

舍得酒业 (600702.SH)

2022 年逆势增长，2023 年稳中求进

买入

核心观点

事件：舍得酒业发布 2022 年年报，全年实现营收 60.56 亿元，同比增长 21.86%；实现归母净利润 16.84 亿元，同比 35.31%。单四季度看，实现营收 14.39 亿元，同比增长 5.62%；实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 75.87%。

舍得系列逆境中持续保持高增长，费用端优化提升整体盈利水平。从收入端看，2022 年中高档酒/低档酒实现营收 48.77/7.80 亿元，同比增长 25.9%/10.9%，，预计品味舍得增速在 25%左右，舍之道高于整体增速。其中，舍得系列在疫情冲击依然通过“3+6+4”老酒战略实现较快增长，低档酒增速稍慢主要系部分产能不足、疫情冲击下场景缺失以及主动控制定制开发。从毛利率看，2022 年中高档酒/低档酒毛利率下滑 1.3%/0.8%，主要系疫情冲击下舍之道、陶醉等低线产品快速放量所致。从费用端看，公司整体销售费用率/管理费用率同比下滑 0.8pcts/2.4pcts，预计主要系 Q4 疫情反复下部分渠道费投后置。从净利率看，2022 年净利率同比提升 2.5pcts 至 28.1%，主要受益于费用端优化。

场景修复后商务需求有望迎来快速复苏，2023 年公司有望充分享受复苏红利。单四季度看，中高档酒/低档酒实现营收 11.25/2.16 亿元，同比变动 9.2%/-3.2%，主要受到 12 月疫情冲击所致。2022Q4 公司销售费用率下滑 6.2pcts 至 13.5%，预计 12 月疫情感染高峰，部分渠道政策、活动暂停所致。2022Q4 公司管理费用率下滑 11.2pcts 至 5.1%，预计受益于租金成本等减少。展望 2023 年，预计随着场景修复之后，商务活动快速复苏及企业端资产负债表修复，公司作为全国性次高端白酒有望充分享受贝塔红利。

一季度整体回款进度良好，2023 年公司或持续渠道精耕。近日，公司发文自 4 月 1 日起对于品味舍得等产品终端零售价上调 20 元/瓶，同步取消 24 搭 1 的货返政策，旨在强化价盘及促进经销商回款等。站在当下时点，公司一季度回款顺利推进，渠道库存总体安全可控，后续品味舍得大单品或在场景修复和购买力复苏的双重带动实现高质量增长。从渠道端看，2023 年公司或持续推进会战模式，同时在传统优势市场继续精耕细作。

风险提示：疫情反复；动销不及预期；竞争加剧。

投资建议：考虑到夜郎古酒并表，上调此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年实现营收约 81.75/106.27/132.84 亿元（前值 2023-2024 年 82.39/102.17 亿元），同比增长 35.0%/30.0%/25.0%；归母净利润 21.95/28.61/35.68 亿元（前值 2023-2024 年 22.00/28.83 亿元），同比增长 30.2%/30.3%/24.7%；对应 PE 28.8/22.1/17.7X。考虑到老酒战略稳步推进，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,969	6,055.526	8,174.96	10,627.447	13,284.309
(+/-%)	83.8%	21.9%	35.0%	30.0%	25.0%
净利润(百万元)	1246	1,685.442	2,195.013	2,860.987	3,567.817
(+/-%)	114.3%	35.3%	30.2%	30.3%	24.7%
每股收益(元)	3.75	5.06	6.59	8.59	10.71
EBIT Margin	32.7%	35.1%	34.5%	34.7%	34.6%
净资产收益率(ROE)	26.0%	26.6%	26.8%	26.8%	26.0%
市盈率(PE)	50.5	37.5	28.8	22.1	17.7
EV/EBITDA	38.3	29.9	23.1	17.9	14.7
市净率(PB)	13.13	9.98	7.71	5.92	4.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青

