

## 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

**事件:** 公司披露 22 年年报, 22 年实现营收 60.6 亿元, 同比+21.9%; 归母净利润 16.9 亿元, 同比+35.3%。Q4 实现营收 14.4 亿元, 同比+5.6%; 归母净利润 4.9 亿元, 同比+75.9%。

#### 点评:

➤ **产品结构升级继续, 中高档酒销量高增, 低价酒吨价增长较快。** 2022 年中高档酒营收 48.8 亿元, 同比+25.9%; 营收占比增加达到 80.5%, 公司整体产品结构升级继续; 销量 1.5 万千升, 同比+29.2%; 吨价 32.7 万元/千升, 同比-2.6%, 吨价的下跌预计和舍之道和陶醉系列增速较快相关。普通酒营收 7.8 亿元, 同比+10.9%; 营收占比降低为 12.9%; 销量 2.6 万千升, 同比-4.11%; 吨价 2.9 万元/千升, 同比+15.7%。

➤ **毛利率略降, 费用率优化, 净利率上升。** 公司酒类毛利率 80.89%, 同比-0.65pct, 其中中高档酒毛利率 86%, 同比-1.3pct; 普通酒毛利率 48.96%, 同比-0.84pct。毛利的降低和生产人员增加导致的人工工资增加有一定关系, 酒类成本中人工工资同比+36.5%。公司净利率为 28.08%, 同比+2.51pct, 主要系费用率优化; 其中管理费用率同比-2.45pct, 公司加强费用控制; 销售费用率同比-0.85pct, 主要因为 Q4 受到疫情影响部分销售活动无法展开, 同时全国化带来的规模效应初步显现。

➤ **省外增长较快, 全国化战略进一步深化。** 2022 年公司酒类省外营收 40.4 亿元, 同比+28.1%; 酒类省内收入 16.1 亿元, 同比+13.5%; 2022 年以来公司持续推进“聚焦川冀鲁豫及东北, 突破华东华南, 提升西北市场”的总体策略, 省外增长迅速, 全国化战略布局进一步深化。

➤ **股权激励充分调动积极性, 百亿目标坚定。** 公司于 22 年 11 月正式落地股票激励计划, 深度绑定业务骨干, 22 年超额完成目标, 团队信心和战斗力进一步增强。公司亮相兔年春晚提升品牌势能, 23 年春节以来动销加快, 多地市场增长快速, 看好公司 23 年继续完成目标, 24 年实现百亿营收。

➤ **盈利预测与投资建议:** 公司战略规划清晰, 增长势能强劲, 预计 23-25 年归母净利润分别为 21.54/28.52/36.41 亿元 (23/24 年前值分别为 21.51/28.47 亿元), 同比增长 28%/32%/28%, 给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价 226 元/股, 维持公司“买入”评级。

➤ **风险提示:** 次高端行业竞争激烈超预期的风险; 渠道扩张不及预期风险; 业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险; 经济下行风险。

### 买入(维持评级)

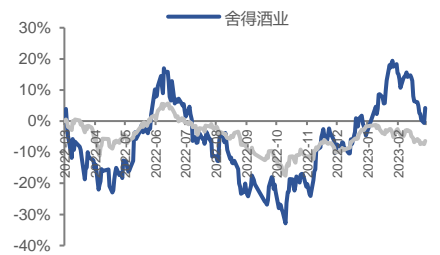
当前价格: 185.8 元

目标价格: 226 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)	61901/61444
每股净资产 (元)	19.00
资产负债率 (%)	33.27
一年内最高/最低 (元)	208.3/117.11

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

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

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,969	6,056	7,962	10,230	12,746
增长率	84%	22%	31%	28%	25%
净利润 (百万元)	1,246	1,685	2,154	2,852	3,641
增长率	114%	35%	28%	32%	28%
EPS (元/股)	3.74	5.06	6.46	8.56	10.93
市盈率 (P/E)	50	37	29	22	17
市净率 (P/B)	13	10	8	6	4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

