

舍得酒业 (600702)

买入 (维持)

23Q1 韧性凸显, 看好复苏弹性

2023年5月1日

市场数据

日期	2023/4/28
收盘价(元)	182.86
总股本(百万股)	333.20
流通股本(百万股)	330.74
净资产(百万元)	6912.14
总资产(百万元)	10981.28
每股净资产(元)	20.75

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《舍得酒业年报点评: 22Q4 业绩超预期, 看好复苏弹性》
20230322

《Q3 收入修复超预期, 激励落地提振积极性》
20221027

《舍得酒业事件点评: 健全长效激励, 三年剑指百亿》
20221016

《舍得酒业季报点评: 渠道质量优先, 下半年弹性乐观》
20220818

分析师:

郭晓东

guoxiaodong@xyzq.com.cn

S0190521080002

投资要点

- **事件:** 舍得酒业公布 2023 年一季报, 23Q1 实现营收 20.21 亿元, 同比+7.28%, 实现归母净利润 5.69 亿元, 同比+7.34%, 实现扣非后归母净利润 5.60 亿元, 同比+8.50%。
- **23Q1 经营韧性凸显, 省外表现更优。**分产品来看, 23Q1 中高档酒、普通酒营收分别为 16.70、2.36 亿元, 分别同比+6.05%、+13.21%, 其中品味舍得大单品控货挺价下库存保持良性, 舍之道受益大众宴席恢复表现亮眼, 沱牌系列表现稳健; 分区域来看, 23Q1 省内、省外营收分别为 4.83、14.23 亿元, 分别同比-6.65%、+12.43%, 华北等省外核心市场回款进度表现更优。
- **盈利能力表现稳健, 合同负债高增。**23Q1 净利率同比下降 0.23pct 至 28.16%, 虽毛利率小幅下滑、但费用率亦明显下降, 盈利能力表现稳健。其中毛利率同比下降 2.45pct 至 78.38%, 税金及附加率同比下降 1.38pct 至 13.74%, 销售费用率同比提升 0.80pct 至 19.26%, 管理费用率同比下降 2.36pct 至 8.10%。此外, 22Q1 销售回款 22.36 亿元, 同比+22.99%, 23Q1 末合同负债 7.97 亿元, 环增 4.99 亿元/同增 4.06 亿元, 现金流表现亮眼, 合同负债维持高位水平。
- **股权激励释放机制动力, 全国化百亿目标值得期待。**自 2021 年复星入主以来, 公司战略思路更趋清晰, 品牌营销坚定推进老酒战略及 C 端置顶战略以扩大品牌认知, 渠道管控坚持“高周转、不压货”模式以优化价格体系。目前在川鲁冀豫东北核心市场已形成多年持续动销基础, 未来受益复星赋能, 有望进一步加强老酒心智占领, 持续取得城市扩张及场景突破增量。公司 2024 年股权激励收入目标剑指百亿, 看好激励落地充分激发管理层经营动力, 推动双品牌稳步释放扩张潜力。
- **盈利预测:** 23Q1 经营韧性凸显, 合同负债维持高位水平, 随着商务持续恢复及宴席回补, 同时低基数下有望逐季向好; 中长期来看, 2024 年股权激励收入目标剑指百亿, 看好双品牌稳步释放扩张潜力。根据最新公告调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司营收分别为 80.32/100.09/120.61 亿元, 归母净利润分别为 21.50/27.14/33.73 亿元, EPS 分别为 6.45/8.15/10.12 元, 对应 2023 年 4 月 28 日收盘价, PE 分别为 28.3/22.4/18.1X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济不及预期、次高端升级不及预期、省外拓展竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6056	8032	10009	12061
同比增长	21.9%	32.6%	24.6%	20.5%
归母净利润(百万元)	1685	2150	2714	3373
同比增长	35.3%	27.6%	26.2%	24.3%
毛利率	77.7%	79.7%	80.4%	81.3%
ROE	26.6%	26.9%	26.6%	26.2%
每股收益(元)	5.06	6.45	8.15	10.12
市盈率	36.1	28.3	22.4	18.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7767	9757	12387	15465
货币资金	2448	3334	5152	7261
交易性金融资产	1308	1344	1332	1336
应收票据及应收账款	248	344	423	512
预付款项	19	26	30	35
存货	3583	4606	5333	6187
其他	161	102	117	134
非流动资产	2030	1859	1707	1546
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	1057	1196	1209	1157
在建工程	457	231	118	62
无形资产	303	289	275	261
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	40	2	-35	-73
其他	159	125	127	125
资产总计	9798	11615	14095	17010
流动负债	3133	3243	3493	3695
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	899	1086	1307	1502
其他	2233	2157	2186	2193
非流动负债	128	141	159	175
长期借款	25	38	56	72
其他	103	103	103	103
负债合计	3260	3384	3652	3870
股本	333	333	333	333
资本公积	813	813	813	813
未分配利润	4958	6609	8800	11478
少数股东权益	208	230	251	270
股东权益合计	6538	8231	10443	13140
负债及权益合计	9798	11615	14095	17010

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1685	2150	2714	3373
折旧和摊销	122	134	148	156
资产减值准备	0	5	2	4
资产处置损失	6	0	0	0
公允价值变动损失	-41	-19	-25	-28
财务费用	3	-50	-73	-108
投资损失	-3	-3	-3	-3
少数股东损益	15	22	21	19
营运资金的变动	-805	-998	-540	-728
经营活动产生现金流量	1041	1229	2242	2687
投资活动产生现金流量	-428	-13	7	-6
融资活动产生现金流量	-95	-330	-431	-572
现金净变动	518	886	1817	2109
现金的期初余额	1857	2448	3334	5152
现金的期末余额	2374	3334	5152	7261

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6056	8032	10009	12061
营业成本	1349	1630	1960	2254
税金及附加	903	1197	1491	1797
销售费用	1016	1406	1802	2171
管理费用	587	964	1201	1447
研发费用	76	43	51	57
财务费用	-41	-50	-73	-108
其他收益	18	14	15	16
投资收益	3	3	3	3
公允价值变动收益	41	19	25	28
信用减值损失	3	0	0	0
资产减值损失	0	-6	-6	-5
资产处置收益	6	0	0	0
营业利润	2236	2873	3616	4485
营业外收入	17	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	2246	2873	3616	4485
所得税	546	701	881	1093
净利润	1701	2172	2735	3393
少数股东损益	15	22	21	19
归属母公司净利润	1685	2150	2714	3373
EPS(元)	5.06	6.45	8.15	10.12

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	21.9%	32.6%	24.6%	20.5%
营业利润增长率	33.5%	28.5%	25.9%	24.1%
归母净利润增长率	35.3%	27.6%	26.2%	24.3%
盈利能力				
毛利率	77.7%	79.7%	80.4%	81.3%
归母净利率	27.8%	26.8%	27.1%	28.0%
ROE	26.6%	26.9%	26.6%	26.2%
偿债能力				
资产负债率	33.3%	29.1%	25.9%	22.8%
流动比率	2.48	3.01	3.55	4.18
速动比率	1.34	1.59	2.02	2.51
营运能力				
资产周转率	67.7%	75.0%	77.9%	77.6%
应收账款周转率	3225.9%	3079.2%	2996.2%	2951.3%
存货周转率	42.2%	39.7%	39.4%	39.1%
每股资料(元)				
每股收益	5.06	6.45	8.15	10.12
每股经营现金	3.12	3.69	6.73	8.06
每股净资产	19.00	24.01	30.59	38.63
估值比率(倍)				
PE	36.1	28.3	22.4	18.1
PB	9.6	7.6	6.0	4.7

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn