

舍得酒业(600702)

报告日期: 2023年08月20日

## 营收表现符合预期, 利润端受夜郎古&股权激励费用影响

### ——舍得酒业 23H1 业绩点评报告

#### 投资要点

- 舍得酒业发布中报, 23H1 公司实现营业总收入 35.29 亿元, 同比+16.64%; 实现归母净利润 9.20 亿元, 同比+10.07%。23Q2 公司实现营业总收入 15.08 亿元, 同比+32.10%; 23Q2 实现归母净利润 3.50 亿元, 同比+14.83%。
- Q2 业绩表现坚挺, 彰显强经营控制力  
公司营收表现符合预期, 23Q2 酒类收入 13.64 亿元 (+31.54%), 其中中高档酒/低档酒分别实现收入 10.87 亿元 (+30.83%) / 2.77 亿元 (+34.41%), 占比分别为 79.68%(-0.43%)/20.32%(+0.43%)。在商务消费复苏缓慢的背景下, 次高端整体销售相对承压, 但公司二季度仍能实现优异回款, 彰显其强经营控制力。公司利润增速低于营收增速, 主要系: ①股权激励费用分摊; ②Q2 加大市场费用投入; ③产品结构影响; ④夜郎古并表亏损影响。
- 舍得&沱牌贡献核心增长, 降库存+促动销为短期重心  
分事业部来看: ①舍得事业部中舍之道增速领先(我们预计增速 40%-50%), 品味仍是核心产品, 批价走势稳定(我们预计收入增速与公司整体增速相近); ②沱牌事业部受益于大众消费回暖, 高线光瓶酒 T68 表现优秀, 产销快速增长, 目前规模偏小但增速领先; ③国际化事业部增速较快; ⑤要客和老酒事业部表现相对较弱, 预计待“藏品十年”推出+平台公司成立后, 有望推动老酒事业部增长; ⑥夜郎古作为酱香赛道的储备产品, 当前仍处于导入期, 23H1 营收 0.75 亿元/利润亏损 0.16 亿元, 预计公司下半年会加大对于夜郎古的赋能, 包括品牌、人员、销售政策等, 看好下半年业绩逐季改善。
- 持续深耕细分市场, 持续加大费用投放  
以 22 年重庆会战为样板, 公司 23H1 开启上海会战, 计划布局武汉/南京等大城市会战, 持续攻坚薄弱区域, 加大潜力市场的开拓。从动销表现来看, 公司传统市场普遍表现较好, 预计东北较为亮眼, 核心区域中四川/山东/天津表现稳定, 湖南及环太湖区域初具规模。分渠道看, 23Q2 电商/批发代理实现收入 1.09 亿元 (+60.28%)/12.55 亿元(+29.52%)。分市场看, 23Q2 省内/省外收入 4.49 亿元 (+33.47%)/9.15 亿元(+30.62%), 经销商规模环比+120 家至 2405 家。公司持续加大费用投入, 针对宴席等场景进行促销活动, 同时增加奖励活动, 加速市场培育和开瓶动销。
- 精细化运营优化费用率, 盈利能力短期波动  
23Q2 公司毛利率同比-1.91pct 至 71.88%, 主要受产品结构影响。费用方面, 23Q2 公司销售费用率同比-0.41pct 至 15.20%, 主要受运营模式升级为精细化运营影响, 下半年进入旺季后公司加大对回厂游等促销活动及品牌建设投入, 预计费用将同比提升; 管理费用率同比+0.16pct 至 9.27%。综合作用下 23Q2 公司归母净利率同比-3.49pct 至 23.22%, 盈利能力稳步发展。
- 坚持多品牌矩阵战略, 加强品牌建设工作。  
公司将品牌战略从“双品牌战略”进化为“多品牌矩阵战略”, 通过 IP 建设与互联网新媒体营销提升品牌影响力, 推出了舍得老酒论坛、舍得老酒盛宴等活动, 强化品牌认知度, 筑牢品牌形象。公司预计于 23Q3 将费用进一步向品牌建设倾斜, 在广告方面加大投入, 加强品牌建设。
- 高端化及全国化稳步推进, 看好公司长期价值  
公司上半年以舍得+沱牌为增长核心, 在次高端及大众消费市场保持高速增长, Q3 将以“降库存, 促动销”为主要目标, 考虑到下半年旺季将临+全国化拓展顺利+下半年促销费用加大, 预计公司下半年增势延续。从长远看, 公司通过多品牌矩阵战略加强品牌建设, 在产品结构和运营模式的持续升级下, 后续高端、全国化将稳步进行。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥  
执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

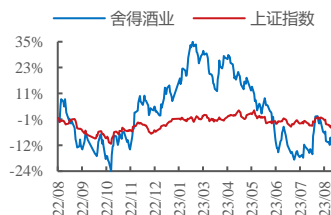
分析师: 张家祯  
执业证书号: S1230523080001  
zhangjiashen@stocke.com.cn

