

2023年08月20日

中高档支撑收入增速，稳增长有望持续

舍得酒业(600702)

评级:	买入	股票代码:	600702
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	208.3/117.11
目标价格(元):		总市值(亿元)	451.11
最新收盘价(元):	135.39	自由流通市值(亿元)	449.35
		自由流通股数(百万)	331.90

事件概述

公司发布半年度业绩，23H1公司实现营业收入35.3亿元，同比+16.6%；归母净利9.2亿元，同比+10.1%。23Q2公司实现营业收入15.1亿元，同比+32.1%；归母净利3.5亿元，同比+14.8%。Q2收入符合市场预期。

分析判断:

▶ 预计舍之道+品味基本盘支撑收入增长

分产品来看，23Q2中高档/低档酒分别实现收入10.9/2.8亿元，分别同比+30.8%/+34.4%；23Q2省内外分别实现收入4.5/9.2亿元，分别同比+48.3%/+37.9%。我们认为一方面公司省内外基础稳固，传统优势市场均实现了稳定增长；另一方面舍得和沱牌增长稳健，大单品T68、舍之道和品味舍得基本盘支撑收入增长。23Q2经销商净+120家，我们认为公司渠道扩张仍在持续，随着白酒行业的恢复次高端成长弹性优势凸显。

23H1合同负债5.1亿元，同比+17.7%，我们认为23年以来白酒行业持续修复，公司预收款也回归稳健增长通道。

▶ 产品结构+研发费用率影响业绩

23Q2毛利率71.9%，同比-1.9pct，我们认为主要为中高档酒产品结构拖累，预计以舍之道为主的中高档价格带产品增速超过次高端及以上价格带。23Q2销售/管理/研发费用率分别15.2%/9.3%/2.5%，分别同比-0.4/+0.2/+1.1pct，销售和管理费用率基本维持稳定，其中广宣和市场开发费用同比-1.6%，公司对市场的投入和费用支持基本持平，新项目研发投入增加（研发职工薪酬同比+185.6%）致使研发费用率增加。23Q2净利率23.3%，同比-3.8pct，我们认为主要为产品结构和研发费用率影响。

▶ 看好下半年宏观经济带动次高端行业修复，全年任务稳步推进

截至2023年8月18日，白酒II（申万）PE-TTM 30.21倍，3/5/10年历史分位分别9.80%/33.07%/58.98%，我们认为白酒指数已经处于历史底部位置，在国家相继出台“住房不炒”、“扩大消费”等政策下，看好下半年宏观经济托底的顺周期趋势下白酒优质资产市场关注度提升，尤其看好次高端行业基本面的逐渐改善修复。根据中报营业总收入+合同负债占公司23年股权激励收入目标计算，6月底公司回款进度已经过半，我们认为旺季来临之际有望抓住宴席消费需求加强动销，按照既定全年任务节奏稳步推进。

投资建议

根据半年报调整盈利预测，23-25年营业总收入由78/96/116亿元下调至74/92/111亿元，归母净利由21/27/34亿元下调至19/25/31亿元，EPS由6.42/8.15/10.06元下调至5.67/7.42/9.24元，2023年8月18日收盘价135.39元对应23-25年PE24/18/15倍，维持买入评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,969	6,056	7,436	9,232	11,107
YoY (%)	83.8%	21.9%	22.8%	24.2%	20.3%
归母净利润(百万元)	1,246	1,685	1,891	2,474	3,078
YoY (%)	114.3%	35.3%	12.2%	30.8%	24.4%
毛利率 (%)	77.8%	77.7%	76.1%	77.4%	78.1%
每股收益 (元)	3.78	5.10	5.67	7.42	9.24
ROE (%)	26.0%	26.6%	24.1%	25.1%	25.0%
市盈率	35.79	26.55	23.86	18.24	14.66

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,056	7,436	9,232	11,107	净利润	1,701	1,926	2,512	3,125
YoY (%)	21.9%	22.8%	24.2%	20.3%	折旧和摊销	152	112	119	126
营业成本	1,349	1,776	2,082	2,429	营运资金变动	-787	-655	185	-856
营业税金及附加	903	1,115	1,383	1,660	经营活动现金流	1,041	1,364	2,795	2,371
销售费用	1,016	1,264	1,551	1,855	资本开支	-582	-431	-452	-465
管理费用	587	699	849	1,000	投资	100	26	26	22
财务费用	-41	-37	-24	-25	投资活动现金流	-428	-400	-420	-436
研发费用	76	112	92	111	股权募资	80	0	0	0
资产减值损失	0	2	2	2	债务募资	25	0	0	0
投资收益	3	5	6	7	筹资活动现金流	-95	-367	-483	-616
营业利润	2,236	2,540	3,315	4,126	现金净流量	518	597	1,892	1,319
营业外收支	11	8	8	9	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	2,246	2,547	3,323	4,134	成长能力				
所得税	546	622	811	1,009	营业收入增长率	21.9%	22.8%	24.2%	20.3%
净利润	1,701	1,926	2,512	3,125	净利润增长率	35.3%	12.2%	30.8%	24.4%
归属于母公司净利润	1,685	1,891	2,474	3,078	盈利能力				
YoY (%)	35.3%	12.2%	30.8%	24.4%	毛利率	77.7%	76.1%	77.4%	78.1%
每股收益(元)	5.10	5.67	7.42	9.24	净利率	27.8%	25.4%	26.8%	27.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	17.2%	15.8%	17.5%	17.8%
货币资金	2,448	3,045	4,937	6,256	净资产收益率 ROE	26.6%	24.1%	25.1%	25.0%
预付款项	19	36	42	49	偿债能力				
存货	3,583	4,805	4,681	6,113	流动比率	2.48	2.58	2.95	3.17
其他流动资产	1,718	1,728	1,823	1,853	速动比率	1.32	1.27	1.73	1.79
流动资产合计	7,767	9,614	11,483	14,270	现金比率	0.78	0.82	1.27	1.39
长期股权投资	14	14	14	14	资产负债率	33.3%	32.3%	28.4%	26.8%
固定资产	1,057	1,161	1,264	1,368	经营效率				
无形资产	303	336	356	378	总资产周转率	0.68	0.68	0.71	0.71
非流动资产合计	2,030	2,337	2,660	2,994	每股指标 (元)				
资产合计	9,798	11,951	14,143	17,264	每股收益	5.10	5.67	7.42	9.24
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	19.00	23.57	29.55	36.93
应付账款及票据	899	1,055	935	1,264	每股经营现金流	3.12	4.09	8.39	7.12
其他流动负债	2,233	2,672	2,954	3,237	每股股利	1.50	1.10	1.45	1.85
流动负债合计	3,133	3,727	3,889	4,501	估值分析				
长期借款	25	25	25	25	PE	26.55	23.86	18.24	14.66
其他长期负债	103	103	103	103	PB	8.38	5.74	4.58	3.67
非流动负债合计	128	128	128	128					
负债合计	3,260	3,854	4,017	4,629					
股本	333	333	333	333					
少数股东权益	208	243	282	329					
股东权益合计	6,538	8,097	10,126	12,635					
负债和股东权益合计	9,798	11,951	14,143	17,264					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：10余年白酒产业经验，8年行业知名咨询公司从业经验，历任某基金公司白酒研究员，现任华西证券食品饮料研究员。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。