进带动业绩稳健增长，预计 2022-2024 年营收为 63.6/82.4/102.2 亿元（同比 +28%/29%/24%，下调幅度 -7%/-9%/-10%），归母净利润为 16.1/22.0/28.8 亿元（同比 +30%/36%/31%，下调幅度 -15%/-15%/-15%），EPS 为 4.86/6.63/8.68 元（前值 5.73/7.84/10.26 元），当前股价对应 PE 为 34/25/19x，维持买入评级。

表1：公司业绩拆分和盈利预测

产品	项目	2021A	2022E	2023E	2024E
中高档酒	营业收入（百万元）	3,874.3	5,003.6	6,523.7	8,102.4
	同比增速	81.9%	29.2%	30.4%	24.2%
	毛利率	87.3%	87.6%	88.2%	89.0%
低档酒	营业收入（百万元）	702.9	956.5	1,301.5	1,692.7
	同比增速	218.7%	36.1%	36.1%	30.1%
	毛利率	49.8%	49.9%	50.0%	50.1%
合计	营业收入（百万元）	4,969.3	6,362.8	8,238.9	10,216.5
	同比增速	83.8%	28.0%	29.5%	24.0%
	毛利率	77.8%	78.4%	79.3%	80.1%
销售费用率		17.6%	18.0%	17.6%	17.0%
管理费用率		11.8%	11.6%	11.3%	11.0%
归母净利润（百万元）		1,245.7	1,614.9	2,200.3	2,882.5
同比增速		114.3%	29.6%	36.2%	31.0%

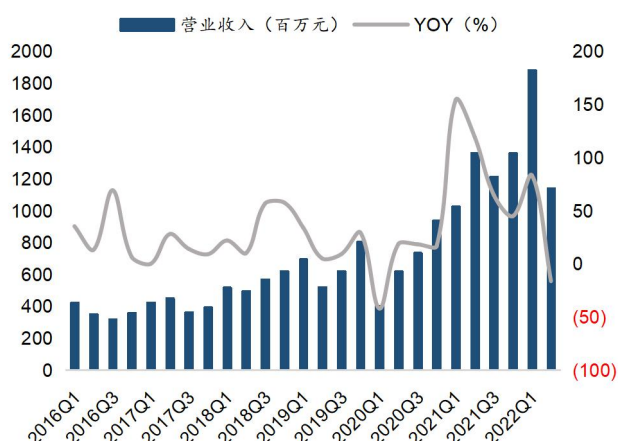
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表2：公司盈利预测调整对比

产品	项目	2021A	2022E	2023E	2024E
调整前	营业收入（百万元）	4,969.3	6,851.0	9,063.6	11,335.3
	同比增速（%）	83.8%	37.9%	32.3%	25.1%
	归母净利润（百万元）	1245.7	1901.4	2603.1	3407.9
	同比增速（%）	114.3%	52.6%	36.9%	30.9%
	毛利率（%）	77.8%	79.0%	80.3%	81.3%
	销售费用率（%）	17.6%	17.0%	16.7%	16.4%
调整后	营业收入（百万元）	4,969.3	6,362.8	8,238.9	10,216.5
	同比增速（%）	83.8%	28.0%	29.5%	24.0%
	归母净利润（百万元）	1,245.7	1,614.9	2,200.3	2,882.5
	同比增速（%）	114.3%	29.6%	36.2%	31.0%
	毛利率（%）	77.8%	78.4%	79.3%	80.1%
	销售费用率（%）	17.6%	18.0%	17.6%	17.0%
调整幅度	营业收入（%）	-	-7%	-9%	-10%
	同比增速（pct）	-	-10%	-3%	-1%
	归母净利润（%）	-	-15%	-15%	-15%
	同比增速（pct）	-	-23%	-1%	0%
	毛利率（pct）	-	-1%	-1%	-1%
	销售费用率（pct）	-	1%	0.6%	0%

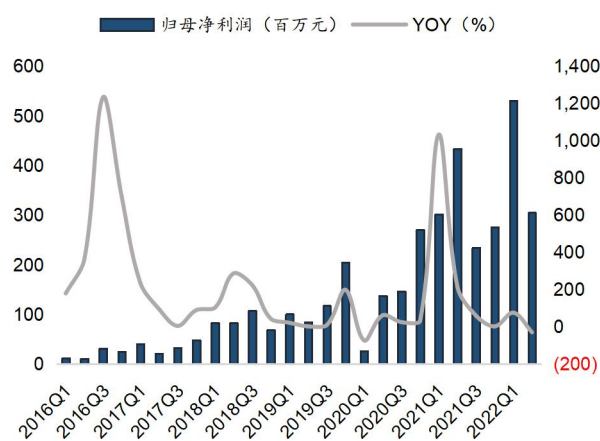
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

图1：舍得酒业单季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



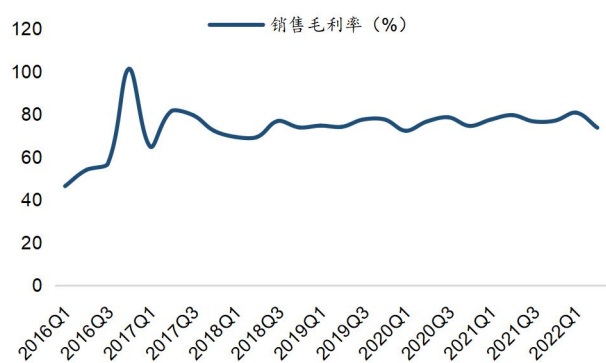
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：舍得酒业单季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



