

舍得酒业 (600702.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

费用率优化明显，22 年利润超预期

业绩简评

3月21日，公司披露22年年报，22年实现营收60.6亿元，同比增长21.9%；归母净利16.9亿元，同比+35.3%。Q4实现营收14.4亿元，同比+5.6%；归母净利4.9亿元，同比+75.9%。

经营分析

22年归母净利率达到27.8%，同比+2.8pct，其中Q4归母净利率达到33.7%，同比+13.5pct。拆分结构来看：

1)22年中高档酒同比+25.9%，量+29.2%，价-2.6%，毛利率-1.3pct，预计系舍之道翻倍式增长等带来产品结构的相对弱化，占比86.2%。普通酒同比+10.9%，量-4.1%，价+15.7%，毛利率-0.8pct。产品毛利率下行也与成本结构有一定关联，成本项中人工工资明显提升（酒类中人工工资同比+36.5%，与生产人员从3415个增加至4859个相对应）。

2)费用率下降是利润弹性的主因。22年管理费用率-2.44pct（管理费用中的“其他”项从21年的1.4亿降至22年0.9亿），销售费用率-0.84pct（广宣&市场开发费+8.7%，低于收入增幅；销售人员+413个，和职工薪酬+24.4%匹配，同时省外收入+28.1%也表明全国化的稳步推进，省内经销商减少与清理休眠经销商有关）。营业税金及附加占比+0.21pct，波动不大。

3)22年末合同负债2.98亿，较21年末-3.61亿；22年销售收现60.14亿，同比+0.2%。预收款减少和12月时反馈回款受疫情密集确诊影响节奏有关，步入1月回款速度明显提升，目前回款20%+，对于Q1预期无需悲观。此外，年报提及合资成立夜郎古酒庄，以夜郎古品牌布局酱香业务，品牌战略也升级至“多品牌矩阵”战略。公司对夜郎古酒庄持股78.95%，Q1起将产生增量业绩。

从外部看，Q2往后需求逐季恢复具备确定性，赛道具备顺周期下的弹性&成长性，环境优化下消费者培育、产品梳理、渠道渗透等均具备更好的基础。从内部看，公司持续、稳步地推进“3+6+4”老酒战略，渠道库存约2个月，保持良性。22年至今对渠道价值链的维护也颇具定力。边际上看，公司对藏品重视度明显提升，观察春糖的更新情况，对品味等核心品批价走势亦乐观。

盈利预测、估值与评级

考虑到疫后需求加速恢复，我们上调公司22/23年EPS预测至6.40/8.29元（原为5.84/7.79元），预计25年EPS为10.57元，公司股票现价对应PE估值为28/22/17倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；政策风险；全国化进展不及预期。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

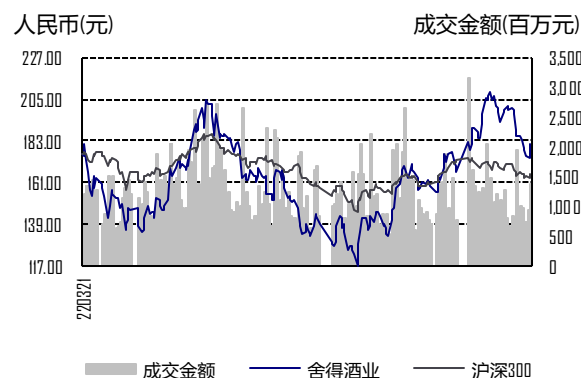
联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：181.76元

相关报告：

1.《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	7,957	10,104	12,659
营业收入增长率	83.8%	21.9%	31.4%	27.0%	25.3%
归母净利润(百万元)	1,246	1,685	2,133	2,761	3,521
归母净利润增长率	114.3%	35.3%	26.5%	29.5%	27.5%
摊薄每股收益(元)	3.75	5.06	6.40	8.29	10.57
每股经营性现金流净额	6.71	3.12	7.41	8.78	11.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.98%	26.63%	26.86%	27.66%	27.97%
P/E	60.59	31.47	28.40	21.93	17.20
P/B	15.74	8.38	7.63	6.07	4.81

