

# 恢复中保持稳定发展，锚定品牌高端化目标

## 舍得酒业(600702)

评级:	买入	股票代码:	600702
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	215.1/116.2
目标价格:		总市值(亿)	579.76
最新收盘价:	174.00	自由流通市值(亿)	575.47
		自由流通股数(百万)	330.74

### 事件概述

公司发布2023年一季报，实现营业总收入20.21亿元，同比+7.3%；归母净利润5.69亿元，同比+7.3%。收入业绩符合市场预期。

### 分析判断:

#### ► 23Q1 中高档酒保持中高个位数增长，全国化策略持续推进

分产品来看，中高档酒/普通酒分别实现收入16.70/2.36亿元，分别同比+6.0%/+13.2%，我们认为中高档酒在23Q1行业恢复期保持稳定发展，沱牌大曲、T68等大众消费价格带的普通酒恢复速度较快。分区域来看，省内外分别实现收入4.83/14.23亿元，分别同比-6.7%/+12.4%；23Q1末经销商数量2285家，环比22年末增加127家，我们认为省外招商仍在持续。大本营市场收入同比下滑我们预计主因去年同期基数较高，叠加23年以来公司多次提价意图在大本营市场打造价格标杆，短期收入略有下滑；省外持续推进“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”的策略，收入稳定增长。

#### ► 合同负债实现翻倍增长，净利率基本保持稳定

23Q1合同负债7.97亿元，同比+103.6%，我们预计主因3月21日，营销公司发布“关于调整品味舍得终端售价的通知”，经销商存在未来公司提升出厂价的预期因此提前打款导致。23Q1销售收现22.36亿元，同比+23.0%，我们认为主因预收款增加；经营活动现金流净额2.28亿元，同比-45.6%，我们认为主因“购买商品、接受劳务支付的现金”等支出项目增加导致。

23Q1毛利率78.4%，同比-2.5pct，主因单季度普通酒收入占比同比+0.7pct，产品结构短期波动导致。税金及附加占营业总收入13.7%，同比-1.4pct。销售费用率19.3%，同比+0.8pct，我们预计主因公司投放春晚广告、开瓶扫码奖励等营销活动增加导致，根据公司官方公众号的数据，免年春节期间（除夕-元宵）全系列共计开瓶扫码瓶数同比+116%，营销活动对开瓶动销有明显促进。管理费用率8.1%，同比-2.4pct，我们认为主因管理费用略有缩减，费效比提升。综上，23Q1净利率28.2%，同比-0.2pct，基本持平。

#### ► 新品“藏品十年”定价千元，锚定品牌高端化目标

4月9日公司于2023年经销商大会上发布新品“藏品十年”。品质上，精选10年以上优质陈年基酒及15年以上调味酒，延续了“老酒”的高端化品质和战略。定位上，产品定价1499元/瓶，明确千元价格带占位，产品矩阵继续向上延伸。运营模式上，创新全国化平台商模式，采取“厂家品牌授权+经销商股份制”合作的模式，以舍得品牌进行身份背书，做到“统一管理、统一价格、统一推广”三统一，分享“产品销售利润+年度经营红利”双利润。目标上，公司计划三年内将藏品十年打造成销售规模达10亿级的大单品。延续“老酒”战略+创新全国化平台商模式+锚定品牌高端化目标，我们看好公司中长期量价齐升，向百亿迈进。

### 投资建议

维持盈利预测不变，预计23-25年营业总收入77.54/96.33/115.92亿元；归母净利润21.39/27.15/33.51亿元；EPS 6.42/8.15/10.06元；2023年5月4日收盘价174元对应PE分别27/21/17倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

经济复苏情况不及预期，动销及库存消化速度不及预期、行业竞争加剧的风险、食品安全问题等

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,969	6,056	7,754	9,633	11,592
YoY (%)	83.8%	21.9%	28.0%	24.2%	20.3%
归母净利润(百万元)	1,246	1,685	2,139	2,715	3,351
YoY (%)	114.3%	35.3%	26.9%	26.9%	23.4%
毛利率 (%)	77.8%	77.7%	78.8%	79.8%	80.3%
每股收益 (元)	3.78	5.10	6.42	8.15	10.06
ROE	26.0%	26.6%	26.4%	26.3%	25.6%
市盈率	46.00	34.12	27.10	21.36	17.30

资料来源: wind, 华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: [kouxing@hx168.com.cn](mailto:kouxing@hx168.com.cn)

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

**联系人: 王厚**

邮箱: [wanghou@hx168.com.cn](mailto:wanghou@hx168.com.cn)

SAC NO:

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,056	7,754	9,633	11,592	净利润	1,701	2,179	2,757	3,402
YoY (%)	21.9%	28.0%	24.2%	20.3%	折旧和摊销	152	112	119	126
营业成本	1,349	1,640	1,948	2,280	营运资金变动	-787	-319	-288	-343
营业税金及附加	903	1,163	1,443	1,733	经营活动现金流	1,041	1,952	2,567	3,160
销售费用	1,016	1,310	1,618	1,936	资本开支	-582	-431	-452	-465
管理费用	587	760	934	1,113	投资	100	26	26	22
财务费用	-41	-37	-29	-26	投资活动现金流	-428	-400	-420	-435
研发费用	76	78	96	116	股权募资	80	0	0	0
资产减值损失	0	2	2	2	债务募资	25	0	0	0
投资收益	3	5	6	8	筹资活动现金流	-95	-367	-483	-616
营业利润	2,236	2,874	3,638	4,492	现金净流量	518	1,186	1,664	2,109
营业外收支	11	8	8	9					
利润总额	2,246	2,882	3,647	4,501	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	546	703	890	1,098	<b>成长能力</b>				
净利润	1,701	2,179	2,757	3,402	营业收入增长率	21.9%	28.0%	24.2%	20.3%
归属于母公司净利润	1,685	2,139	2,715	3,351	净利润增长率	35.3%	26.9%	26.9%	23.4%
YoY (%)	35.3%	26.9%	26.9%	23.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	5.10	6.42	8.15	10.06	毛利率	77.7%	78.8%	79.8%	80.3%
					净利率	27.8%	27.6%	28.2%	28.9%
					总资产收益率 ROA	17.2%	17.9%	18.7%	18.9%
					净资产收益率 ROE	26.6%	26.4%	26.3%	25.6%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	2.48	2.78	3.14	3.50
					速动比率	1.32	1.55	1.87	2.19
					现金比率	0.78	1.05	1.40	1.76
					资产负债率	33.3%	30.0%	26.9%	24.5%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.68	0.71	0.73	0.72
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	5.10	6.42	8.15	10.06
					每股净资产	19.00	24.32	31.01	39.22
					每股经营现金流	3.12	5.86	7.70	9.49
					每股股利	0.00	1.10	1.45	1.85
					<b>估值分析</b>				
					PE	34.12	27.10	21.36	17.30
					PB	8.38	7.52	5.90	4.66

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**王厚：**华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。