

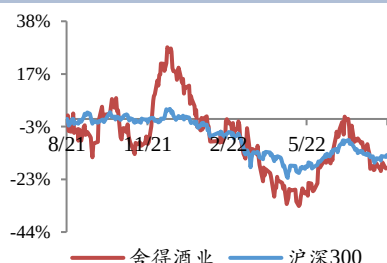
压力之下主动调节节奏，后半程蓄力待发

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-18

收盘价（元）	164.08
近 12 个月最高/最低（元）	157.90/134.41
总股本（百万股）	332
流通股本（百万股）	330
流通股比例（%）	99.26
总市值（亿元）	545
流通市值（亿元）	541

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月17日晚，舍得酒业发布2022年业绩中报，22Q2/H1分别实现营业收入11.41亿元/30.25亿元，同比变动-16.3%/+26.5%；22Q2/H1分别实现归母净利润3.05亿元/8.36亿元，较去年同期分别-29.7%/+13.6%；扣非后归母净利润2.95亿元/8.11亿元，同比变动-31.3%/+11.4%。上半年销售毛利率78.17%，较去年同期下降0.61pct。

● 疫情之下中高档酒承压，沱牌表现相对稳定

分产品来看，中高档酒22H1/Q2分别实现收入24.06亿元/8.31亿元，同比+28.2%/-21.1%；低档酒22H1/Q2分别实现收入4.15亿元/2.06亿元，同比+31.0%/-2.5%，玻瓶上半年实现收入1.83亿元，同比小幅提升1.7%。公司面临次高端消费场景失速的同时，策略上也选择优先保价，对舍得系列造成一定影响，而偏向大众消费的沱牌销量相对更稳。分渠道来看，批发代理/电商销售上半年分别实现增长30.4%/8.0%，单二季度电商占比得到小幅提升。分地区来看，省内/省外市场上半年分别实现增长31.4%/29.8%，省外占比进一步提升至66.1%。国内经销商数量2456家，较年初增加204家，环比一季度末增加47家，整体上依旧维持了全国化招商的进程。

● 盈利能力短期承压，预收款表现突出

公司22H1毛利率78.17%，同比下降0.6pct，酒类业务整体毛利率81.25%，同比下降1.2pct，系低档酒产品占比提升所致。税金及附加率14.49%，同比提升0.54pct。期间费用率27.44%，同比增加3.21pct，主要系销售费用率提升所致，公司上半年大幅增加了广告及市场宣传费用，同时提高了职工薪酬，销售费用率提升3.21%；管理费用方面，整体费率9.95%，同比提升0.52pct，单二季度有所减少。综合来看，公司在淡季有积极寻求主动控费，但上半年盈利能力仍受到一定影响，致使归母净利率27.62%，较去年同期下降了3.14pct。公司上半年经营活动净现金流4.11亿元，其中销售回款31.25亿元，经营活动现金流同比减少较多，主要系经营性投入增加且销售增长导致缴纳税款相应增加所致。二季度末合同负债4.32亿元，环比一季度末增加0.41亿元，显示预收账款整体表现优异。

● 渠道维护卓有成效，业绩有望后程发力

公司上半年面对疫情压力，果断选择控货挺价，保证渠道端整体健康稳定，目前来看取得了不错的效果，渠道端库存保持良性，整体在1.5至2个月左右。短期来看，伴随消费场景持续修复，公司8月往后发货进入加速阶段，同时渠道反馈公司积极备战中秋，有望旺季实

现发力；新品方面，前期有力稳定品味舍得批价在 350 元左右，对下半年第五代品味舍得导入衔接打好了坚实基础，有望成功布局更高价格带，实现量价齐升的边际弹性修复。中长期来看，公司全国化进程稳步推进，华东、华南未来有望贡献增量，股东层面复兴入主后积极带动协同赋能，提升公司长期价值，战略层面，“3+6+4”老酒战略、“舍得+沱牌”双价格带覆盖等实现了对渠道建设、品牌教育、产品矩阵的多重保障。在次高端持续扩容与优势品牌不断集中的大趋势下，公司具备长期竞争优势。

● 投资建议

我们认为公司短期业绩筑底，长期享受行业及改革红利，当前可能迎来合适的击球点。我们预计公司 2022 年-2024 年分别实现营业收入 68.69、90.06、108.97 亿元，（同比增速 38.2%、31.1%、21.0%），归母净利润 17.07、24.90、31.52 亿元（同比增速 37.0%、45.9%、26.6%），对应 EPS 预测为 5.14、7.50、9.49 元，对应 PE 分别 32、22、17 倍。维持公司“买入”评级