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,704	4,969	6,056	7,957	10,104	12,659
增长率	83.8%	21.9%	31.4%	27.0%	25.3%	
主营业务成本	-653	-1,102	-1,349	-1,751	-2,187	-2,687
%销售收入	24.1%	22.2%	22.3%	22.0%	21.6%	21.2%
毛利	2,051	3,867	4,707	6,206	7,917	9,972
%销售收入	75.9%	77.8%	77.7%	78.0%	78.4%	78.8%
营业税金及附加	-385	-731	-903	-1,186	-1,495	-1,874
%销售收入	14.2%	14.7%	14.9%	14.9%	14.8%	14.8%
销售费用	-537	-876	-1,016	-1,369	-1,728	-2,152
%销售收入	19.9%	17.6%	16.8%	17.2%	17.1%	17.0%
管理费用	-340	-603	-587	-764	-965	-1,203
%销售收入	12.6%	12.1%	9.7%	9.6%	9.6%	9.5%
研发费用	-21	-33	-76	-100	-127	-159
%销售收入	0.8%	0.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	769	1,625	2,124	2,788	3,602	4,584
%销售收入	28.4%	32.7%	35.1%	35.0%	35.6%	36.2%
财务费用	-7	20	41	60	86	120
%销售收入	0.3%	-0.4%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-7	-3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	15	41	0	0	0
投资收益	2	4	3	4	4	4
%税前利润	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	768	1,674	2,236	2,875	3,718	4,738
营业利润率	28.4%	33.7%	36.9%	36.1%	36.8%	37.4%
营业外收支	33	10	11	12	13	14
税前利润	801	1,685	2,246	2,887	3,731	4,752
利润率	29.6%	33.9%	37.1%	36.3%	36.9%	37.5%
所得税	-194	-414	-546	-701	-906	-1,154
所得税率	24.2%	24.6%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
净利润	607	1,271	1,701	2,185	2,825	3,597
少数股东损益	26	25	15	53	63	76
归属于母公司的净利润	581	1,246	1,685	2,133	2,761	3,521
净利率	21.5%	25.1%	27.8%	26.8%	27.3%	27.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	607	1,271	1,701	2,185	2,825	3,597
少数股东损益	26	25	15	53	63	76
非现金支出	106	169	148	126	158	200
非经营收益	-29	-56	-21	-22	-25	-28
营运资金变动	313	844	-787	179	-33	-18
经营活动现金净流	997	2,229	1,041	2,468	2,925	3,751
资本开支	-239	-205	-582	-646	-654	-763
投资	0	-1,300	100	-145	-162	-179
其他	-429	460	54	4	4	4
投资活动现金净流	-668	-1,045	-428	-787	-812	-938
股权募资	0	0	80	33	0	0
债权募资	-394	-446	25	-11	0	0
其他	-90	-86	-200	-557	-720	-918
筹资活动现金净流	-484	-532	-95	-536	-720	-918
现金净流量	-155	651	518	1,144	1,393	1,896

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,348	1,973	2,448	3,588	4,977	6,870
应收款项	984	384	371	488	614	763
存货	2,554	2,794	3,583	4,029	4,973	6,037
其他流动资产	46	1,440	1,366	1,521	1,691	1,879
流动资产	4,932	6,590	7,767	9,626	12,255	15,549
%总资产	76.4%	81.4%	79.3%	78.9%	79.8%	80.8%
长期投资	226	50	49	49	49	49
固定资产	877	964	1,514	2,006	2,466	2,987
%总资产	13.6%	11.9%	15.5%	16.4%	16.1%	15.5%
无形资产	358	359	344	388	440	502
非流动资产	1,522	1,503	2,030	2,574	3,096	3,687
%总资产	23.6%	18.6%	20.7%	21.1%	20.2%	19.2%
资产总计	6,454	8,093	9,798	12,199	15,351	19,236
短期借款	446	0	11	0	0	0
应付款项	1,203	1,435	1,846	2,072	2,576	3,117
其他流动负债	979	1,574	1,275	1,801	2,343	3,006
流动负债	2,628	3,008	3,133	3,873	4,919	6,122
长期贷款	0	0	25	25	25	25
其他长期负债	45	88	103	100	99	99
负债	2,673	3,097	3,260	3,998	5,043	6,246
普通股股东权益	3,580	4,794	6,329	7,940	9,984	12,590
其中：股本	336	332	333	333	333	333
未分配利润	2,376	3,539	4,958	6,536	8,580	11,186
少数股东权益	201	202	208	261	324	400
负债股东权益合计	6,454	8,093	9,798	12,199	15,351	19,236

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.729	3.751	5.058	6.401	8.287	10.569
每股净资产	10.650	14.437	18.996	23.831	29.963	37.784
每股经营现金净流	2.966	6.711	3.125	7.407	8.778	11.258
每股股利	0.450	0.800	1.500	1.664	2.155	2.748
回报率						
净资产收益率	16.23%	25.98%	26.63%	26.86%	27.66%	27.97%
总资产收益率	9.00%	15.39%	17.20%	17.48%	17.99%	18.31%
投入资本收益率	13.74%	24.45%	24.38%	25.58%	26.32%	26.61%
增长率						
主营业务收入增长率	2.02%	83.80%	21.86%	31.39%	27.00%	25.28%
EBIT 增长率	6.26%	111.27%	30.74%	31.25%	29.20%	27.27%
净利润增长率	14.42%	114.35%	35.31%	26.53%	29.48%	27.53%
总资产增长率	11.73%	25.40%	21.06%	24.51%	25.83%	25.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.0	12.4	11.1	11.0	10.8	10.6
存货周转天数	1,390.6	885.3	862.7	840.0	830.0	820.0
应付账款周转天数	104.9	77.8	103.2	90.0	90.0	85.0
固定资产周转天数	111.0	63.1	63.7	57.3	54.5	52.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.85%	-67.83%	-56.90%	-61.17%	-63.71%	-66.51%
EBIT 利息保障倍数	108.9	-81.1	-52.4	-46.7	-41.8	-38.1
资产负债率	41.41%	38.26%	33.27%	32.77%	32.85%	32.47%

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

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402