

证券研究报告

公司研究

点评报告

舍得酒业 (600702. SH)

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

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

舍得酒业 (600702. SH): 费效比提升, 蓄水池亮眼 2023. 04. 27

舍得酒业 (600702. SH): 利润超预期收官, 多品牌协同发展 2023. 03. 22

舍得酒业 (600702. SH): 向阳而上, 复星生态加速持续赋能 2023. 02. 16

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

积极开拓市场, 保持发展动能

2023年08月20日

事件: 2023年上半年, 公司实现营收 35.29 亿元, 同比+16.64%; 归母净利润 9.20 亿元, 同比+10.07%; 销售收现 40.13 亿元, 同比+28.44%; 经营净现金流 6.40 亿元, 同比+55.69%; 期末合同负债 5.09 亿元。

点评:

- **积极应对弱复苏影响, 营收有弹性。** 23Q2, 公司实现营收 15.08 亿元, 同比+32.10%, 展现出较强弹性 (去年同期受疫情影响, 基数较低)。分区域看, 二季度省内收入 4.49 亿元, 同比+33.47% (上半年同比+9.16%); 省外收入 9.15 亿元, 同比+30.62% (上半年同比+18.91%)。在弱复苏背景下, 公司依旧表现出积极的经营态度: ①市场开拓方面, 将去年重庆会战的成功经验在重点城市进行复制, 挖掘潜力市场, 为未来增长打好基础; ②费用投入方面, 通过红包、文创礼品等方式, 加大终端及消费者的促销力度, 并持续强化老酒 IP; ③模式创新方面, 藏品十年焕新上市并搭建平台公司, 绑定优质经销商资源, 探索高价位产品的发展新路径。二季度内, 经销商新增 252 家, 退出 132 家, 截至二季度末合计 2405 家。
- **中低价位产品增速较快, 毛利率同比略降。** 23Q2, 公司酒类收入 13.65 亿元, 同比+31.54%, 其中: ①中高档酒收入 10.87 亿元, 同比+30.83% (上半年同比+14.61%); ②低档酒收入 2.77 亿元, 同比+34.41% (上半年同比+23.75%)。此外, 上半年玻瓶还贡献收入 2.15 亿元, 同比+17.59%, 天马二期工程有序投产, 新产线前期成本对利润略有影响。分产品看, 次高端价位的品味舍得依然保持稳健增长, 中低价位的舍之道、T68 增长高于公司整体水平, 高价位的藏品十年因平台公司注册及生产周期影响, 上半年未大面积铺市。受产品结构变化及成本投入影响, 二季度公司毛利率同比-1.91pct 至 71.88% (上半年同比-2.57pct 至 75.60%)。展望下半年, 随着藏品十年的推广加快, 以及商务场景的逐步修复, 我们预计公司毛利率有望环比上半年提升。
- **叠加税金提升影响, 利润略有承压。** 23Q2, 公司税金及附加率同比+2.39pct (上半年同比+0.14pct), 主要系扩产过程中提前计提了相关费用; 销售费用率同比-0.41pct 至 15.20% (上半年同比+0.14pct), toB 费用有所收窄, toC 费用加大; 管理费用率同比+0.16pct 至 9.27% (上半年同比-1.35pct), 与股权激励费用及管理层奖金计提有关; 研发费用率同比+1.07pct 至 2.51% (上半年同比+0.76pct), 一方面公司加大了新产品研发等工作, 另一方面招募了更多优秀的研发人才。叠加毛利率变化, 二季度公司归母净利率同比-3.49pct 至 23.22% (上半年同比-1.56pct), 利润端略有承压。展望下半年, 我们预计公司中秋国庆的市场费用投入力度不减、其他费用有所控制, 净利率或保持平稳。

- **夜郎古酒庄过渡调整中，贡献较弱。**夜郎古酒庄合资公司是舍得在新赛道上的战略性投入，由于去年底才成立，目前仍在整合期，营收贡献不大，上半年实现收入 7506 万元，利润-1636 万元，我们测算，其并表对毛利率影响-0.82pct，对净利率影响 1.04pct。展望下半年，公司将持续在人员、品牌方面加大对夜郎古的赋能，加快夜郎古与舍得的进一步销售融合，我们认为这将有利于夜郎古下半年的快速增长。
- **拟回购股份，用于员工持股。**公司公告，计划使用 1.85-3.7 亿元自有资金以不高于 210 元/股（含）的价格回购股份，用于员工持股计划，回购期限为 8 月 17 日起不超过 6 个月。由于 2018 年激励计划的最后一个限售期将于 8 月 25 日解除，而 2022 年激励计划的规模较小，且未纳入换届后的新管理层，因此后续计划纳入更多员工，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益紧密结合在一起实现共同成长、更快发展。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到上半年收入仅为全年股权激励目标收入（74.1 亿元）的 48%，虽然随着国家政策的落地，下半年市场环境有望逐步好转，但公司仍然面临一定的销售压力。我们认为，在坚持长期发展的方针下，为保持良性发展，公司下半年的核心工作可能仍然在降低渠道库存，因此以股权激励目标为基准下调今年的盈利预测，但仍然看好公司长期的发展势能以及战略定力。我们预计公司 **2023-2025 年摊薄每股收益分别为 5.89 元、7.94 元、9.61 元，维持对公司的“买入”评级。**
- **风险因素：**商务需求恢复不及预期；行业竞争加剧；市场开拓不及预期

