

# 舍得酒业 (600702.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q1 业绩平稳兑现，预收高增蓄力待发

### 业绩简评

4月27日，公司披露23年一季报，期间实现营收20.2亿元，同比+7.3%；实现归母净利5.7亿元，同比+7.3%，符合预期。

### 经营分析

从产品结构来看，23Q1中高档营收16.7亿元，同比+6.1%；普通酒营收2.4亿元，同比+13.2%，产品结构阶段性弱化导致毛利率-2.5pct至78.4%。全年维度看预计结构仍会有所提升，资源投放相对聚焦，公司也加大对高端酒赛道的重视，藏品10年目标2-3年达10亿规模。此外，23Q1省内/省外营收分别-6.65%/+12.43%，全国化布局持续推进，相对应的Q1期间经销商净增加127家至2285家；批发代理/电商营收分别+6.4%/+13.0%。

预收蓄水高增是Q1的亮点，23Q1末合同负债余额8.0亿元，环比+5.0亿元，考虑合同负债后营收同比增速达56%。相对应的，23Q1销售收现22.4亿元，同比+23%；23Q1末应收票据余额环比+1.4亿元，应收款项融资余额环比+5.3亿元。公司对渠道节奏把握较为稳健，库存处于良性分位，核心的品味等产品批价稳定，预收款优异也彰显渠道信心。此外，23Q1归母净利率较去年同期持平，管理费用率-2.4pct/营业税金及附加占比-1.4pct抵消毛利率的下滑扰动。

公司持续践行老酒战略，核心是长期主义与充沛的老酒资源，于聚焦中稳健发展。今年公司高度重视宴席市场，致力于在各地提升认可度与知名度，有望充分享受次高端价位在景气回升期的红利。此外，公司在经销模式上也积极探索，对于藏品10年试水平台模式，事业部制的打法也更灵活，夜郎古磨合后有望持续增量。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年收入增速为30.9%、26.8%、25.3%，归母净利增速为25.9%、29.3%、27.5%，对应EPS为6.37、8.23、10.50元，股票现价对应PE估值为28.1/21.7/17.0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)：178.74元

相关报告：

- 《舍得酒业公司点评：费用率优化明显，22年利润超预期》，2023.3.22
- 《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	7,927	10,055	12,597
营业收入增长率	83.8%	21.9%	30.9%	26.8%	25.3%
归母净利润(百万元)	1,246	1,685	2,122	2,743	3,499
归母净利润增长率	114.3%	35.3%	25.9%	29.3%	27.5%
摊薄每股收益(元)	3.75	5.06	6.37	8.23	10.50
每股经营性现金流净额	6.71	3.12	7.37	8.72	11.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.98%	26.63%	26.86%	27.63%	27.95%
P/E	60.59	31.47	28.06	21.71	17.02
P/B	15.74	8.38	7.54	6.00	4.76

