

22Q4 业绩超预期 23 年仍可期

——舍得酒业（600702.SH）年报点评

食品饮料/白酒

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

3月21日晚间，公司发布2022年年报，全年实现营收60.55亿元（同比+21.9%），实现归母净利润16.85亿元（同比+35.3%）；22Q4单季度实现营收14.39亿元（同比+5.6%），实现归母净利润4.85亿元（同比+28.8%），超出我们的预期。

投资摘要：

外部不利环境下，公司酒类业务量价齐升，驱动营收增长。公司22年全年营收60.55亿元，同比+21.9%，其中核心业务酒类收入56.6亿元，同比+23.6%。实现销量41377千升，同比+5.7%，吨酒价格13.67万元，同比+16.9%。

中高档量增，普通档提价，营收驱动各有不同；产品结构进一步优化。公司22年中高档酒销量+29.2%，吨酒价格略降4.3%，实现中高档酒销售额48.76亿元，同比+25.9%。同期低档酒销量略降4.1%，但吨价+15.7%，驱动低档酒销售额+10.9%至7.8亿元。中高档酒增速显著高于低档酒，公司产品结构升级。

毛利率基本稳定，22Q4费用投放减少致利润率明显提升。公司22年全年毛利率基本稳定，同比微降0.1pct，其中：中高档酒-1.3pct，低档酒-0.8pct，玻瓶-4.6pct，其他业务+16.2pct。22Q4在毛利率略降1.3pct的背景下，净利率+13.5pct，主要由于Q4消费场景明显减少，费用投放及营销活动减少。该期销售费用、管理费用分别同比降低28%、67%。

23Q1终端消费需求旺盛，Q2低基数，预期公司23H1业绩高增长。23终端需求显著强于前期的背景下，扩张型的舍得或将具备更强的业绩弹性。其中，23Q1受益于宴席场景修复性反弹，商务宴请场景复苏等，预计将在22Q1高基数基础上进一步增长。22Q2低基数下，预期实现较高增速。

投资建议：我们预计公司2023-2025年的营收分别为80.8亿元、101.3亿元和131.4亿元，对应同比增长33.5%、25.4%、29.7%，归母净利润分别为22.7亿元、29.8亿元和40.2亿元，对应同比增长34.7%、31.4%、34.9%，EPS分别为6.81元、8.95元和12.07元，对应报告日股价的PE分别为26.7倍、20.3倍和15.1倍。参考次高端白酒行业估值水平，对应公司的23年预测净利润给予28倍PE的合理估值，对应目标价格190.8元，给予“增持”评级。

风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争加剧、招商情况不及预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,969.27	6,055.53	8,081.37	10,129.85	13,139.13
增长率（%）	83.80%	21.86%	33.45%	25.35%	29.71%
归母净利润（百万元）	1,245.65	1,685.44	2,270.73	2,983.01	4,023.12
增长率（%）	114.35%	35.31%	34.73%	31.37%	34.87%
净资产收益率（%）	25.98%	26.63%	25.46%	25.06%	25.26%
每股收益（元）	3.78	5.10	6.81	8.95	12.07
PE	51.57	38.25	28.62	21.79	16.15
PB	13.51	10.27	7.29	5.46	4.08

资料来源：ifind、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

增持

2023年03月22日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

17621838100

交易数据

时间 2023.3.22

总市值/流通市值（亿元）	619.01/614.44
总股本（万股）	33,319.6
资产负债率（%）	33.27
每股净资产（元）	19.0
收盘价（元）	185.78
一年内最低价/最高价（元）	215.1/116.2