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,969	6,056	7,509	10,048	12,075
增长率 YoY %	83.8%	21.9%	24.0%	33.8%	20.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,246	1,685	1,961	2,645	3,202
增长率 YoY%	114.3%	35.3%	16.3%	34.9%	21.0%
毛利率%	77.8%	77.7%	76.6%	76.9%	76.6%
净资产收益率ROE%	26.0%	26.6%	25.5%	27.7%	27.2%
EPS(摊薄)(元)	3.78	5.10	5.89	7.94	9.61
市盈率 P/E(倍)	60.09	31.21	23.01	17.05	14.09
市净率 P/B(倍)	15.74	8.38	5.87	4.73	3.83

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 18 日收盘价

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,590	7,767	9,516	12,075	14,828
货币资金	1,973	2,448	3,574	5,143	7,330
应收票据	52	30	41	55	66
应收账款	151	219	206	248	265
预付账款	23	19	35	46	57
存货	2,794	3,583	4,100	4,952	5,423
其他	1,598	1,470	1,559	1,631	1,688
非流动资产	1,503	2,030	2,313	2,587	2,852
长期股权投资	14	14	14	14	14
固定资产	858	1,057	1,227	1,397	1,567
无形资产	304	303	338	373	408
其他	327	656	734	802	862
资产总计	8,093	9,798	11,828	14,662	17,680
流动负债	3,008	3,133	3,717	4,681	5,463
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	274	415	386	444	504
应付账款	278	484	410	508	581
其他	2,456	2,233	2,921	3,729	4,378
非流动负债	88	128	209	210	209
长期借款	0	25	110	110	110
其他	88	103	99	100	99
负债合计	3,097	3,260	3,926	4,891	5,672
少数股东权益	202	208	212	225	242
归属母公司	4,794	6,329	7,690	9,545	11,767
负债和股东权益	8,093	9,798	11,828	14,662	17,680

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,969	6,056	7,509	10,048	12,075
同比	83.8%	21.9%	24.0%	33.8%	20.2%
归属母公司净利润	1,246	1,685	1,961	2,645	3,202
同比	114.3%	35.3%	16.3%	34.9%	21.0%
毛利率(%)	77.8%	77.7%	76.6%	76.9%	76.6%
ROE%	26.0%	26.6%	25.5%	27.7%	27.2%
EPS(摊薄)(元)	3.78	5.10	5.89	7.94	9.61
P/E	60.09	31.21	23.01	17.05	14.09
P/B	15.74	8.38	5.87	4.73	3.83
EV/EBITDA	40.84	22.05	15.71	11.29	8.89

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,969	6,056	7,509	10,048	12,075
营业成本	1,102	1,349	1,761	2,318	2,828
营业税金及...	731	903	1,089	1,457	1,751
销售费用	876	1,016	1,314	1,758	2,113
管理费用	603	587	713	955	1,087
研发费用	33	76	113	151	181
财务费用	-20	-41	-42	-61	-89
减值损失合	-3	0	5	5	5
投资净收益	4	3	8	10	12
其他	28	68	19	25	30
营业利润	1,674	2,236	2,592	3,511	4,252
营业外收支	10	11	10	10	10
利润总额	1,685	2,246	2,602	3,521	4,262
所得税	414	546	638	863	1,044
净利润	1,271	1,701	1,965	2,658	3,218
少数股东损	25	15	4	13	16
归属母公司	1,246	1,685	1,961	2,645	3,202
EBITDA	1,801	2,297	2,652	3,551	4,266
EPS(当	3.78	5.10	5.89	7.94	9.61

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,229	1,041	2,037	2,747	3,554
净利润	1,271	1,701	1,965	2,658	3,218
折旧摊销	166	152	132	141	150
财务费用	-26	3	3	4	4
投资损失	-4	-3	-8	-10	-12
营运资金变	844	-787	-37	-27	215
其它	-22	-24	-19	-20	-21
投资活动现金流	-1,045	-428	-389	-385	-382
资本支出	-205	-582	-386	-385	-384
长期投资	-1,300	100	0	0	0
其他	460	54	-2	0	2
筹资活动现金流	-532	-95	-522	-794	-985
吸收投资	0	80	-1	0	0
借款	20	25	85	0	0
支付利息或	-113	-265	-623	-794	-984
现金流净增加额	651	518	1,126	1,568	2,187

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，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

姜青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

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。