联系人：李文华

0755-22940855

021-60375461

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn

S0980520110001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	189.49 元
总市值/流通市值	63137/62671 百万元
52 周最高价/最低价	215.10/116.20 元
近 3 个月日均成交额	1058.75 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《舍得酒业 (600702.SH) - 管理层落地护航成长，春节旺季需求回补显著》——2023-01-31
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 股权激励绑定核心管理层，老酒战略持续引领全国化扩张》——2022-10-18
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 品味舍得战略性提价，关注国庆宴席需求回补情况》——2022-09-29
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 2 逆境中坚守低库存运作，积极看好动销逐季改善》——2022-08-18
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 2021 年业绩增长 114%，舍得沱牌齐头并进》——2022-03-21

事件：舍得酒业发布 2022 年年报，全年实现营收 60.56 亿元，同比增长 21.86%；实现归母净利润 16.84 亿元，同比 35.31%。单四季度看，实现营收 14.39 亿元，同比增长 5.62%；实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 75.87%。

舍得系列逆境中持续保持高增长，费用端优化提升整体盈利水平。从收入端看，2022 年中高档酒/低档酒实现营收 48.77/7.80 亿元，同比增长 25.9%/10.9%，，预计品味舍得增速在 25%左右，舍之道高于整体增速。其中，舍得系列在疫情冲击依然通过“3+6+4”老酒战略实现较快增长，低档酒增速稍慢主要系部分产能不足、疫情冲击下场景缺失以及主动控制定制开发。从毛利率看，2022 年中高档酒/低档酒毛利率下滑 1.3%/0.8%，主要系疫情冲击下舍之道、陶醉等低线产品快速放量所致。从费用端看，公司整体销售费用率/管理费用率同比下滑 0.8pcts/2.4pcts，预计主要系 Q4 疫情反复下部分渠道费投后置。从净利率看，公司 2022 年净利率同比提升 2.5pcts 至 28.1%，主要受益于费用端优化。

场景修复后商务活动有望迎来快速复苏，舍得 2023 年有望充分享受复苏红利。单四季度看，中高档酒/低档酒实现营收 11.25/2.16 亿元，同比变动 9.2%/-3.2%，主要受到 12 月疫情冲击所致。2022Q4 公司销售费用率下滑 6.2pcts 至 13.5%，预计 12 月疫情感染高峰，部分渠道政策、活动暂停所致。2022Q4 公司管理费用率下滑 11.2pcts 至 5.1%，预计受益于租金成本、装修翻新成本减少。展望 2023 年，我们预计随着场景修复之后，商务活动快速复苏及企业端资产负债表修复，公司作为全国性次高端白酒有望充分享受贝塔红利。

一季度整体回款进度良好，2023 年公司或持续渠道精耕。近日，公司发文自 4 月 1 日起对于品味舍得等产品终端零售价上调 20 元/瓶，同步取消 24 搭 1 的货返政策，旨在强化价盘及促进经销商回款等。站在当下时点，公司一季度回款顺利推进，渠道库存总体安全可控，后续品味舍得大单品或在场景修复和购买力复苏的双重带动实现高质量增长。渠道端看，2023 年公司或持续推进会战模式，同时在传统优势市场继续精耕细作。

投资建议：考虑到 23 年夜郎古酒并表及白酒需求复苏，上调此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年实现营收约 81.75/106.27/132.84 亿元（前值 2023-2024 年 82.39/102.17 亿元），同比增长 35.0%/30.0%/25.0%；归母净利润 21.95/28.61/35.68 亿元（前值 2023-2024 年 22.00/28.83 亿元），同比增长 30.2%/30.3%/24.7%；对应 PE 28.8/22.1/17.7X。积极看好需求复苏次高端业绩弹性，考虑到老酒战略&管理层稳定&渠道扎实运作，我们维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 03 月 27 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2022E	EPS 2023E	2024E	2022E	PE 2023E	2024E
600809.SH	山西汾酒	买入	271.5	3,312.4	6.5	8.3	10.7	41.9	32.7	25.3
000799.SZ	酒鬼酒	买入	127.3	413.5	4.0	5.5	7.3	32.1	23.0	17.5
600702.SH	舍得酒业	买入	189.5	631.4	5.1	6.6	8.6	37.5	28.8	22.1

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1973	2448	3264	4224	5916	营业收入	4969	6056	8175	10627	13284
应收款项	241	296	966	1256	1570	营业成本	1102	1349	1735	2319	2965
存货净额	2794	3583	5520	7214	9151	营业税金及附加	731	903	1219	1552	1940
其他流动资产	167	132	226	294	368	销售费用	876	1016	1390	1807	2258
流动资产合计	6590	7767	11285	14296	18313	管理费用	603	587	960	1213	1473
固定资产	964	1514	2042	2586	3158	研发费用	33	76	49	48	53
无形资产及其他	304	303	291	279	267	财务费用	(20)	(41)	(66)	(88)	(123)
投资性房地产	221	199	199	199	199	投资收益	4	3	3	4	3
长期股权投资	14	14	(36)	(61)	(99)	资产减值及公允价值变动	18	41	23	27	30
资产总计	8093	9798	13782	17300	21839	其他收入	(25)	(50)	(49)	(48)	(53)
短期借款及交易性金融负债	0	11	152	55	73	营业利润	1674	2236	2915	3808	4751
应付款项	552	899	1076	1407	1784	营业外净收支	10	11	11	11	11
其他流动负债	2456	2222	3991	4749	5805	利润总额	1685	2246	2925	3818	4762
流动负债合计	3008	3133	5220	6210	7662	所得税费用	414	546	711	932	1162
长期借款及应付债券	0	25	25	25	25	少数股东损益	25	15	20	26	32
其他长期负债	88	103	122	147	167	归属于母公司净利润	1246	1685	2195	2861	3568
长期负债合计	88	128	147	172	192	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3097	3260	5366	6383	7854	净利润	1246	1685	2195	2861	3568
少数股东权益	202	208	225	247	274	资产减值准备	(7)	(3)	0	0	0
股东权益	4794	6329	8190	10670	13711	折旧摊销	98	99	149	202	248
负债和股东权益总计	8093	9798	13782	17300	21839	公允价值变动损失	(18)	(41)	(23)	(27)	(30)
						财务费用	(20)	(41)	(66)	(88)	(123)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1281	(664)	(736)	(938)	(871)
每股收益	3.75	5.06	6.59	8.59	10.71	其它	30	15	17	22	27
每股红利	0.34	0.80	1.00	1.14	1.58	经营活动现金流	2630	1093	1602	2120	2941
每股净资产	14.44	19.00	24.58	32.02	41.15	资本开支	0	(674)	(642)	(707)	(777)
ROIC	32.64%	37.40%	40%	43%	43%	其它投资现金流	(1416)	108	0	0	0
ROE	25.98%	26.63%	27%	27%	26%	投资活动现金流	(1316)	(566)	(592)	(682)	(740)
毛利率	78%	78%	79%	78%	78%	权益性融资	(0)	80	0	0	0
EBIT Margin	33%	35%	35%	35%	35%	负债净变化	0	25	0	0	0
EBITDA Margin	35%	37%	36%	37%	36%	支付股利、利息	(113)	(265)	(334)	(381)	(527)
收入增长	84%	22%	35%	30%	25%	其它融资现金流	(463)	349	141	(98)	18
净利润增长率	114%	35%	30%	30%	25%	融资活动现金流	(689)	(52)	(193)	(479)	(508)
资产负债率	41%	35%	41%	38%	37%	现金净变动	625	475	816	959	1693
股息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	1348	1973	2448	3264	4224
P/E	50.5	37.5	28.8	22.1	17.7	货币资金的期末余额	1973	2448	3264	4224	5916
P/B	13.1	10.0	7.7	5.9	4.6	企业自由现金流	0	370	907	1346	2072
EV/EBITDA	38.3	29.9	23.1	17.9	14.7	权益自由现金流	0	744	1099	1315	2183

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032