

舍得酒业 (600702.SH)

营收稳健增长，毛利率短期承压，全国化步伐向前

事件：舍得酒业发布2023年半年度报告，23H1公司实现营收35.29亿元，同比增长16.64%；实现归属于上市公司股东的净利润9.20亿元，同比增长10.07%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润8.98亿元，同比增长10.68%。其中，23Q2公司实现营收15.08亿元，同比增长32.10%；实现归母净利润3.50亿元，同比增长14.83%。

➤ **营收端增长稳健，全国化步伐向前。**分产品看，23H1公司中高档酒/普通酒分别实现营收27.57/5.13亿元，同比分别增长14.61%/23.75%。分渠道看，公司批发代理/电商销售渠道分别实现营收30.20/2.51亿元，同比分别增长14.95%/29.65%。分区域看，省内/省外市场分别实现营收9.33/23.38亿元，同比分别变化9.16%/18.91%。基于公司“聚焦川冀鲁豫及东北市场”的战略，公司在白酒消费渐进式修复的大背景下，省外销售维持双位数增长，全国化布局持续深化。截至Q2末公司共有经销商2,405家，较2022年末增加247家。

➤ **费用端控制整体较好，毛利率短期承压。**23H1公司销售/管理/财务/研发费用分别为6.18/3.04/-0.14/0.54亿元，费用率同比分别为17.52%/8.60%/-0.40%/1/54%，同比分别变化0.14/-1.35/0.28/0.76pct，期间费用率整体下行。盈利端，23H1公司整体毛利率为75.6%，同比下降2.6pct；净利率为26.1%，同比下降1.6pct，主要系Q2白酒消费不及预期的环境下，公司对应消费场景调整产品结构发力点所致。

➤ **短期受商务消费修复不及预期影响，拥抱变化积极改变，长期成长潜能足。**22Q2受疫情等因素影响，公司营收有所下降，今年Q2在去年较低的基数上，受白酒商务消费不及预期的影响，公司在压力环境中积极发力疫后反弹较好的宴席市场。例如，公司6-8月针对全国高考升学宴消费者推出专项政策，活动产品涉及品味舍得、智慧舍得、水晶舍得、舍之道，政策力度空前。此外，在五一小长假期间，公司也推出了“五一喝舍得，扫码赢好礼”等活动，强化C端培育。随着下半年政策推动经济加快复苏，消费环境改善的背景下，舍得作为全国化势能和潜力较高的次高端酒企，成长弹性空间仍足。

➤ **盈利预测与投资建议：**受白酒消费复苏不及预期影响，预计2023-25年归母净利为20.68/26.30/33.46亿元（前值21.54/28.52/36.41亿元），参照可比公司，给予公司2023年28倍PE，对应目标价174元，维持买入评级。

➤ **风险提示：**白酒商务消费复苏不及预期、新市场开拓不及预期的风险等。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,969	6,056	7,652	9,622	11,943
增长率	84%	22%	26%	26%	24%
净利润(百万元)	1,246	1,685	2,068	2,630	3,346
增长率	114%	35%	23%	27%	27%
EPS(元/股)	3.74	5.06	6.21	7.90	10.04
市盈率(P/E)	36	27	22	17	13
市净率(P/B)	9	7	6	4	3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

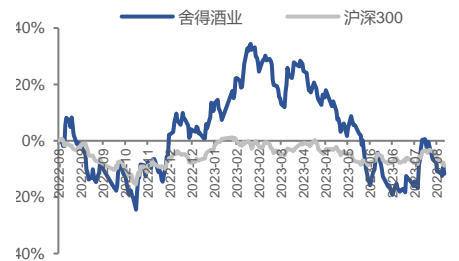
买入(维持评级)

当前价格：135元
目标价格：174元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	333/331
总市值/流通市值(百万元)	45111/44779
每股净资产(元)	20.32
资产负债率(%)	34.60
一年内最高/最低(元)	206.13/115.89

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号：S0210523050001
邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
执业证书编号：S0210523060001
邮箱：zdx30145@hfzq.com.cn