公司股价表现走势图



资料来源：ifind、申港证券研究所

证券研究报告

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4969	6056	8081	10130	13139	流动资产合计	6590	7767	9985	12374	15620
营业成本	1102	1349	1742	2071	2577	货币资金	1973	2448	4030	5906	7317
营业税金及附加	731	903	1181	1493	1939	应收账款	151	219	365	377	519
营业费用	876	1016	1316	1599	2008	其他应收款	38	48	63	80	103
管理费用	603	587	767	941	1195	预付款项	23	19	14	7	0
研发费用	33	76	102	128	165	存货	2794	3583	5287	5679	7244
财务费用	-20	-41	-55	-84	-111	其他流动资产	1	39	110	182	288
资产减值损失	3	0	0	0	0	非流动资产合计	1503	2030	2226	2503	2923
信用减值损失	1	-3	-3	-3	-3	长期股权投资	14	14	14	14	14
公允价值变动收益	15	41	0	0	0	固定资产	858	1057	1255	1470	1811
投资净收益	4	3	3	3	3	无形资产	304	303	319	334	351
营业利润	1674	2236	3028	3981	5365	商誉	0	0	0	0	0
营业外收入	19	17	0	0	0	其他非流动资产	0	30	30	30	30
营业外支出	8	6	0	0	0	资产总计	8093	9798	12211	14877	18543
利润总额	1685	2246	3028	3981	5365	流动负债合计	3008	3133	2905	2519	2071
所得税	414	546	737	972	1306	短期借款	0	0	0	0	0
净利润	1271	1701	2291	3010	4059	应付账款	278	484	617	733	912
少数股东损益	25	15	20	27	36	预收账款	658	298	-184	-787	-1570
归属母公司净利润	1246	1685	2271	2983	4023	一年内到期的非流动负债	0	11	11	11	11
EBITDA	2044	2498	3045	3979	5344	非流动负债合计	88	128	147	189	244
EPS (元)	3.78	5.10	6.81	8.95	12.07	长期借款	0	25	58	100	154
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	3097	3260	3052	2708	2315
营业收入增长	83.80%	21.86%	33.45%	25.35%	29.71%	少数股东权益	202	208	229	255	291
营业利润增长	117.94%	33.52%	35.47%	31.46%	34.77%	实收资本 (或股本)	332	333	333	333	333
归属于母公司净利润增长	34.73%	31.37%	34.73%	31.37%	34.87%	资本公积	736	813	1143	1143	1143
获利能力						未分配利润	3539	4958	6898	9446	12883
毛利率(%)	77.81%	77.72%	78.44%	79.55%	80.39%	归属母公司股东权益合计	4794	6329	8919	11902	15925
净利率(%)	25.57%	28.08%	28.35%	29.71%	30.89%	负债和所有者权益	8093	9798	12211	14877	18543
总资产净利润 (%)	15.39%	17.20%	18.60%	20.05%	21.70%	现金流量表					
ROE(%)	25.98%	26.63%	25.46%	25.06%	25.26%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	2229	1041	114	2108	1756
资产负债率(%)	38%	33%	25%	18%	12%	净利润	1271	1701	2291	3010	4059
流动比率	2.19	2.48	3.44	4.91	7.54	折旧摊销	390	303	0	49	56
速动比率	1.26	1.34	1.62	2.66	4.04	财务费用	-20	-41	-55	-84	-111
营运能力						应收账款减少	0	0	-146	-12	-142
总资产周转率	0.68	0.68	0.73	0.75	0.79	预收账款增加	0	0	-481	-603	-783
应收账款周转率	29	33	28	27	29	投资活动现金流	-1045	-428	1040	-358	-510
应付账款周转率	21.15	15.88	14.68	15.01	15.97	公允价值变动收益	15	41	0	0	0
每股指标 (元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	3.78	5.10	6.81	8.95	12.07	投资收益	4	3	3	3	3
每股净现金流(最新摊薄)	1.96	1.55	4.75	5.63	4.24	筹资活动现金流	-532	-95	428	126	165
每股净资产(最新摊薄)	14.44	19.00	26.77	35.72	47.79	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	33	42	54
P/E	51.57	38.25	28.62	21.79	16.15	普通股增加	-4	1	0	0	0
P/B	13.51	10.27	7.29	5.46	4.08	资本公积增加	-154	77	331	0	0
EV/EBITDA	30.72	25.05	20.05	14.88	10.82	现金净增加额	652	518	1582	1876	1412

资料来源: ifind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上