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	5,404	8,365	12,407	营业收入	6,056	7,962	10,230	12,746
应收票据及账款	248	326	419	522	营业成本	1,349	1,675	2,057	2,461
预付账款	19	23	29	34	税金及附加	903	1,187	1,525	1,900
存货	3,583	5,426	6,351	7,087	销售费用	1,016	1,376	1,768	2,202
合同资产	0	0	0	0	管理费用	587	796	1,023	1,275
其他流动资产	1,470	1,469	1,515	1,566	研发费用	76	100	129	160
流动资产合计	7,767	12,649	16,678	21,616	财务费用	-41	-38	-68	-103
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	<b>营业利润</b>	<b>2,236</b>	<b>2,870</b>	<b>3,800</b>	<b>4,853</b>
非流动资产合计	2,030	2,126	2,200	2,271	营业外收入	16	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>9,798</b>	<b>14,775</b>	<b>18,878</b>	<b>23,886</b>	营业外支出	6	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>2,246</b>	<b>2,870</b>	<b>3,800</b>	<b>4,853</b>
应付票据及账款	899	1,184	1,440	1,713	所得税	545	697	923	1,179
预收款项	1	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,701</b>	<b>2,173</b>	<b>2,877</b>	<b>3,674</b>
合同负债	298	3,185	4,092	5,098	少数股东损益	15	19	25	33
其他应付款	945	945	945	945	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,686</b>	<b>2,154</b>	<b>2,852</b>	<b>3,641</b>
其他流动负债	990	1,123	1,268	1,428	EPS (摊薄)	5.06	6.46	8.56	10.93
流动负债合计	3,133	6,437	7,745	9,184					
长期借款	25	25	25	25	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他非流动负债	103	103	103	103	<b>成长能力</b>				
非流动负债合计	128	128	128	128	营业收入增长率	21.9%	31.5%	28.5%	24.6%
<b>负债合计</b>	<b>3,260</b>	<b>6,564</b>	<b>7,872</b>	<b>9,312</b>	EBIT 增长率	32.5%	28.4%	31.8%	27.3%
归属母公司所有者权益	6,329	7,983	10,753	14,289	归母净利润增长率	35.3%	27.8%	32.4%	27.7%
少数股东权益	208	227	253	285	<b>获利能力</b>				
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,538</b>	<b>8,210</b>	<b>11,006</b>	<b>14,575</b>	毛利率	77.7%	79.0%	79.9%	80.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,798</b>	<b>14,775</b>	<b>18,878</b>	<b>23,886</b>	净利率	28.1%	27.3%	28.1%	28.8%
					ROE	25.8%	26.2%	25.9%	25.0%
					ROIC	42.8%	41.6%	38.9%	36.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	33.3%	44.4%	41.7%	39.0%
					流动比率	2.5	2.0	2.2	2.4
					速动比率	1.3	1.1	1.3	1.6
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	11	11	12	12
					存货周转天数	851	968	1,031	983
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	5.06	6.46	8.56	10.93
					每股经营现金流	3.12	10.92	9.52	12.71
					每股净资产	19.00	23.96	32.27	42.89
					<b>估值比率</b>				
					P/E	37	29	22	17
					P/B	10	8	6	4
					EV/EBITDA	41	32	25	20

现金流量表				
单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021A
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,041</b>	<b>3,639</b>	<b>3,172</b>	<b>4,235</b>
现金收益	1,782	2,267	2,939	3,697
存货影响	-789	-1,843	-925	-736
经营性应收影响	-41	-83	-98	-109
经营性应付影响	409	284	256	273
其他影响	-320	3,014	1,000	1,110
<b>投资活动现金流</b>	<b>-428</b>	<b>-222</b>	<b>-198</b>	<b>-190</b>
资本支出	-641	-219	-195	-195
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	213	-3	-3	5
<b>融资活动现金流</b>	<b>-95</b>	<b>-461</b>	<b>-13</b>	<b>-3</b>
借款增加	36	0	0	0
股利及利息支付	-265	-83	-108	-132
股东融资	80	0	0	0
其他影响	54	-378	95	129

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