研究助理: 潘俊汝  
panjunru@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 135.39
总市值(百万元)	45,111.40
总股本(百万股)	333.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《省外加速扩张, 预收表现亮眼》 2023.05.01
- 《Q4 利润端表现超预期, 渠道延续高质量增长》 2023.03.24
- 《聚焦品味舍得&藏品十年, 内生外延弹性可期》 2023.02.17

**□ 盈利预测及估值**

我们预计 2023~2025 年公司收入增速为 30.14%、26.92%、25.74%；归母净利润增速分别为 21.64%、32.21%、29.90%；EPS 分别为 6.15、8.13、10.57 元，当前股价对应 23 年 PE 为 22 倍，维持买入评级。

**□ 催化剂：**白酒需求恢复超预期；中秋国庆宴席表现超预期；批价持续上行。

**□ 风险提示：**消费恢复不及预期；核心产品批价上涨不及预期；市场拓展不及预期。

**财务摘要**

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6056	7880	10002	12577
(+/-) (%)	21.86%	30.14%	26.92%	25.74%
归母净利润	1685	2050	2711	3521
(+/-) (%)	35.31%	21.64%	32.21%	29.90%
每股收益(元)	5.06	6.15	8.13	10.57
P/E	26.77	22.00	16.64	12.81

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7767	9983	12661	16520
现金	2448	3303	5518	8288
交易性金融资产	1308	1362	1335	1349
应收账款	248	437	522	690
其它应收款	48	536	278	434
预付账款	19	51	41	49
存货	3583	4110	4820	5562
其他	114	183	147	148
<b>非流动资产</b>	2030	2582	2915	3096
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	14	47	25	29
固定资产	1057	1269	1486	1695
无形资产	303	346	359	373
在建工程	419	655	764	691
其他	237	265	280	309
<b>资产总计</b>	9798	12565	15576	19616
<b>流动负债</b>	3133	3972	4421	5125
短期借款	0	0	0	0
应付款项	899	922	1066	1291
预收账款	1	4	4	5
其他	2232	3046	3350	3829
<b>非流动负债</b>	128	104	115	115
长期借款	25	25	25	25
其他	103	79	90	90
<b>负债合计</b>	3260	4076	4535	5240
少数股东权益	208	227	251	282
归属母公司股东权益	6329	8262	10790	14094
<b>负债和股东权益</b>	9798	12565	15576	19616

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1041	1677	2764	3231
净利润	1701	2069	2735	3552
折旧摊销	122	115	135	151
财务费用	(41)	(36)	(59)	(97)
投资损失	(3)	(3)	(4)	(3)
营运资金变动	131	85	710	417
其它	(869)	(551)	(753)	(789)
<b>投资活动现金流</b>	(428)	(733)	(426)	(343)
资本支出	(550)	(541)	(441)	(273)
长期投资	1	(59)	39	(6)
其他	121	(133)	(25)	(63)
<b>筹资活动现金流</b>	(95)	(89)	(123)	(118)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	25	0	0	0
其他	(120)	(89)	(123)	(118)
<b>现金净增加额</b>	518	855	2215	2770

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6056	7880	10002	12577
营业成本	1349	1548	1815	2094
营业税金及附加	903	1175	1491	1875
营业费用	1016	1411	1790	2289
管理费用	587	1009	1280	1610
研发费用	76	118	150	191
财务费用	(41)	(36)	(59)	(97)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	41	41	41	41
投资净收益	3	3	4	3
其他经营收益	24	20	21	22
<b>营业利润</b>	2236	2721	3601	4681
营业外收支	11	11	11	12
<b>利润总额</b>	2246	2732	3612	4692
所得税	546	664	877	1140
<b>净利润</b>	1701	2069	2735	3552
少数股东损益	15	18	24	31
<b>归属母公司净利润</b>	1685	2050	2711	3521
<b>EBITDA</b>	2333	2806	3683	4742
<b>EPS (最新摊薄)</b>	5.06	6.15	8.13	10.57

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.86%	30.14%	26.92%	25.74%
营业利润	33.52%	21.73%	32.33%	29.98%
归属母公司净利润	35.31%	21.64%	32.21%	29.90%
<b>获利能力</b>				
毛利率	77.72%	80.36%	81.86%	83.35%
净利率	28.08%	26.25%	27.34%	28.25%
ROE	29.23%	27.29%	27.76%	27.71%
ROIC	26.22%	24.51%	24.76%	24.56%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.27%	32.44%	29.12%	26.71%
净负债比率	1.12%	0.71%	0.66%	0.61%
流动比率	2.48	2.51	2.86	3.22
速动比率	1.34	1.48	1.77	2.14
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.68	0.70	0.71	0.71
应收账款周转率	32.75	27.45	27.49	28.95
应付账款周转率	3.54	3.25	3.56	3.42
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	5.06	6.15	8.13	10.57
每股经营现金	3.12	5.03	8.30	9.70
每股净资产	19.00	24.80	32.38	42.30
<b>估值比率</b>				
P/E	26.77	22.00	16.64	12.81
P/B	7.13	5.46	4.18	3.20
EV/EBITDA	21.24	14.51	10.47	7.55

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>