

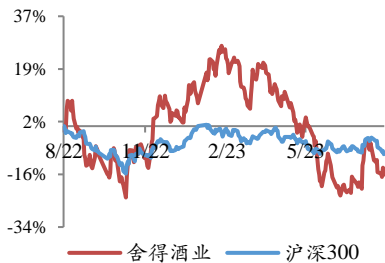
压力之下实现高增，期待长期改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-20

收盘价(元)	135.39
近12个月最高/最低(元)	206.13/122.85
总股本(百万股)	333
流通股本(百万股)	331
流通股比例(%)	99.26
总市值(亿元)	451
流通市值(亿元)	448

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月18日，舍得酒业发布2023年中报。公司23H1/23Q2实现营业收入35.29/15.08亿元，同比增长16.6%/32.1%；实现归母净利润9.20/3.50亿元，同比增长10.1%/14.8%。业绩表现符合市场预期。

● 需求场景仍待提升，基地市场展现强大韧性

分产品来看，中高档酒23H1/23Q2分别实现营业收入27.57/10.87亿元，同比增长14.61%/30.83%；普通酒23H1/23Q2分别实现营业收入5.13/2.77亿元，同比增长23.75%/34.41%；非酒类业务上半年实现26.14%的增长。从收入结构来看，上半年中高档酒占比有所下滑，主要仍系前两个季度次高端白酒场景需求恢复缓慢。

渠道结构方面，批发代理/电商销售23Q2分别实现营业收入12.55/1.09亿元，同比增加29.42%/60.28%；分区域方面，省内/省外市场23Q2分别实现营业收入4.49/9.15亿元，同比增加33.47%/30.62%，省内大本营市场展现了较强的韧性。

经销商方面，公司报告期内酒类产品新增经销商450家，退出经销商203家，截止6月底共有经销商2405家，较Q1末净增加120家，较2022年末增加247家。

● 产品结构影响毛利率下降，销售收现表现亮眼

盈利能力方面，公司23H1/23Q2综合毛利率分别为75.60%/71.88%，同比去年分别下降2.57pct/1.91pct，与一季度相同，需求相对疲软下的产品结构下移仍是主要影响因素。营业税金及附加率Q2增加2.39pct，叠加管理费用率提升1.23pct，整体导致了归母净利率的小幅下滑，因此利润端增速相对收入端放缓。但公司单二季度盈利能力仍旧保持了较高的历史水平。

其他方面，公司23H1/23Q2经营活动净现金流6.40/4.12亿元，均实现了大幅增长，其中销售收现分别同比增加28.4%/36.0%，继续Q1亮眼表现。截至6月底合同负债5.09亿元，环比Q1末减少2.88亿元，同比去年Q2末增加0.76亿元。

● 投资建议

公司在次高端白酒整体承压之下，实现了连续两个季度的业绩增长，体现了相对弹性的渠道优势与管理决心。进入三季度，藏品十年有望开始贡献增量收入，我们看好消费环境持续改善下的公司长期价值。预计公司2023年-2025年营业收入增速分别27.5%、26.8%、23.1%，归母净利润增速分别为19.8%、29.8%、28.2%，对应EPS预测为6.06、7.87、10.09元，对应PE分别22、17、13倍。维持公司“买入”评

级。

● **风险提示**

- (1) 宏观经济不确定性风险；
- (2) 全国化、高端化进程不及预期；
- (3) 复星赋能不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6056	7722	9792	12054
收入同比 (%)	21.9%	27.5%	26.8%	23.1%
归属母公司净利润	1685	2019	2621	3361
净利润同比 (%)	35.3%	19.8%	29.8%	28.2%
毛利率 (%)	77.7%	75.4%	75.8%	76.8%
ROE (%)	26.6%	25.7%	25.0%	24.3%
每股收益 (元)	5.10	6.06	7.87	10.09
P/E	31.21	22.34	17.21	13.42
P/B	8.38	5.75	4.31	3.26
EV/EBITDA	22.05	15.53	10.97	7.85

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7767	11472	14691	19860	营业收入	6056	7722	9792	12054
现金	2448	2833	6490	10296	营业成本	1349	1899	2370	2798
应收账款	219	639	177	493	营业税金及附加	903	1120	1420	1748
其他应收款	48	1240	392	277	销售费用	1016	1236	1518	1868
预付账款	19	114	119	84	管理费用	587	772	979	1205
存货	3583	4857	5677	6760	财务费用	-41	-49	-57	-130
其他流动资产	1452	1790	1837	1950	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2030	2037	2037	2035	公允价值变动收益	41	0	0	0
长期投资	14	14	14	14	投资净收益	3	8	10	12
固定资产	1057	1044	1029	1014	营业利润	2236	2699	3503	4491
无形资产	303	323	338	353	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	656	656	655	654	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	9798	13508	16728	21895	利润总额	2246	2699	3503	4491
流动负债	3133	5306	5880	7657	所得税	546	661	858	1100
短期借款	0	0	0	0	净利润	1701	2037	2645	3391
应付账款	484	571	351	737	少数股东损益	15	18	23	30
其他流动负债	2648	4735	5529	6920	归属母公司净利润	1685	2019	2621	3361
非流动负债	128	128	128	128	EBITDA	2297	2726	3526	4441
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	5.10	6.06	7.87	10.09
其他非流动负债	103	103	103	103					
负债合计	3260	5433	6008	7784					
少数股东权益	208	226	250	280	主要财务比率				
股本	333	333	333	333	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	813	813	813	813	成长能力				
留存收益	5183	6703	9324	12685	营业收入	21.9%	27.5%	26.8%	23.1%
归属母公司股东权	6329	7849	10470	13831	营业利润	33.5%	20.7%	29.8%	28.2%
负债和股东权益	9798	13508	16728	21895	归属于母公司净利	35.3%	19.8%	29.8%	28.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	77.7%	75.4%	75.8%	76.8%
					净利率 (%)	27.8%	26.1%	26.8%	27.9%
					ROE (%)	26.6%	25.7%	25.0%	24.3%
					ROIC (%)	24.6%	24.5%	24.1%	23.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	33.3%	40.2%	35.9%	35.6%
					净负债比率 (%)	49.9%	67.3%	56.0%	55.2%
					流动比率	2.48	2.16	2.50	2.59
					速动比率	1.32	1.22	1.51	1.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.66	0.65	0.62
					应收账款周转率	32.75	18.00	24.00	36.00
					应付账款周转率	3.54	3.60	5.14	5.14
					每股指标 (元)				
					每股收益	5.10	6.06	7.87	10.09
					每股经营现金流 (摊)	3.12	2.90	11.22	11.66
					每股净资产	19.00	23.56	31.42	41.51
					估值比率				
					P/E	31.21	22.34	17.21	13.42
					P/B	8.38	5.75	4.31	3.26
					EV/EBITDA	22.05	15.53	10.97	7.85

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。