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>2,704</b>	<b>4,969</b>	<b>6,056</b>	<b>7,927</b>	<b>10,055</b>	<b>12,597</b>	货币资金	1,348	1,973	2,448	3,545	4,918	6,792	
增长率	83.8%	21.9%	30.9%	26.8%	25.3%		应收款项	984	384	371	486	611	759	
<b>主营业务成本</b>	<b>-653</b>	<b>-1,102</b>	<b>-1,349</b>	<b>-1,747</b>	<b>-2,181</b>	<b>-2,681</b>	存货	2,554	2,794	3,583	4,020	4,961	6,022	
%销售收入	24.1%	22.2%	22.3%	22.0%	21.7%	21.3%	其他流动资产	46	1,440	1,366	1,521	1,691	1,879	
<b>毛利</b>	<b>2,051</b>	<b>3,867</b>	<b>4,707</b>	<b>6,180</b>	<b>7,873</b>	<b>9,917</b>	流动资产	4,932	6,590	7,767	9,573	12,181	15,452	
%销售收入	75.9%	77.8%	77.7%	78.0%	78.3%	78.7%	%总资产	76.4%	81.4%	79.3%	78.8%	79.7%	80.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-385</b>	<b>-731</b>	<b>-903</b>	<b>-1,181</b>	<b>-1,488</b>	<b>-1,864</b>	长期投资	226	50	49	49	49	49	
%销售收入	14.2%	14.7%	14.9%	14.9%	14.8%	14.8%	固定资产	877	964	1,514	2,006	2,466	2,987	
<b>销售费用</b>	<b>-537</b>	<b>-876</b>	<b>-1,016</b>	<b>-1,363</b>	<b>-1,719</b>	<b>-2,142</b>	%总资产	13.6%	11.9%	15.5%	16.5%	16.1%	15.6%	
%销售收入	19.9%	17.6%	16.8%	17.2%	17.1%	17.0%	无形资产	358	359	344	388	440	502	
<b>管理费用</b>	<b>-340</b>	<b>-603</b>	<b>-587</b>	<b>-761</b>	<b>-960</b>	<b>-1,197</b>	非流动资产	1,522	1,503	2,030	2,574	3,096	3,687	
%销售收入	12.6%	12.1%	9.7%	9.6%	9.6%	9.5%	%总资产	23.6%	18.6%	20.7%	21.2%	20.3%	19.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-21</b>	<b>-33</b>	<b>-76</b>	<b>-100</b>	<b>-127</b>	<b>-159</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,454</b>	<b>8,093</b>	<b>9,798</b>	<b>12,147</b>	<b>15,276</b>	<b>19,139</b>	
%销售收入	0.8%	0.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	446	0	11	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>769</b>	<b>1,625</b>	<b>2,124</b>	<b>2,775</b>	<b>3,579</b>	<b>4,555</b>	应付款项	1,203	1,435	1,846	2,067	2,568	3,106	
%销售收入	28.4%	32.7%	35.1%	35.0%	35.6%	36.2%	其他流动负债	979	1,574	1,275	1,794	2,331	2,990	
<b>财务费用</b>	<b>-7</b>	<b>20</b>	<b>41</b>	<b>59</b>	<b>85</b>	<b>119</b>	流动负债	2,628	3,008	3,133	3,861	4,898	6,096	
%销售收入	0.3%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	长期贷款	0	0	25	25	25	25	
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	45	88	103	100	99	99	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>41</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	2,673	3,097	3,260	3,986	5,022	6,220	
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,580</b>	<b>4,794</b>	<b>6,329</b>	<b>7,900</b>	<b>9,930</b>	<b>12,519</b>	
%税前利润	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	336	332	333	333	333	333	
<b>营业利润</b>	<b>768</b>	<b>1,674</b>	<b>2,236</b>	<b>2,861</b>	<b>3,694</b>	<b>4,707</b>	未分配利润	2,376	3,539	4,958	6,529	8,559	11,148	
营业利润率	28.4%	33.7%	36.9%	36.1%	36.7%	37.4%	少数股东权益	201	202	208	261	324	400	
<b>营业外收支</b>	<b>33</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,454</b>	<b>8,093</b>	<b>9,798</b>	<b>12,147</b>	<b>15,276</b>	<b>19,139</b>	
