

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

舍得酒业(600702)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

舍得酒业(600702.SH): 向阳而上, 复星生态加速持续赋能  
2023.02.16

舍得酒业(600702.SH): 释放业绩, 凸显弹性  
2022.10.26

舍得酒业(600702.SH): 激励落地, 冲刺百亿  
2022.10.16

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 利润超预期收官, 多品牌协同发展

2023年03月22日

**事件:** 公司发布 2022 年年报, 全年实现营收 60.56 亿元, 同比增长 21.86%, 归母净利润 16.85 亿元, 同比增长 35.31%; 销售回款 60.14 亿元, 同比增长 0.19%, 经营净现金流 10.41 亿元, 同比减少 53.29%。

**点评:**

- **疫情影响回款及费用投放, 净利率大幅提升。** 根据公告, 22Q4 公司营收 14.39 亿元, 同比增长 5.61%, 归母净利润 4.85 亿元, 同比增长 75.88%, 受 12 月疫情管控调整影响, 季末回款高峰滞后, 22Q4 实现销售回款 11.38 亿元, 同比减少 31.91%。从盈利能力看, 全年公司归母净利率为 27.83%, 同比+2.76pct, 单四季度归母净利率为 33.74%, 同比+13.48pct, 超市场预期, 我们认为主要系: 1) 四季度费用投放受疫情影响大, 单四季度销售费用率同比-6.18pct, 2) 公司已自己购买物业, 办公租赁费减少, 此外部分奖金于 2023 年计提, 单四季度管理费用率同比-11.16pct 至 5.05%。截至期末, 公司合同负债 2.98 亿元, 环比-0.64 亿元。
- **发挥舍得品牌引领优势, 中高档酒及省外销售加快。** 2022 年, 公司中高档酒(舍得、沱牌天曲)实现收入 48.77 亿元, 同比增长 25.88%, 其中销量同比增长 29.19%, 吨价同比减少 2.56%, 毛利率同比-1.3pct 至 86%; 低档酒(沱牌大曲、高线光瓶等)收入 7.8 亿元, 同比增长 10.92%, 销量同比减少 4.11%, 吨价同比增长 15.67%, 毛利率同比-0.84pct 至 48.96%。我们认为, 一方面, 在双品牌战略下, 沱牌收入占比提升, 对毛利率有摊薄; 另一方面, 酒类生产成本受原材料及生产人员增加影响, 有一定提升。除酒类收入外, 公司另有 3.55 亿元的玻璃瓶收入, 同比减少 0.49%。由于酒类毛利率均有下滑, 公司全年整体毛利率同比-0.21pct 至 77.69%。按照区域划分, 2022 年公司酒类业务省内销售 16.12 亿元, 同比增长 13.48%; 省外销售 40.45 亿元, 同比增长 28.12%, 占比同比+2.54pct 至 71.51%, 加速新市场拓展及传统市场深耕, 经过近两年的快速成长, 东北市场被纳入公司第一梯队, 省外拓展效果显著。
- **经销商持续优化, 坚守“利他”主义。** 2022 年, 公司对经销商进行了优化和调整, 并新引进了一批有实力的经销商, 全年净减少经销商 94 家, 其中省内净减少 144 家, 省外净增加 50 家, 截至期末共计 2158 家经销商, 平均单个经销商规模已达 262 万元/年, 同比增长 29%, 实现了高质量发展。今年以来, 公司坚持“稳价格、控库存、强动销”核心原则, 贯彻“利他”的客户思维, 持续巩固及提升与经销商的关系, 释放提价预期, 提振经销商信心。我们认为, 随着全年消费复苏的逻辑兑现, 在稳固的厂商关系下, 公司有望再次表现出成长性, 场景复苏已率先表现, 静待演绎。
- **夜郎古并表确定, 全年增长可期。** 2022 年, 公司合资成立贵州夜郎古酒庄有限公司, 以夜郎古品牌布局酱香业务, 今年已纳入并表范围, 对公司全年收入或有一定增量。我们认为, 随着舍得和复星的赋能, 夜郎古也将加

快全国化进程，逐步提升规模体量。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 5.10、6.33、8.14 元/股，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**疫情反复导致动销放缓；全国化扩张不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,969	6,056	8,029	10,128	12,440
增长率 YoY %	83.8%	21.9%	32.6%	26.1%	22.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,246	1,685	2,109	2,714	3,398
增长率 YoY%	114.3%	35.3%	25.1%	28.7%	25.2%
毛利率%	77.8%	77.7%	78.5%	79.2%	79.8%
净资产收益率ROE%	26.0%	26.6%	26.9%	27.8%	27.9%
EPS(摊薄)(元)	3.78	5.10	6.33	8.14	10.20
市盈率 P/E(倍)	60.09	31.21	28.72	22.32	17.83
市净率 P/B(倍)	15.74	8.38	7.73	6.20	4.97

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 21 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6,590	7,767	9,592	11,926	14,725
货币资金	1,973	2,448	3,704	5,437	7,806
应收票据	52	30	44	55	68
应收账款	151	219	220	250	273
预付账款	23	19	34	42	50
存货	2,794	3,583	4,016	4,509	4,829
其他	1,598	1,470	1,574	1,633	1,698
<b>非流动资产</b>	1,503	2,030	2,313	2,587	2,852
长期股权投资	14	14	14	14	14
固定资产	858	1,057	1,227	1,397	1,567
无形资产	304	303	338	373	408
其他	327	656	734	802	862
<b>资产总计</b>	8,093	9,798	11,905	14,513	17,576
<b>流动负债</b>	3,008	3,133	3,710	4,365	5,040
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	274	415	378	405	448
应付账款	278	484	402	462	517
其他	2,456	2,233	2,930	3,498	4,074
<b>非流动负债</b>	88	128	127	128	65
长期借款	0	25	25	25	25
其他	88	103	102	103	40
<b>负债合计</b>	3,097	3,260	3,837	4,493	5,105
少数股东权益	202	208	230	257	291
归属母公司股东权益	4,794	6,329	7,839	9,763	12,181
<b>负债和股东权益</b>	8,093	9,798	11,905	14,513	17,576

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,969	6,056	8,029	10,128	12,440
同比 (%)	83.8%	21.9%	32.6%	26.1%	22.8%
归属母公司净利润	1,246	1,685	2,109	2,714	3,398
同比 (%)	114.3%	35.3%	25.1%	28.7%	25.2%
毛利率 (%)	77.8%	77.7%	78.5%	79.2%	79.8%
ROE%	26.0%	26.6%	26.9%	27.8%	27.9%
EPS (摊薄)(元)	3.78	5.10	6.33	8.14	10.20
P/E	60.09	31.21	28.72	22.32	17.83
P/B	15.74	8.38	7.73	6.20	4.97
EV/EBITDA	40.84	22.05	19.87	15.11	11.64

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	4,969	6,056	8,029	10,128	12,440
营业成本	1,102	1,349	1,724	2,110	2,518
营业税金及附加	731	903	1,164	1,469	1,804
销售费用	876	1,016	1,365	1,722	2,115
管理费用	603	587	964	1,215	1,493
研发费用	33	76	80	101	124
财务费用	-20	-41	-44	-66	-97
减值损失合计	-3	0	5	5	5
<b>投资净收益</b>	4	3	6	8	10
其他	28	68	24	30	37
<b>营业利润</b>	1,674	2,236	2,811	3,621	4,536
营业外收支	10	11	10	10	10
<b>利润总额</b>	1,685	2,246	2,821	3,631	4,546
所得税	414	546	691	890	1,114
<b>净利润</b>	1,271	1,701	2,130	2,741	3,432
少数股东损益	25	15	21	27	34
<b>归属母公司净利润</b>	1,246	1,685	2,109	2,714	3,398
EBITDA	1,801	2,297	2,864	3,652	4,536
EPS (当年)(元)	3.78	5.10	6.33	8.14	10.20

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2,229	1,041	2,252	2,916	3,805
净利润	1,271	1,701	2,130	2,741	3,432
折旧摊销	166	152	132	141	150
财务费用	-26	3	2	2	2
投资损失	-4	-3	-6	-8	-10
营运资金变动	844	-787	9	54	245
其它	-22	-24	-15	-15	-15
<b>投资活动现金流</b>	-1,045	-428	-394	-392	-390
资本支出	-205	-582	-390	-390	-390
长期投资	-1,300	100	0	0	0
其他	460	54	-4	-2	0
<b>筹资活动现金流</b>	-532	-95	-602	-792	-1,045
吸收投资	0	80	0	0	0
借款	20	25	0	0	0
支付利息或股息	-113	-265	-622	-792	-982
<b>现金流净增加额</b>	651	518	1,256	1,733	2,369

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**姜青丰**，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。