

舍得酒业(600702)

报告日期: 2023年05月01日

省外加速扩张, 预收表现亮眼

——舍得酒业 23Q1 业绩点评

投资要点

- 事件:** 23Q1 公司实现营业收入 20.21 亿元 (+7.28%), 实现归母净利润 5.69 亿元 (+7.34%), 实现扣非净利润 5.60 亿元 (+8.50%), 业绩符合预期。
- 价盘保持稳定, 大众价位带产品表现优异**
 受益于春节期间大众价位表现优异, 23Q1 收入占比提升 0.69 个百分点至 12.38% 的普通酒(沱牌大曲)收入同比+13.21%至 2.36 亿; 中高档酒收入同比+6.05%至 2.36 亿元。考虑到后续消费加速修复+公司聚焦“品味舍得+藏品十年(升级版)”+4月1日起对品味舍得等多款产品终端价格上调, 公司有望在“稳价格、控库存、强动销”核心原则下, 实现价盘保持稳定/结构稳步提升。
- 省外表现优异, 开发品 SKU 缩减使得省内收入下降**
 ①省外: 受益于冀鲁豫等区域消费恢复向好, 23Q1 省外收入占比同比+3.68 个百分点至 74.64% (收入同比+12.43%至 14.23 亿元); ②省内: 考虑到全国总经销开发品 SKU 缩减(算到四川区域收入), Q1 省内收入同比-6.65%至 4.83 亿元; ③渠道质量: 23Q1 经销商平均规模同比+12.69%, 质量持续增长。
- 费用管控优秀, 合同负债同比/环比增加表现优异**
 23Q1 公司毛利率/净利率分别同比变动-2.45/-0.23 个百分点至 78.38%/28.16%, 或主因: 结构略下行+夜郎古并表=成本阶段性略承压, 而净利率降幅窄于毛利率主因期间费用率同比-1.41 个百分点至 27.03%; 销售费用率/管理费用率分别同比+0.8/-2.36 个百分点至 19.26%/8.10%。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; 预收款环比/同比分别变动+5.94 亿元/+4.83 亿元至 9.34 亿元, 回款表现优异。
- 公司看点一: 聚焦打造品味舍得/藏品十年, 稳基本增量盘/提升品牌价值并行**
 1) **舍得品牌: 聚焦打造品味舍得/藏品十年。**当前舍得品牌产品线清晰, 藏品舍得、智慧舍得、品味舍得、舍之道分别定位 800-1000、600-800、400-600、200 元价格带, 水晶舍得等产品作为团购补充, 公司通过成立价格治理委员会进一步增强价格管控力。23 年公司将继续聚焦品味舍得以保证增量基本盘(挺价是长期工作), 同时将重点打造升级版藏品舍得以提升品牌价值(价值提升是长期工作)。

 2) **沱牌: 重新梳理, 沱牌的发展利于对冲周期。**由于沱牌的发展利于对冲周期&完善产品矩阵, 仍为重点发力主线。2023 年预计沱牌会继续开发适合市场和经销商的产品, 沱牌曲酒纪念版(200-300 元)为龙头, 沱牌特曲(100-200 元)为龙身, 高线光瓶酒沱牌特级 T68 和沱牌六粮(定价 68 和 48 元)为突破口; 陶醉、特曲(窖龄)为利润产品, T68 为潜力放量产品。

 3) **超高端: 重视度高, 为品牌力拉伸战略产品。**吞之乎和天子呼为亿级超高端单品, 当前公司重点发展藏品舍得的同时, 吞之乎和天子呼将继续实现超高端品牌力的拉伸。
- 公司看点二: 渠道保持高质量发展, 空白市场或复制成功会战模式**
 1) **经销商质量不断提升:** 随着公司品牌力提升, 公司对招商要求也在逐步提升, 当前公司增长主要来源于老商, “优商扶商”仍为重点发展方向。

 2) **10 大市场或复制成功会战模式:** 公司主要成长来源于重点市场, 而非潜力市场及广布局市场, 在“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”下, 公司省外市场加速突破, 2023 年公司复制成都/重庆会战的成功经验, 加速开拓空白市场。
- 公司看点三: 新管理层分工明确, 内生外延谱新章**
 2023 年初公司对核心管理团队进行重新任命, 管理层分工明确, 在强化复星对舍得管理的基础上最大程度保证了团队稳定性, 利于战略的延续落地。内生: 随

投资评级: 买入(维持)

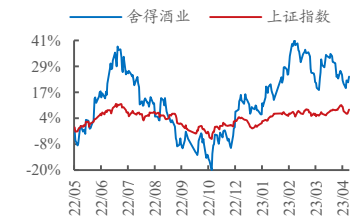
分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230520090001
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥182.86
总市值(百万元)	60,928.22
总股本(百万股)	333.20

股票走势图



相关报告

- 1 《Q4 利润端表现超预期, 渠道延续高质量增长》2023.03.24
- 2 《聚焦品味舍得&藏品十年, 内生外延弹性可期》2023.02.17
- 3 《利润表现超预期, 潜能仍在释放途中——舍得酒业 22Q3 业绩点评》2022.10.27