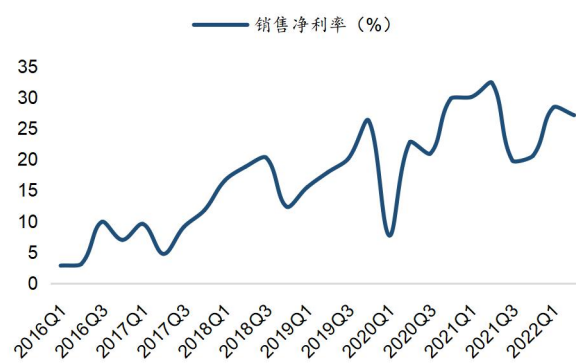
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：舍得酒业单季度销售毛利率（单位：%）



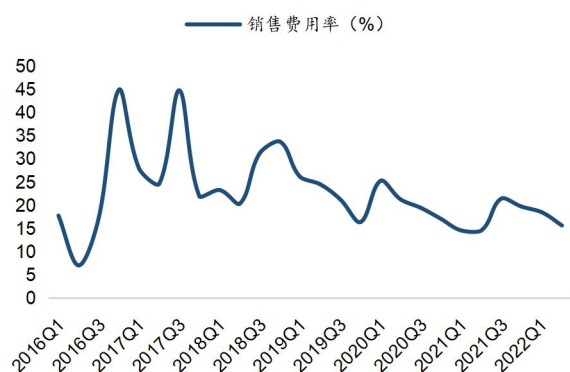
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：舍得酒业单季度销售净利率（单位：%）



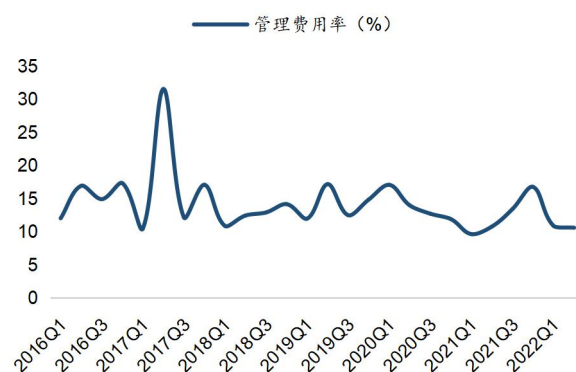
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：舍得酒业单季度销售费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：舍得酒业单季度管理费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1348	1973	1718	3042	4596	营业收入	2704	4969	6363	8239	10217
应收款项	696	241	797	1032	1280	营业成本	653	1102	1372	1707	2034
存货净额	2554	2794	5034	6366	7730	营业税金及附加	385	731	935	1203	1492
其他流动资产	335	167	500	648	804	销售费用	537	876	1145	1450	1737
流动资产合计	4932	6590	9466	12504	15826	管理费用	340	603	750	943	1136
固定资产	877	964	1106	1255	1413	研发费用	21	33	38	37	41
无形资产及其他	275	304	292	280	267	财务费用	7	(20)	(36)	(43)	(84)
投资性房地产	256	221	221	221	221	投资收益	2	4	4	3	4
长期股权投资	114	14	(39)	(116)	(181)	资产减值及公允价值变动	10	18	12	13	14
资产总计	6454	8093	11046	14143	17547	其他收入	(27)	(25)	(38)	(37)	(41)
短期借款及交易性金融负债	446	0	429	292	240	营业利润	768	1674	2174	2959	3879
应付款项	404	552	858	1085	1317	营业外净收支	33	10	10	10	10
其他流动负债	1778	2456	3281	4371	5026	利润总额	801	1685	2184	2969	3889
流动负债合计	2628	3008	4568	5748	6583	所得税费用	194	414	537	724	949
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	26	25	32	44	58
其他长期负债	45	88	100	119	144	归属于母公司净利润	581	1246	1615	2200	2883
长期负债合计	45	88	100	119	144	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2673	3097	4668	5866	6727	净利润	581	1246	1615	2200	2883
少数股东权益	201	202	230	267	317	资产减值准备	1	(7)	1	0	0
股东权益	3580	4794	6148	8010	10503	折旧摊销	75	98	108	125	141
负债和股东权益总计	6454	8093	11046	14143	17547	公允价值变动损失	(10)	(18)	(12)	(13)	(14)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	7	(20)	(36)	(43)	(84)
每股收益	1.73	3.75	4.86	6.63	8.68	营运资本变动	(250)	1281	(1987)	(379)	(855)
每股红利	0.36	0.34	0.79	1.02	1.17	其它	20	30	27	37	50
每股净资产	10.65	14.44	18.51	24.12	31.63	经营活动现金流	417	2630	(249)	1971	2204
ROIC	14.47%	32.64%	37%	41%	46%	资本开支	0	(179)	(226)	(249)	(273)
ROE	16.23%	25.98%	26%	27%	27%	其它投资现金流	0	(1416)	0	0	0
毛利率	76%	78%	78%	79%	80%	投资活动现金流	7	(1495)	(172)	(172)	(208)
EBIT Margin	28%	33%	33%	35%	37%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	35%	35%	37%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	2%	84%	28%	29%	24%	支付股利、利息	(121)	(113)	(261)	(338)	(390)
净利润增长率	14%	114%	30%	36%	31%	其它融资现金流	(435)	(285)	429	(137)	(51)
资产负债率	45%	41%	44%	43%	40%	融资活动现金流	(677)	(510)	167	(475)	(441)
股息率	0.2%	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%	现金净变动	(253)	625	(254)	1324	1554
P/E	94.9	43.7	33.7	24.8	18.9	货币资金的期初余额	1601	1348	1973	1718	3042
P/B	15.4	11.4	8.9	6.8	5.2	货币资金的期末余额	1348	1973	1718	3042	4596
EV/EBITDA	68.5	33.4	26.5	20.0	15.6	企业自由现金流	0	2426	(505)	1689	1868
						权益自由现金流	0	2141	(49)	1585	1880

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032