



2022-08-21

公司点评报告

买入/维持

舍得酒业(600702)

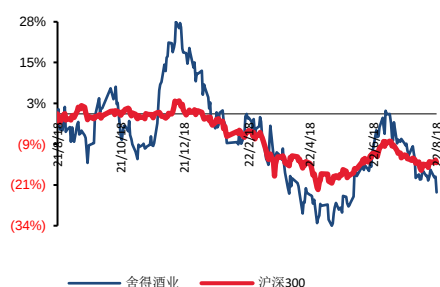
目标价: 238.5

昨收盘: 154.99

食品饮料 白酒 II

舍得酒业：舍得系列控货稳价，下半年有望逐步放量

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	332/331
总市值/流通(百万元)	51,463/51,261
12 个月最高/最低(元)	259.00/134.98

相关研究报告：

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：况英

电话：021-58502206

E-MAIL: kuangying@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190122080015

事件：

公司发布 2022 年中报，2022H1 营业收入 30.3 亿元(+26.5%)，归母净利润 8.4 亿元(+13.6%)，扣非归母净利润 8.1 亿元(+11.4%)。2022Q2 营业收入 11.4 亿元(-16.3%)，归母净利润 3.0 亿元(-29.7%)，扣非归母净利润 2.9 亿(-31.3%)。

报表分析：2022Q2，公司单季度销售收现 13.1 亿，同比-3.7%，好于营收增速；应收账款及票据 2.0 亿元，同比+0.3 亿元(+18.9%)，环比-0.2 亿元(-11.0%)；预收款项+合同负债+其他流动负债 5.0 亿元，同比+0.8 亿元(+18.6%)，环比+0.4 亿元(+9.7%)。

点评：

收入分析：疫情影响+控货保价下中高档酒类增速受压制。

22H1，公司实现营收 30.3 亿元，同比+26.5% (Q1: +83.3%，Q2: -16.3%)。

1) **分产品**：2022H1，中高档酒收入 24.1 亿(+28.2%)，低档酒收入 4.2 亿(+31.1%)；2022Q2，中高档酒收入 8.3 亿(-21.1%)，低档酒收入 2.1 亿(-2.5%)，中高档酒收入增速下降主要由于疫情影响下宴席等消费场景减少以及中高档酒舍得系列积极控货挺价以保持渠道健康稳定所致。

2) **分渠道**：2022H1，批发代理渠道收入 26.3 亿(+30.4%)，电商销售渠道收入 1.9 亿(+8.0%)；2022Q2，批发代理渠道收入 9.7 亿(-18.1%)，电商销售渠道收入 0.7 亿(-14.3%)；

3) **分地区**：2022H1，省内、省外、电商收入+31.4%、+29.8%、+8.0%；2022Q2，省内、省外、电商收入-3.3%/-23.9%/-14.3%，省外市场受损较重主要由于其受疫情影响相对较重以及物流受限所致；

4) **经销商**：公司上半年新增经销商 537 家，减少 333 家，期末经销商数量达 2456 家，较 2022Q1 末增加 47 家。

盈利分析：中高档酒占比下降为 Q2 盈利受损主因。

2022H1，公司毛利率为 78.2% (-0.6pct)。销售费用率 17.4%

(+2.8pct，主要由于广告宣传及市场开发费+3.1pct 影响)，管理费用率 10.0% (+0.5pct)，研发费用率 0.8% (+0.0pct)，财务费用率-0.7% (-0.1pct)。归母净利率 27.6% (-3.1pct)，扣非归母净利率

26.8%（-3.6pct），销售费用率的提升是公司上半年净利率下滑的主因；

2022Q2，公司毛利率为 73.8%（-5.9pct），Q2 毛利率的下滑主要受产品结构变化（中高端酒占比下降）影响。销售费用率 15.6%

（+1.1pct，加大营销投入），管理费用率 9.1%（-0.8pct），研发费用率 1.4%（+0.6pct），财务费用率-1.0%（-0.4pct），归母净利率 26.7%（-5.1pct），扣非归母净利率 25.8%（-5.6pct），毛利率的下降是公司 Q2 净利率下滑的主因。

2022 年展望：疫情冲击有所缓和，下半年中高档酒有望放量。1）收入端：

中高档酒舍得系列上半年控货挺价，渠道健康发展，下半年有望放量；2）成本端：随着中高档酒舍得系列产品放量，公司产品结构优化，毛利率有望得到提升；3）利润端：受益于毛利率稳中有升，下半年利润增速有望高于收入增速。

长期逻辑：渠道产品品牌共振，老酒战略可期。1）产品端，公司在国内率先打造了生态酿酒工业园，在老酒储量、生态酿酒、技术质量方面全国领先。优质老酒的战略储备为公司打造老酒品类第一品牌，实现中高端白酒销量的倍量级递增奠定了基础。2）渠道端，公司瞄准中高端白酒市场，聚焦川冀鲁豫及东北等传统优势市场，覆盖 1000+一级经销商及数万家烟酒店渠道，并不断拓展电商、C2M、企业团购、现代商超、餐饮等新渠道，全渠道销售能力不断提升。同时，公司老酒“3+6+4”营销策略，提升了经销商盈利水平，帮助稳固厂商关系。3）品牌端：公司经过多年积累，构建了以“舍得”、“沱牌”为两大核心品牌，致力于将“舍得”打造为老酒品类第一品牌和次高端价位龙头，将“沱牌”打造为最具性价比的大众名酒品牌，双品牌共同推进公司的长期发展。

盈利预测与估值：公司对舍得系列积极控货挺价，有望站稳次高端白酒价格带，同时渠道进行精细化管理，下半年成果显现，渠道有望放量。长期看，公司持续享受次高端扩容以及消费升级红利，产品渠道品牌端改革同步推进，快速增长可期。我们预计公司 2022-2024 年收入增速为分别为 28%、31%、25%，归母净利润增速分别为 35%、35%、30%，EPS 分别为 5.05、6.81、8.87 元/股，按照 2023 年业绩给予 35X 估值，一年目标价 238.5 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险，行业竞争加剧，渠道开拓不及预期，中高端酒销售不及预期。

■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4969	6351	8315	10429
增长率 (%)	84%	28%	31%	25%
净利润(百万元)	1246	1678	2263	2945
增长率 (%)	114%	35%	35%	30%
摊薄每股收益(元)	3.75	5.05	6.81	8.87
P/E	41	31	23	17

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。