

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

舍得酒业(600702)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

舍得酒业(600702.SH): 脚踏实地融合, 复星赋能在途
2022.07.15

舍得酒业(600702.SH): 稳健经营, 立足长期
2022.04.22

舍得酒业(600702.SH): 激励到位, 产能提升
2022.03.17

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

良性发展, 滔滔不绝

2022年08月17日

事件: 公司公布 2022 年半年报, 22H1 实现营收 30.25 亿元, 同比+26.51%, 归母净利润 8.36 亿元, 同比+13.60%; 销售回款 31.25 亿元, 同比+19.85%, 经营净现金流 4.11 亿元, 同比-52.86%。

点评:

- **疫情扰动下坚持渠道健康发展, 不透支未来。**22Q2, 公司实现营收 11.41 亿元, 同比-16.27%, 主要系二季度受疫情扰动, 公司省外核心市场东北大区、成长市场华东大区均出现较严重的疫情(22Q2 省内收入同比-3.29%, 省外收入同比-23.84%), 公司秉持“利他”思想, 保持渠道良性发展, 不压货给经销商; 归母净利润 3.05 亿元, 同比-29.67%; 归母净利率 26.71%, 同比-5.09pct, 一方面去年同期归母净利率基数较高, 另一方面 22Q2 毛利率有所下滑。22Q2, 费用率水平波动较小, 管理费用率为 9.11%, 同比-0.78pct; 销售费用率为 15.61%, 同比+1.08pct; 期间费用率为 25.16%, 同比+0.48pct。截至期末, 公司合同负债 4.32 亿元, 环比+0.41 亿元。
- **聚饮场景缺失, 中高档酒销售放缓。**22Q2 公司酒类收入同比-18.05%, 其中, 中高档酒收入 8.31 亿元, 同比-21.05%, 主要系疫情影响下缺乏聚饮场景, 次高端价位受影响较大; 低档酒收入 2.06 亿元, 同比-2.50%; 毛利率同比-6pct 至 73.8%。另一方面, 生产成本端有所增长, 中高档酒成本同比+40.0%, 低档酒成本同比+33.7%, 导致上半年中高档酒毛利率同比-1.1pct 至 86.9%, 低档酒毛利率同比-1pct 至 48.6%。22Q2 公司新增经销商 287 家, 退出经销商 240 家, 截至期末共有经销商 2456 家。上半年, 平均单个经销商收入 107 万元, 同比+8.4%, 受疫情及公司不压货影响, 二季度单个经销商收入有所下滑。
- **复星躬身入局, 生态融合加快。**6月27日, 舍得运营总部迁回成都, 6月30日舍得成都复星艺术中心落成, 7月复星生态联盟走进舍得等活动加快推进, 种种迹象表明复星的躬身入局姿态。上半年, 公司与复星生态之间的酒类销售关联交易额为 2.03 亿元, 已超过 2021 年全年 1.98 亿关联交易销售额, 表明舍得正在加速与复星生态的融合。我们认为, 随着实控人逐步介入管理, 将推动舍得营销组织变革。
- **股权激励第三期解锁在即, 团队积极性有待进一步提升。**根据公司董事会审核确认的考核结果, 305 名激励对象的考核结果均为合格, 符合第三期解锁条件, 限售期将于 2022 年 8 月 24 日届满, 解锁股数占限制性股票总量的 20%, 实际解除限售额度为 115.862 万股, 占公司股本总额的 0.35%。此次解锁后, 仍有 20% 的限售股待 2022 年业绩考核后解锁, 其解锁条件已于 2021 年达成, 我们预计明年将顺利实现全部解锁。
- **盈利预测与投资评级:** 稳定的战略+激励理顺+厂商利益平衡是白酒经营的关键, 公司稳健经营的思路可以有效抵抗市场风险, 稳定经销商信心是核心。目前品味舍得动销尚可, 批价稳定, 后面还有换代预期, 渠道对舍得