● 风险提示

- （1）宏观经济波动风险；
- （2）次高端行业景气度下滑；
- （3）复兴赋能不及预期；

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4969	6869	9006	10897
收入同比（%）	83.8%	38.2%	31.1%	21.0%
归属母公司净利润	1246	1707	2490	3152
净利润同比（%）	114.3%	37.0%	45.9%	26.6%
毛利率（%）	77.8%	78.9%	80.3%	80.6%
ROE（%）	26.0%	27.4%	28.5%	26.5%
每股收益（元）	3.78	5.14	7.50	9.49
P/E	60.09	31.92	21.88	17.29
P/B	15.74	8.74	6.24	4.59
EV/EBITDA	40.84	22.44	14.68	10.87

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	6590	9405	1205	1692					
现金	1973	2167	5334	9075					
应收账款	151	612	138	467					
其他应收款	38	1107	394	211					
预付账款	23	87	89	63					
存货	2794	3647	4228	5148					
其他流动资产	1612	1785	1867	1962					
非流动资产	1503	1520	1530	1540					
长期投资	14	14	14	14					
固定资产	858	820	785	752					
无形资产	304	324	339	354					
其他非流动资产	327	361	392	420					
资产总计	8093	1092	1358	1846					
流动负债	3008	4364	4510	6212					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	278	527	162	658					
其他流动负债	2730	3837	4348	5554					
非流动负债	88	88	88	88					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	88	88	88	88					
负债合计	3097	4452	4599	6300					
少数股东权益	202	237	257	290					
股本	332	332	332	332					
资本公积	736	736	736	736					
留存收益	3726	5167	7657	1080					
归属母公司股东	4794	6235	8725	1187					
负债和股东权益	8093	1092	1358	1846					

现金流量表					单位:百万				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	2229	543	3248	3820					
净利润	1271	1741	2510	3185					
折旧摊销	166	74	79	80					
财务费用	-26	0	0	0					
投资损失	-4	-7	-9	-11					
营运资金变动	844	-126	668	566					
其他经营现金流	404	3006	1841	2620					
投资活动现金流	-104	-83	-81	-79					
资本支出	-205	-90	-90	-90					
长期投资	-130	0	0	0					
其他投资现金流	460	7	9	11					
筹资活动现金流	-532	-266	0	0					
短期借款	-446	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	-4	0	0	0					
资本公积增加	-154	0	0	0					
其他筹资现金流	72	-266	0	0					
现金净增加额	651	194	3167	3741					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	4969	6869	9006	10897					
营业成本	1102	1449	1772	2110					
营业税金及附加	731	1010	1324	1602					
销售费用	876	1305	1621	1852					
管理费用	603	824	991	1199					
财务费用	-20	-39	-43	-107					
资产减值损失	-3	0	0	0					
公允价值变动收	15	0	0	0					
投资净收益	4	7	9	11					
营业利润	1674	2306	3324	4219					
营业外收入	19	0	0	0					
营业外支出	8	0	0	0					
利润总额	1685	2306	3324	4219					
所得税	414	565	814	1034					
净利润	1271	1741	2510	3185					
少数股东损益	25	34	20	33					
归属母公司净利	1246	1707	2490	3152					
EBITDA	1801	2334	3351	4182					
EPS (元)	3.78	5.14	7.50	9.49					

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	83.8%	38.2%	31.1%	21.0%
营业利润	117.9	37.7%	44.1%	26.9%
归属于母公司净	114.3	37.0%	45.9%	26.6%
获利能力				
毛利率 (%)	77.8%	78.9%	80.3%	80.6%
净利率 (%)	25.1%	24.9%	27.6%	28.9%
ROE (%)	26.0%	27.4%	28.5%	26.5%
ROIC (%)	24.4%	26.2%	27.4%	25.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	38.3%	40.8%	33.9%	34.1%
净负债比率 (%)	62.0%	68.8%	51.2%	51.8%
流动比率	2.19	2.16	2.67	2.72
速动比率	1.25	1.30	1.71	1.89
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.72	0.74	0.68
应收账款周转率	29.47	18.00	24.00	36.00
应付账款周转率	4.69	3.60	5.14	5.14
每股指标 (元)				
每股收益	3.78	5.14	7.50	9.49
每股经营现金流	6.71	1.64	9.78	11.51
每股净资产	14.44	18.78	26.28	35.77
估值比率				
P/E	60.09	31.92	21.88	17.29
P/B	15.74	8.74	6.24	4.59
EV/EBITDA	40.84	22.44	14.68	10.87

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。