<b>税前利润</b>	<b>801</b>	<b>1,685</b>	<b>2,246</b>	<b>2,873</b>	<b>3,707</b>	<b>4,722</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	29.6%	33.9%	37.1%	36.2%	36.9%	37.5%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-194</b>	<b>-414</b>	<b>-546</b>	<b>-698</b>	<b>-900</b>	<b>-1,147</b>	每股收益	1.729	3.751	5.058	6.369	8.233	10.500	
所得税率	24.2%	24.6%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	每股净资产	10.650	14.437	18.996	23.709	29.802	37.572	
<b>净利润</b>	<b>607</b>	<b>1,271</b>	<b>1,701</b>	<b>2,175</b>	<b>2,807</b>	<b>3,575</b>	每股经营现金净流	2.966	6.711	3.125	7.368	8.716	11.184	
少数股东损益	26	25	15	53	63	76	每股股利	0.450	0.800	1.500	1.656	2.141	2.730	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>581</b>	<b>1,246</b>	<b>1,685</b>	<b>2,122</b>	<b>2,743</b>	<b>3,499</b>	<b>回报率</b>							
净利率	21.5%	25.1%	27.8%	26.8%	27.3%	27.8%	净资产收益率	16.23%	25.98%	26.63%	26.86%	27.63%	27.95%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.00%	15.39%	17.20%	17.47%	17.96%	18.28%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	13.74%	24.45%	24.38%	25.58%	26.29%	26.58%	
<b>净利润</b>	<b>607</b>	<b>1,271</b>	<b>1,701</b>	<b>2,175</b>	<b>2,807</b>	<b>3,575</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	26	25	15	53	63	76	主营业务收入增长率	2.02%	83.80%	21.86%	30.90%	26.85%	25.29%	
<b>非现金支出</b>	<b>106</b>	<b>169</b>	<b>148</b>	<b>126</b>	<b>158</b>	<b>200</b>	EBIT增长率	6.26%	111.27%	30.74%	30.62%	29.00%	27.28%	
非经营收益	-29	-56	-21	-22	-25	-28	净利润增长率	14.42%	114.35%	35.31%	25.91%	29.27%	27.54%	
<b>营运资金变动</b>	<b>313</b>	<b>844</b>	<b>-787</b>	<b>177</b>	<b>-36</b>	<b>-20</b>	总资产增长率	11.73%	25.40%	21.06%	23.97%	25.77%	25.29%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>997</b>	<b>2,229</b>	<b>1,041</b>	<b>2,455</b>	<b>2,904</b>	<b>3,727</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-239</b>	<b>-205</b>	<b>-582</b>	<b>-646</b>	<b>-654</b>	<b>-763</b>	应收账款周转天数	22.0	12.4	11.1	11.0	10.8	10.6	
投资	0	-1,300	100	-145	-162	-179	存货周转天数	1,390.6	885.3	862.7	840.0	830.0	820.0	
其他	-429	460	54	4	4	4	应付账款周转天数	104.9	77.8	103.2	90.0	90.0	85.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-668</b>	<b>-1,045</b>	<b>-428</b>	<b>-787</b>	<b>-812</b>	<b>-938</b>	固定资产周转天数	111.0	63.1	63.7	57.5	54.8	53.0	
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>80</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>-394</b>	<b>-446</b>	<b>25</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-23.85%	-67.83%	-56.90%	-60.95%	-63.47%	-66.27%	
<b>其他</b>	<b>-90</b>	<b>-86</b>	<b>-200</b>	<b>-555</b>	<b>-716</b>	<b>-912</b>	EBIT利息保障倍数	108.9	-81.1	-52.4	-46.8	-42.1	-38.3	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-484</b>	<b>-532</b>	<b>-95</b>	<b>-566</b>	<b>-716</b>	<b>-912</b>	资产负债率	41.41%	38.26%	33.27%	32.81%	32.88%	32.50%	
<b>现金净流量</b>	<b>-155</b>	<b>651</b>	<b>518</b>	<b>1,102</b>	<b>1,376</b>	<b>1,877</b>								

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
2	2023-03-22	买入	181.76	N/A

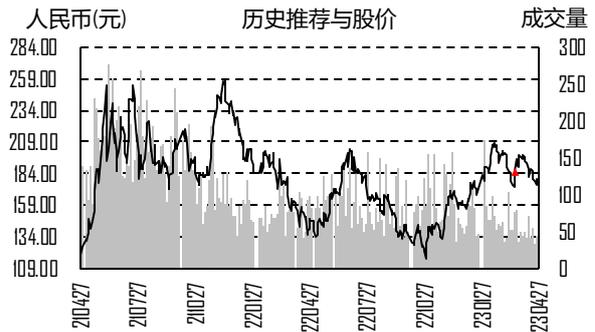
来源：国金证券研究所

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。

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