

## 深化老酒战略，省外加速扩张

2023 年 05 月 04 日

➤ **事件:** 2023 年 4 月 27 日, 公司披露 2023 年一季度财报, Q1 实现营业收入 20.21 亿元, 同比+7.28%, 归母净利润 5.69 亿元, 同比+7.34%, 扣非归母净利润 5.6 亿元, 同比+8.5%。Q1 公司销售收现 22.36 亿元, 同比增长 22.99%, 合同负债期末为 7.97 亿元, 环比增加 4.99 亿元。截至 23Q1 末, 公司经销商数量为 2285 家, 较 22Q4 末净增加 127 家。

➤ **沱牌增长提速, 省外扩张持续推进。**分产品看, 23Q1 公司中高档酒实现营业收入 16.70 亿元, 同比增长 6.05%, 普通酒营收 2.36 亿元, 同比增长 13.21%。23Q1 年以沱牌主导的普通酒占比提升 0.6pcts 至 11.68%, 主因春节期间公司重点投入推广沱牌酒, 携“0713 男团”引领潮流趋势, 线上线下结合, 融合“年味+经典”, 使沱牌酒“国民名酒”形象深入人心。分渠道来看, 批发代理实现营业收入 17.65 亿元, 同比增长 6.42%, 电商销售营收 1.42 亿元, 同比增长 13%。分地区来看, 23Q1 四川省内/省外营业收入分别为 4.83/14.23 亿元, 同比-6.65%/+12.43%, 分别占营收的 23.92%/70.41%, 省外扩张持续推进。

➤ **费用管控优异, 盈利能力稳定。**23Q1 公司毛利率下降 2.45pcts 至 78.38%, 主因夜郎古并表及产品收入结构变化。销售费用为 3.89 亿元, 同比增长 11.93%, 销售费用率同比提升 0.8pcts 至 19.26%, 主因公司加大春节期间费用投放, 登陆央视春晚、亮相海外多国迎春活动、投放《新闻联播》前黄金时段广告, 精准、强力地传递了品牌声量和形象势能, 强劲带动销售提速, 显著提高开瓶率; 管理费用率分别同比-2.36pcts 至 8.10%。23Q1 归母净利润同比增长 7.34%, 归母净利率 28.18%, 同比基本持平。23Q1 公司经营性现金流同比变动-45.59%至 2.28 亿元, 主要系本期购买商品支付现金增加所致。

➤ **深化老酒战略, 千元战略新品藏品十年上市。**4 月 9 日, 公司在 2023 年经销商大会上发布了千元价位段战略新品“藏品·舍得 10 年”, 拥有“六老”工艺带来的高端品质和深厚的文化内涵。在运营模式上, 藏品十年创新采取“厂家品牌授权+经销商股份制”合作的模式, 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。公司计划在三年内将藏品十年打造为规模超十亿的单品, 十年打造为仅次于品味·舍得的第二大优势单品, 进一步打开公司千元价格带产品增长空间。

➤ **投资建议:** 公司继续深化老酒战略, 并加快向“白酒发展为主、生态酒旅融合、科研高效转化、供应链生态友好”平台型企业进化, 开创更多增长可能, 未来有望持续享受次高端酒升级扩容红利, 全国化扩张下看好公司中长期业绩空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 21.2/26.7/33.9 亿元, 对应 EPS 分别为 6.36/8.03/10.19 元, 当前股价对应 PE 分别为 29/23/18 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 宏观经济疲软, 行业竞争加剧, 新品推广不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6056	7887	10067	12639
增长率 (%)	21.9	30.2	27.6	25.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1685	2119	2674	3394
增长率 (%)	35.3	25.7	26.2	26.9
每股收益 (元)	5.06	6.36	8.03	10.19
PE	36	29	23	18
PB	9.6	7.7	6.1	4.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