分析师 王瑾璐
执业证书编号：S0210522090002
邮箱：wjl3257@hfzq.com.cn

相关报告

《舍得酒业(600702.SH)深度报告：川酒金花迈向复兴，百亿营收可期》2023-1-4

《舍得酒业(600702.SH)2022年年报点评：22年利润弹性凸显，稳步迈向百亿营收》2023-3-22

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,448	5,140	7,756	11,299	营业收入	6,056	7,652	9,622	11,943
应收票据及账款	248	319	401	496	营业成本	1,349	1,670	2,046	2,494
预付账款	19	23	28	35	税金及附加	903	1,141	1,435	1,780
存货	3,583	5,408	6,316	7,180	销售费用	1,016	1,372	1,754	2,142
合同资产	0	0	0	0	管理费用	587	658	828	1,015
其他流动资产	1,470	1,463	1,503	1,550	研发费用	76	96	121	150
流动资产合计	7,767	12,354	16,004	20,559	财务费用	-41	-37	-64	-94
长期股权投资	14	14	14	14	信用减值损失	3	1	0	0
固定资产	1,057	966	882	806	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	419	559	699	839	公允价值变动收益	41	0	0	0
无形资产	303	341	350	356	投资收益	3	3	3	3
商誉	0	0	0	0	其他收益	18	0	0	0
其他非流动资产	237	246	255	256	营业利润	2,236	2,756	3,506	4,459
非流动资产合计	2,030	2,126	2,200	2,271	营业外收入	16	0	0	0
资产合计	9,798	14,480	18,204	22,830	营业外支出	6	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	2,246	2,756	3,506	4,459
应付票据及账款	899	1,181	1,432	1,736	所得税	545	670	852	1,083
预收款项	1	0	0	0	净利润	1,701	2,086	2,654	3,376
合同负债	298	3,061	3,849	4,777	少数股东损益	15	18	24	30
其他应付款	945	945	945	945	归属母公司净利润	1,686	2,068	2,630	3,346
其他流动负债	990	1,042	1,153	1,277	EPS (按最新股本摊薄)	5.06	6.21	7.90	10.04
流动负债合计	3,133	6,228	7,379	8,735	主要财务比率				
长期借款	25	25	25	25		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	103	103	103	103	营业收入增长率	21.9%	26.4%	25.7%	24.1%
非流动负债合计	128	128	128	128	EBIT 增长率	32.5%	23.3%	26.6%	26.8%
负债合计	3,260	6,356	7,506	8,862	归母公司净利润增长率	35.3%	22.7%	27.2%	27.2%
归属母公司所有者权益	6,329	7,897	10,447	13,687	获利能力				
少数股东权益	208	227	250	280	毛利率	77.7%	78.2%	78.7%	79.1%
所有者权益合计	6,538	8,124	10,697	13,968	净利率	28.1%	27.3%	27.6%	28.3%
负债和股东权益	9,798	14,480	18,204	22,830	ROE	25.8%	25.5%	24.6%	24.0%
					ROIC	42.8%	40.5%	37.1%	34.7%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	33.3%	43.9%	41.2%	38.8%
经营活动现金流	1,041	3,377	2,831	3,744	流动比率	2.5	2.0	2.2	2.4
现金收益	1,782	2,182	2,721	3,407	速动比率	1.3	1.1	1.3	1.5
存货影响	-789	-1,825	-908	-864	营运能力				
经营性应收影响	-41	-75	-87	-102	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营性应付影响	409	280	252	303	应收账款周转天数	11	12	12	12
其他影响	-320	2,815	853	999	存货周转天数	851	969	1,032	974
投资活动现金流	-428	-222	-198	-190	每股指标 (元)				
资本支出	-641	-219	-195	-195	每股收益	5.06	6.21	7.90	10.04
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	3.12	10.14	8.50	11.24
其他长期资产变化	213	-3	-3	5	每股净资产	19.00	23.70	31.35	41.08
融资活动现金流	-95	-463	-17	-11	估值比率				
借款增加	36	0	0	0	P/E	27	22	17	13
股利及利息支付	-265	-83	-108	-132	P/B	7	6	4	3
股东融资	80	0	0	0	EV/EBITDA	39	31	25	20
其他影响	54	-380	91	121					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn