

## 舍得酒业 (600702)

# 2023 年半年报点评: Q2 符合预期, 强动销去库存迎旺季

买入 (维持)

2023 年 08 月 20 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001  
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001  
wangyj@dwzq.com.cn

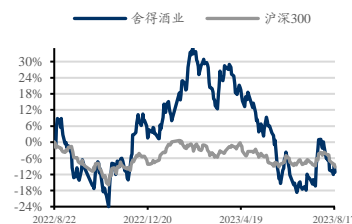
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,056	7,571	10,011	12,319
同比	22%	25%	32%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	1,685	1,996	2,506	3,246
同比	35%	18%	26%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.06	5.99	7.52	9.74
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.77	22.60	18.00	13.90

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 23H1 实现营业收入 35.3 亿元, 同比+16.6%; 归母净利润 9.2 亿元, 同比+10.1%, 23Q2 公司营收 15.08 亿元, 同比+32%; 归母净利润 3.50 亿元, 同比+15%, 均符合预期。
- **收入端快速增长, 指标合理。** 公司综合把控渠道回款/库存/价格, 上半年实现时间过半任务过半。Q2 收入同比+32%, 其中中高档酒 10.9 亿/同比+31%, 预计品味舍得保持平均增速, 舍之道增速表现较优, 老酒有所承压; 低档酒 2.8 亿/同比+34%, 增速较快, 也符合 Q1 末沱牌提价前后整体促回款 (我们预计沱牌回款过半, 部分地区完成任务)。Q2 销售收现 17.8 亿元/同比+36%, 保持稳定增长且高于收入增速; 截至 Q2 末公司有合同负债 5.1 亿, 同比+18%。
- **投入&并表影响下, 净利率有所波动。** Q2 销售净利率 23.4%/同比-3.8pct, 其中 Q2 毛利率 71.9%/同比-1.9pct, 主要系 Q2 夜郎古并表表现, 我们预计主业毛利率基本持平 (中低端产品费用投入相对更小); 税金率 15.8%/同比+2.4pct, 主要系房产和酒生产增加所致 (全年预计相对稳定), 销售费用及费用率同比+29%/-0.4pct, 主要系并表后部分费用的投入增加, 总体保持相对稳定区间; 管理费用及费用率同比+48%/+1.2pct, 主要系股权激励费用分摊及新产品项目研发投入增加所致。
- **增加费用投放, 多产品多场景抓份额。** 公司 2023 年规划清晰, 持续高度重视品味舍得在宴席的推广, 藏品十年更新尚未正式铺开, 预计下半年有所贡献; 上半年原优势区域稳定, 部分新市场通过会战/招商拓展, 下半年将继续大力发展优质经销商。7-8 月公司持续做强动销去库存, 新市场的投入有所增加, 预计旺季公司将继续加大终端费用的投入, 商务宴请场景相对有压力, 通过多场景/多产品线持续抢占市场份额, 全年快速增长仍可期。
- **盈利预测与投资评级:** 公司拟以自有资金 (1.85-3.7 亿元区间) 回购股份以用于员工持股计划, 长期看在股权激励/回购计划加持、精准市场把控下公司量先价稳。我们调整 2023-2025 年归母净利润为 19.96、25.06、32.46 亿元 (前值为 21、27、33 亿元), 分别同比+18%、26%、30% (前值分别为+26%、+27%、+22%), 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 23、18、14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费复苏不及预期、老酒战略不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	135.39
一年最低/最高价	116.20/215.10
市净率(倍)	6.66
流通 A 股市值(百万元)	44,778.56
总市值(百万元)	45,111.40

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	20.32
资产负债率(% ,LF)	34.60
总股本(百万股)	333.20
流通 A 股(百万股)	330.74

### 相关研究

《舍得酒业(600702): 23Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 增长有余力》

2023-04-28

《舍得酒业(600702): 2022 年年报点评: 利润超预期, 坚定迈向百亿》

2023-03-22

舍得酒业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>7,767</b>	<b>11,521</b>	<b>14,893</b>	<b>18,896</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,056</b>	<b>7,571</b>	<b>10,011</b>	<b>12,319</b>
货币资金及交易性金融资产	3,756	6,100	9,169	12,773	营业成本(含金融类)	1,349	1,723	2,197	2,617
经营性应收款项	342	527	691	845	税金及附加	903	1,128	1,502	1,848
存货	3,583	4,720	4,816	5,020	销售费用	1,016	1,272	1,802	2,156
合同资产	0	0	0	0	管理费用	587	757	1,101	1,293
其他流动资产	86	174	217	258	研发费用	76	98	130	160
<b>非流动资产</b>	<b>2,030</b>	<b>2,289</b>	<b>2,541</b>	<b>2,740</b>	财务费用	(41)	(12)	(24)	(39)
长期股权投资	14	64	114	164	加:其他收益	18	15	20	25
固定资产及使用权资产	1,090	1,213	1,331	1,394	投资净收益	3	38	50	62
在建工程	457	507	557	607	公允价值变动	41	0	0	0
无形资产	303	338	373	408	减值损失	3	1	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	6	2	4	7
长期待摊费用	40	40	40	40	<b>营业利润</b>	<b>2,236</b>	<b>2,661</b>	<b>3,378</b>	<b>4,377</b>
其他非流动资产	126	126	126	126	营业外净收支	11	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>9,798</b>	<b>13,810</b>	<b>17,435</b>	<b>21,635</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,246</b>	<b>2,670</b>	<b>3,387</b>	<b>4,386</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,133</b>	<b>5,628</b>	<b>7,217</b>	<b>8,645</b>	减:所得税	546	654	830	1,075
短期借款及一年内到期的非流动负债	11	11	11	11	<b>净利润</b>	<b>1,701</b>	<b>2,016</b>	<b>2,557</b>	<b>3,312</b>
经营性应付款项	900	1,062	1,354	1,613	减:少数股东损益	15	20	51	66
合同负债	298	965	1,230	1,466	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,685</b>	<b>1,996</b>	<b>2,506</b>	<b>3,246</b>
其他流动负债	1,924	3,590	4,620	5,555	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.06	5.99	7.52	9.74
非流动负债	128	128	128	128	EBIT	2,145	2,593	3,279	4,244
长期借款	25	25	25	25	EBITDA	2,297	2,770	3,462	4,432
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	77.72	77.25	78.05	78.75
租赁负债	18	18	18	18	归母净利率(%)	27.83	26.36	25.03	26.35
其他非流动负债	85	85	85	85	收入增长率(%)	21.86	25.03	32.22	23.06
<b>负债合计</b>	<b>3,260</b>	<b>5,756</b>	<b>7,344</b>	<b>8,773</b>	归母净利润增长率(%)	35.31	18.43	25.55	29.52
归属母公司股东权益	6,329	7,825	9,811	12,517					
少数股东权益	208	228	280	346					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,538</b>	<b>8,054</b>	<b>10,091</b>	<b>12,863</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,798</b>	<b>13,810</b>	<b>17,435</b>	<b>21,635</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,041	3,229	3,960	4,451	每股净资产(元)	19.00	23.49	29.45	37.57
投资活动现金流	(428)	(386)	(372)	(307)	最新发行在外股份(百万股)	333	333	333	333
筹资活动现金流	(95)	(500)	(520)	(540)	ROIC(%)	27.91	26.64	27.12	27.79
现金净增加额	518	2,344	3,069	3,604	ROE-摊薄(%)	26.63	25.51	25.54	25.93
折旧和摊销	152	177	183	187	资产负债率(%)	33.27	41.68	42.12	40.55
资本开支	(582)	(373)	(372)	(319)	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.77	22.60	18.00	13.90
营运资本变动	(805)	(493)	298	137	P/B(现价)	7.13	5.76	4.60	3.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>