182.86 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

电话: 021-80508452

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书: S0100522090002

邮箱: zhanglingyu@mszq.com

### 相关研究

1. 舍得酒业 (002216.SZ) 2022 年年报点评: Q4 业绩亮眼, 多品牌蓄力发展-2023/03/27
2. 舍得酒业 (002216.SZ) 2022 年三季报点评: 产品结构持续升级, Q3 业绩表现亮眼-2022/10/28
3. 舍得酒业 (600702.SH) 事件点评: 股权激励草案发布, 彰显长期发展信心-2022/10/16
4. 舍得酒业 (600702.SH) 2022 年中报点评: 疫情冲击下场景受限, 短期业绩承压-2022/08/21
5. 舍得酒业 (600702.SH) 事件点评: 16 条经营计划, 坚守长期主义与共赢利他思维-2022/05/31

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6056	7887	10067	12639
营业成本	1349	1719	2152	2539
营业税金及附加	903	1160	1480	1858
销售费用	1016	1380	1772	2275
管理费用	587	789	1128	1491
研发费用	76	95	65	80
EBIT	2145	2754	3486	4419
财务费用	-41	-40	-42	-60
资产减值损失	0	-2	-2	-1
投资收益	3	7	9	11
营业利润	2236	2799	3535	4489
营业外收支	11	10	10	10
利润总额	2246	2809	3545	4499
所得税	546	690	871	1106
净利润	1701	2119	2674	3394
归属于母公司净利润	1685	2119	2674	3394
EBITDA	2297	2933	3680	4641

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2448	2732	3810	6054
应收账款及票据	248	426	550	630
预付款项	19	87	98	99
存货	3583	4352	5449	6430
其他流动资产	1470	2441	2905	2735
流动资产合计	7767	10039	12811	15948
长期股权投资	14	21	29	40
固定资产	1057	1281	1489	1695
无形资产	303	353	423	473
非流动资产合计	2030	2292	2565	2837
资产合计	9798	12331	15377	18785
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	899	1007	1224	1401
其他流动负债	2233	2972	3714	4334
流动负债合计	3133	3979	4937	5735
长期借款	25	80	80	80
其他长期负债	103	101	131	129
非流动负债合计	128	181	211	209
负债合计	3260	4160	5148	5943
股本	333	333	333	333
少数股东权益	208	208	208	208
股东权益合计	6538	8171	10229	12842
负债和股东权益合计	9798	12331	15377	18785

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	21.86	30.24	27.64	25.55
EBIT 增长率	31.19	28.40	26.56	26.76
净利润增长率	35.31	25.71	26.21	26.91
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	77.72	78.20	78.62	79.91
净利润率	27.83	26.86	26.56	26.85
总资产收益率 ROA	17.20	17.18	17.39	18.07
净资产收益率 ROE	26.63	26.61	26.69	26.86
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.48	2.52	2.59	2.78
速动比率	1.32	1.41	1.47	1.64
现金比率	0.78	0.69	0.77	1.06
资产负债率 (%)	33.27	33.74	33.48	31.64
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	13.18	18.46	18.23	15.93
存货周转天数	969.44	924.93	924.93	924.93
总资产周转率	0.68	0.71	0.73	0.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.06	6.36	8.03	10.19
每股净资产	19.00	23.90	30.07	37.92
每股经营现金流	3.12	3.42	6.39	10.56
每股股利	1.50	1.89	2.38	3.02
<b>估值分析</b>				
PE	36	29	23	18
PB	9.6	7.7	6.1	4.8
EV/EBITDA	25.49	19.88	15.56	11.85
股息收益率 (%)	0.82	1.03	1.30	1.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1701	2119	2674	3394
折旧和摊销	152	178	194	222
营运资金变动	-787	-1145	-742	-98
经营活动现金流	1041	1140	2129	3518
资本开支	-582	-377	-413	-467
投资	100	1	1	1
投资活动现金流	-428	-373	-412	-466
股权募资	80	0	0	0
债务募资	25	54	1	0
筹资活动现金流	-95	-483	-639	-808
现金净流量	518	284	1077	2245

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026