



舍得酒业 (600702.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩稳健兑现，拟回购完善长效激励

业绩简评

23年8月18日，公司披露23H1业绩，期间实现营收35.3亿元，同比+16.6%；实现归母净利润9.2亿元，同比+10.1%。其中，23Q2实现营收15.1亿元，同比+32.1%；实现归母净利润3.5亿元，同比+14.8%。

经营分析

产品端来看，23Q2中高档/普通酒同比分别+30.8%/+34.4%，结构内部舍之道、T68等增速会明显占优，核心单品品味舍得增速与整体增速趋同，预计毛利率扰动与夜郎古酒庄并表&产品阶段性弱化相关（23Q2毛利率同比-1.9pct至71.9%，中报披露夜郎古酒庄期内营收0.75亿元，玻瓶占主营比重稳定）。Q3渠道反馈藏品10年已逐渐铺货，平台股东会近期在上海召开，藏品10年市场成交价在1000元+，配合扫码活动进行动销培育（100%中奖率，36/100/666元红包、5g/20g金条，BC联动返利），结构提升可期。

此外，1) 分区域来看，省内增速环比明显提升，23Q2省内/省外同比分别+33.5%/+30.6%；2) 23Q2经销商新增252家，退出132家，净增加120家，经销商新增与区域外拓相关，而数量减少与经销商整合相关；3) 合同负债环比-2.9亿，与发货节奏相关，同比仍+0.8亿；4) 23Q2销售收现同比+36%，与营收匹配度高；5) 23Q2归母净利率同比-3.5pct至23.2%，除却毛利率扰动外，主要系营业税金及附加占比+2.4pct，季度间节奏相关，23H1占比持平，股权激励费用摊销、市场费用加大投入亦会有影响。

近期逐渐临近中秋&国庆备货节点，公司7-8月主要以消化渠道存量为主，品味、舍之道等受益于暑期宴席需求释放，目前库存环比降至2-2.5个月，批价仍企稳。公司渠道灵活性较优，例如平台公司模式向外衍生，将藏品10年新模式运作，此前品味终端价提价、取消24赠1活动、加大C端费用等。同时，公司披露拟不低于1.85亿元&不超过3.7亿元回购股份以用于员工持股计划，完善长效激励机制，绑定更多员工利益。

盈利预测、估值与评级

我们预计23-25年收入增速为26.0%/26.9%/23.9%；归母净利润增速为21.4%/29.0%/25.3%，对应归母净利润为20.5/26.4/33.1亿元；EPS为6.14/7.93/9.93元，公司股票现价对应PE估值为22.0/17.1/13.6倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：135.39元

相关报告：

- 《舍得酒业公司点评：Q1业绩平稳兑现，预收高增蓄力待发》，2023.4.27
- 《舍得酒业公司点评：费用率优化明显，22年利润超预期》，2023.3.22
- 《三个维度深度剖析舍得的价值-舍得酒业首次覆盖报告》，2022.11.19



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,969	6,056	7,633	9,683	11,996
营业收入增长率	83.8%	21.9%	26.0%	26.9%	23.9%
归母净利润(百万元)	1,246	1,685	2,047	2,641	3,310
归母净利润增长率	114.3%	35.3%	21.4%	29.0%	25.3%
摊薄每股收益(元)	3.75	5.06	6.14	7.93	9.93
每股经营性现金流净额	6.71	3.12	7.17	8.37	10.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.98%	26.63%	26.09%	26.95%	27.03%
P/E	60.59	31.47	22.04	17.08	13.63
P/B	15.74	8.38	5.75	4.60	3.68

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	2,704	4,969	6,056	7,633	9,683	11,996	货币资金	1,348	1,973	2,448	3,499	4,782	6,459	
增长率	83.8%	21.9%	26.0%	26.9%	23.9%		应收款项	984	384	371	468	589	723	
主营业务成本	-653	-1,102	-1,349	-1,693	-2,121	-2,615	存货	2,554	2,794	3,583	3,897	4,824	5,876	
%销售收入	24.1%	22.2%	22.3%	22.2%	21.9%	21.8%	其他流动资产	46	1,440	1,366	1,520	1,690	1,878	
毛利	2,051	3,867	4,707	5,939	7,562	9,381	流动资产	4,932	6,590	7,767	9,384	11,884	14,935	
%销售收入	75.9%	77.8%	77.7%	77.8%	78.1%	78.2%	%总资产	76.4%	81.4%	79.3%	78.5%	79.3%	80.2%	
营业税金及附加	-385	-731	-903	-1,130	-1,423	-1,751	长期投资	226	50	49	49	49	49	
%销售收入	14.2%	14.7%	14.9%	14.8%	14.7%	14.6%	固定资产	877	964	1,514	2,006	2,466	2,987	
销售费用	-537	-876	-1,016	-1,305	-1,646	-2,027	%总资产	13.6%	11.9%	15.5%	16.8%	16.5%	16.0%	
%销售收入	19.9%	17.6%	16.8%	17.1%	17.0%	16.9%	无形资产	358	359	344	388	440	502	
管理费用	-340	-603	-587	-733	-925	-1,140	非流动资产	1,522	1,503	2,030	2,574	3,096	3,687	
%销售收入	12.6%	12.1%	9.7%	9.6%	9.6%	9.5%	%总资产	23.6%	18.6%	20.7%	21.5%	20.7%	19.8%	
研发费用	-21	-33	-76	-96	-122	-151	资产总计	6,454	8,093	9,798	11,958	14,980	18,622	
%销售收入	0.8%	0.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	446	0	11	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	769	1,625	2,124	2,676	3,446	4,311	应付款项	1,203	1,435	1,846	1,997	2,486	3,002	
%销售收入	28.4%	32.7%	35.1%	35.1%	35.6%	35.9%	其他流动负债	979	1,574	1,275	1,732	2,248	2,848	
财务费用	-7	20	41	59	83	114	流动负债	2,628	3,008	3,133	3,728	4,734	5,850	
%销售收入	0.3%	-0.4%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-1.0%	长期贷款	0	0	25	25	25	25	
资产减值损失	-7	-3	3	0	0	0	其他长期负债	45	88	103	100	99	99	
公允价值变动收益	0	15	41	0	0	0	负债	2,673	3,097	3,260	3,853	4,858	5,974	
投资收益	2	4	3	4	4	4	普通股股东权益	3,580	4,794	6,329	7,844	9,798	12,248	
%税前利润	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	336	332	333	333	333	333	
营业利润	768	1,674	2,236	2,762	3,559	4,458	未分配利润	2,376	3,539	4,958	6,473	8,427	10,877	
营业利润率	28.4%	33.7%	36.9%	36.2%	36.8%	37.2%	少数股东权益	201	202	208	261	324	400	
营业外收支	33	10	11	12	13	14	负债股东权益合计	6,454	8,093	9,798	11,958	14,980	18,622	
税前利润	801	1,685	2,246	2,773	3,572	4,473	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	29.6%	33.9%	37.1%	36.3%	36.9%	37.3%	每股指标							
所得税	-194	-414	-546	-674	-868	-1,086	每股收益	1.729	3.751	5.058	6.143	7.926	9.935	
所得税率	24.2%	24.6%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	每股净资产	10.650	14.437	18.996	23.542	29.407	36.759	
净利润	607	1,271	1,701	2,100	2,704	3,386	每股经营现金净流	2.966	6.711	3.125	7.171	8.366	10.445	
少数股东损益	26	25	15	53	63	76	每股股利	0.450	0.800	1.500	1.597	2.061	2.583	
归属于母公司的净利润	581	1,246	1,685	2,047	2,641	3,310	回报率							
净利率	21.5%	25.1%	27.8%	26.8%	27.3%	27.6%	净资产收益率	16.23%	25.98%	26.63%	26.09%	26.95%	27.03%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.00%	15.39%	17.20%	17.12%	17.63%	17.78%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	13.74%	24.45%	24.38%	24.84%	25.64%	25.70%	
净利润	607	1,271	1,701	2,100	2,704	3,386	增长率							
少数股东损益	26	25	15	53	63	76	主营业务收入增长率	2.02%	83.80%	21.86%	26.04%	26.86%	23.89%	
非现金支出	106	169	148	126	158	200	EBIT增长率	6.26%	111.27%	30.74%	25.97%	28.78%	25.13%	
非经营收益	-29	-56	-21	-22	-25	-28	净利润增长率	14.42%	114.35%	35.31%	21.45%	29.01%	25.35%	
营运资金变动	313	844	-787	186	-50	-78	总资产增长率	11.73%	25.40%	21.06%	22.05%	25.27%	24.31%	
经营活动现金净流	997	2,229	1,041	2,389	2,788	3,480	资产管理能力							
资本开支	-239	-205	-582	-646	-654	-763	应收账款周转天数	22.0	12.4	11.1	11.0	10.8	10.6	
投资	0	-1,300	100	-145	-162	-179	存货周转天数	1,390.6	885.3	862.7	840.0	830.0	820.0	
其他	-429	460	54	4	4	4	应付账款周转天数	104.9	77.8	103.2	90.0	90.0	85.0	
投资活动现金净流	-668	-1,045	-428	-787	-812	-938	固定资产周转天数	111.0	63.1	63.7	59.7	56.9	55.7	
股权募资	0	0	80	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-394	-446	25	-11	0	0	净负债/股东权益	-23.85%	-67.83%	-56.90%	-60.80%	-62.95%	-65.06%	
其他	-90	-86	-200	-535	-689	-863	EBIT利息保障倍数	108.9	-81.1	-52.4	-45.5	-41.4	-37.8	
筹资活动现金净流	-484	-532	-95	-546	-689	-863	资产负债率	41.41%	38.26%	33.27%	32.22%	32.43%	32.08%	
现金净流量	-155	651	518	1,056	1,287	1,679								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-11-19	买入	143.53	175.17~175.17
2	2023-03-22	买入	181.76	N/A
3	2023-04-27	买入	180.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究