

## 舍得酒业 (600702) \ 食品饮料

### 短期承压应对有据，老酒战略稳步推进

#### 事件：

公司1H22营收30.25亿元，同比+26.51%，归母净利润8.36亿元，同比+13.60%，扣非归母净利润8.11亿元，同比+11.38%。其中2Q22营收11.41亿元，同比-16.27%，归母净利润3.05亿元，同比-29.67%，扣非归母净利润2.95亿元，同比-31.28%。

#### ➤ 舍得次高端消费场景暂时缺失，沱牌扎根大众消费表现相对稳健

分产品看，上半年中高档酒、低档酒分别实现收入24.06、4.15亿元，同比分别+28.16%、+31.05%。其中，二季度中高档酒、低档酒分别实现收入8.31、2.06亿元，同比分别-21.05%、-2.50%。中高档酒中品味舍得大单品占比超60%，卡位商务宴请和宴席聚会主流价格带，二季度失速一方面源于疫情封控下场景缺失，一方面公司阶段性挺价为五代品味舍得上市铺路，终端利润空间从10%以上收窄至8%以下，动销相对变缓。相比而言，沱牌打造高线光瓶代表产品，家庭自饮刚需属性更为突出，二季度受疫情冲击较小，收入基本持平。

#### ➤ 上半年省内外同步增长，二季度省外受疫情冲击较大

分渠道看，上半年省内、省外、电商分别实现收入7.58、18.66、1.93亿元，分别同比+31.39%、+29.79%、+7.96%，其中二季度省内、省外、电商分别实现收入3.03、6.64、0.68亿元，分别同比-3.30%、-23.80%、-14.30%。省内疫情影响较小，试点成立区域平台公司，加强终端客情与价盘掌控，活化消费氛围。

#### ➤ 二季度产品结构下移，盈利能力阶段承压

上半年毛利率、净利率分别为78.17%、27.91%，同比下滑0.61pct、3.44pct，由于沱牌占比提升与单位成本下降相抵，而区域会战、宴席投入等强度增加，销售费用率有所上行。二季度，毛利率、净利率分别为73.79%、27.12%，同比下滑5.89pct、5.21pct，环比一季度下滑7.04pct、1.27pct，主因沱牌收入下滑较少，产品结构下移，而疫情反复市场投入亦受限，单季度销售费用率环比明显压降。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

疫情影响下牺牲短期销量，渠道价盘优先，我们预计公司2022-24年收入分别为62.93、83.11、107.00亿元，对应增速分别为26.65%、32.06%、28.75%，归母净利润分别为16.53、23.18、29.91亿元，对应增速分别为16.53%、32.06%、28.75%。

EPS分别为4.98、6.99、9.36元，三年CAGR 35.65%。鉴于公司不惧疫情扰动坚定推动产销研体系升级，老酒战略有序落地，参照可比公司估值，我们给予公司23年30倍PE，目标价209.70元。维持“买入”评级。

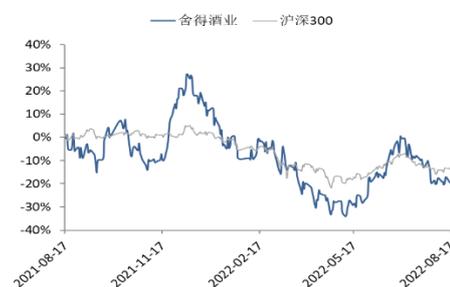
**风险提示：**次高端市场扩容或消费者对老酒概念接受程度不及预期，复星赋能、产品推广和渠道费用投放未达预期，疫情反复影响等风险。

投资评级：**买入**  
行业：**饮料制造**  
投资建议：**买入（维持评级）**  
当前价格：**164.08元**  
目标价格：**209.70元**

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	332/332
流通A股市值 (百万元)	54,482
每股净资产 (元)	16.17
资产负债率 (%)	35.42
一年内最高/最低 (元)	265.50/129.45

#### 股价相对走势



分析师：陈梦瑶  
执业证书编号：S0590521040005  
邮箱：cmy@glsc.com.cn

联系人：陆金鑫  
邮箱：lujx@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《舍得酒业 (600702)：老灵魂，老酒坊：老酒重启新篇章老灵魂，老酒坊：老酒重启新篇章》

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,704	4,969	6,293	8,311	10,700
增长率 (%)	2.02%	83.80%	26.65%	32.06%	28.75%
EBITDA (百万元)	906	1,797	2,406	3,389	4,506
净利润 (百万元)	581	1,246	1,653	2,321	3,107
增长率 (%)	14.42%	114.35%	32.70%	40.40%	33.89%
EPS (元/股)	1.75	3.75	4.98	6.99	9.36
市盈率 (P/E)	93.75	43.74	32.96	23.47	17.53
市净率 (P/B)	15.22	11.36	8.94	6.85	5.22
EV/EBITDA	31.21	40.54	21.36	14.99	10.99

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年8月17日收盘价



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695