信心仍在，经销商普遍认为公司近两年发展是回归正途。我们预计公司**2022-2024 年 EPS 分别为 5.45、7.72、10.19 元/股**，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：**疫情反复导致动销放缓；全国化扩张不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,704	4,969	6,601	8,748	10,942
增长率 YoY %	2.0%	83.8%	32.8%	32.5%	25.1%
归属母公司净利润 (百万元)	581	1,246	1,809	2,565	3,385
增长率 YoY%	14.4%	114.3%	45.2%	41.8%	32.0%
毛利率%	75.9%	77.8%	78.3%	79.6%	80.5%
净资产收益率ROE%	16.2%	26.0%	29.4%	31.7%	31.7%
EPS(摊薄)(元)	1.75	3.78	5.45	7.72	10.19
市盈率 P/E(倍)	48.96	60.09	30.12	21.25	16.10
市净率 P/B(倍)	8.02	15.74	8.85	6.75	5.11

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 17 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,932	6,590	8,559	11,124	14,350
货币资金	1,348	1,973	3,759	5,998	9,143
应收票据	0	52	63	84	105
应收账款	186	151	181	216	240
预付账款	42	23	29	36	43
存货	2,554	2,794	2,891	3,084	3,039
其他	802	1,598	1,636	1,708	1,781
非流动资产	1,522	1,503	1,603	1,700	1,793
长期股权投资	114	14	14	14	14
固定资产	822	858	914	970	1,025
无形资产	275	304	329	354	379
其他	311	327	346	362	375
资产总计	6,454	8,093	10,162	12,824	16,144
流动负债	2,628	3,008	3,652	4,397	5,098
短期借款	446	0	0	0	0
应付票据	212	274	315	343	380
应付账款	192	278	334	392	438
其他	1,778	2,456	3,003	3,663	4,280
非流动负债	45	88	127	88	88
长期借款	0	0	0	0	0
其他	45	88	127	88	88
负债合计	2,673	3,097	3,779	4,485	5,186
少数股东权益	201	202	230	261	295
归属母公司	3,580	4,794	6,153	8,078	10,663
负债和股东权益	6,454	8,093	10,162	12,824	16,144

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,704	4,969	6,601	8,748	10,942
同比	2.0%	83.8%	32.8%	32.5%	25.1%
归属母公司净利润	581	1,246	1,809	2,565	3,385
同比	14.4%	114.3%	45.2%	41.8%	32.0%
毛利率(%)	75.9%	77.8%	78.3%	79.6%	80.5%
ROE%	16.2%	26.0%	29.4%	31.7%	31.7%
EPS(摊薄)(元)	1.75	3.78	5.45	7.72	10.19
P/E	48.96	60.09	30.12	21.25	16.10
P/B	8.02	15.74	8.85	6.75	5.11
EV/EBITDA	31.56	40.84	20.87	14.30	10.24

利润表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,704	4,969	6,601	8,748	10,942
营业成本	653	1,102	1,436	1,787	2,133
营业税金及附加	385	731	957	1,268	1,587
销售费用	537	876	1,122	1,443	1,751
管理费用	340	603	726	919	1,094
研发费用	21	33	40	52	66
财务费用	7	-20	-43	-73	-114
减值损失合	-10	-3	3	3	3
投资净收益	2	4	53	70	88
其他	14	28	20	26	33
营业利润	768	1,674	2,439	3,451	4,549
营业外收支	33	10	10	10	10
利润总额	801	1,685	2,449	3,461	4,559
所得税	194	414	612	865	1,140
净利润	607	1,271	1,837	2,596	3,419
少数股东损	26	25	28	31	34
归属母公司	581	1,246	1,809	2,565	3,385
EBITDA	882	1,801	2,433	3,395	4,431
EPS (当年)(元)	1.75	3.78	5.45	7.72	10.19

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	997	2,229	2,344	3,048	4,059
净利润	607	1,271	1,837	2,596	3,419
折旧摊销	98	166	113	116	120
财务费用	5	-26	0	0	0
投资损失	-2	-4	-53	-70	-88
营运资金变	313	844	460	419	621
其它	-24	-22	-13	-13	-13
投资活动现	-668	-1,045	-147	-130	-112
资本支出	-239	-205	-180	-180	-180
长期投资	0	-1,300	0	0	0
其他	-429	460	33	50	68
筹资活动现	-484	-532	-411	-679	-801
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	880	20	0	0	0
支付利息或股息	-121	-113	-450	-640	-800
现金流净增加额	-155	651	1,786	2,239	3,146

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7 年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。