着公司规模扩大，公司将继续坚持四大战略，并在实行滚动预算下加大战略性投入，期待公司规模效应显现叠加品牌效应显现推动费用率下降。外延：2022年10月，舍得酒业与夜郎古酒业达成合作，合资成立贵州夜郎古酒庄有限公司，预计23年或有望贡献一定舍得酒业报表业绩。

□ 盈利预测及估值

随着四大战略逐步落地、经销商稳步拓张，公司有望加速兑现业绩。我们预计2023-2025年公司收入增速分别为30.4%、26.6%、26.4%；归母净利润增速分别为24.6%、27.9%、33.5%，EPS分别为6.3、8.1、10.8元；PE分别为29、23、17倍。当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ 催化剂：白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

□ 风险提示：1、消费修复不及预期；2、老酒战略落地效果不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6056	7894	9995	12631
(+/-) (%)	21.86%	30.36%	26.61%	26.38%
归母净利润	1685	2100	2687	3587
(+/-) (%)	35.31%	24.62%	27.91%	33.51%
每股收益(元)	5.06	6.30	8.06	10.77
P/E	36.15	29.01	22.68	16.99

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7767	10038	12685	16630
现金	2448	3339	5528	8345
交易性金融资产	1308	1362	1335	1349
应收账款	248	449	540	719
其它应收款	48	536	278	436
预付账款	19	51	41	49
存货	3583	4117	4816	5584
其他	114	183	147	148
非流动资产	2030	2582	2915	3097
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	14	47	25	29
固定资产	1057	1269	1486	1695
无形资产	303	346	359	373
在建工程	419	655	764	691
其他	237	266	280	310
资产总计	9798	12620	15600	19727
流动负债	3133	3977	4418	5142
短期借款	0	0	0	0
应付款项	899	923	1066	1296
预收账款	1	4	4	5
其他	2232	3050	3348	3841
非流动负债	128	104	115	115
长期借款	25	25	25	25
其他	103	79	90	90
负债合计	3260	4081	4533	5257
少数股东权益	208	227	251	283
归属母公司股东权益	6329	8313	10816	14186
负债和股东权益	9798	12620	15600	19727

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1041	1713	2738	3277
净利润	1701	2119	2711	3619
折旧摊销	122	115	135	151
财务费用	(41)	(37)	(60)	(97)
投资损失	(3)	(3)	(4)	(3)
营运资金变动	131	88	705	431
其它	(869)	(569)	(750)	(823)
投资活动现金流	(428)	(733)	(426)	(343)
资本支出	(550)	(541)	(441)	(273)
长期投资	1	(59)	39	(6)
其他	121	(133)	(25)	(63)
筹资活动现金流	(95)	(88)	(122)	(118)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	25	0	0	0
其他	(120)	(88)	(122)	(118)
现金净增加额	518	891	2189	2817

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6056	7894	9995	12631
营业成本	1349	1550	1813	2102
营业税金及附加	903	1177	1490	1883
营业费用	1016	1421	1849	2274
管理费用	587	971	1279	1617
研发费用	76	99	126	159
财务费用	(41)	(37)	(60)	(97)
资产减值损失	0	(11)	(7)	(9)
公允价值变动损益	41	41	41	41
投资净收益	3	3	4	3
其他经营收益	24	20	21	22
营业利润	2236	2788	3569	4769
营业外收支	11	11	11	12
利润总额	2246	2799	3581	4780
所得税	546	680	870	1161
净利润	1701	2119	2711	3619
少数股东损益	15	19	24	32
归属母公司净利润	1685	2100	2687	3587
EBITDA	2333	2873	3651	4829
EPS (最新摊薄)	5.06	6.30	8.06	10.77

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	21.86%	30.36%	26.61%	26.38%
营业利润	33.52%	24.72%	28.01%	33.60%
归属母公司净利润	35.31%	24.62%	27.91%	33.51%
获利能力				
毛利率	77.72%	80.37%	81.86%	83.36%
净利率	28.08%	26.85%	27.12%	28.65%
ROE	29.23%	27.86%	27.41%	28.09%
ROIC	26.22%	24.96%	24.48%	24.87%
偿债能力				
资产负债率	33.27%	32.33%	29.06%	26.65%
净负债比率	1.12%	0.71%	0.66%	0.60%
流动比率	2.48	2.52	2.87	3.23
速动比率	1.34	1.49	1.78	2.15
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.70	0.71	0.72
应收账款周转率	32.75	27.47	27.45	29.02
应付账款周转率	3.54	3.26	3.56	3.42
每股指标(元)				
每股收益	5.06	6.30	8.06	10.77
每股经营现金	3.12	5.14	8.22	9.84
每股净资产	19.00	24.95	32.46	42.58
估值比率				
P/E	36.15	29.01	22.68	16.99
P/B	9.63	7.33	5.63	4.29
EV/EBITDA	21.24	19.67	14.89	10.68

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>