

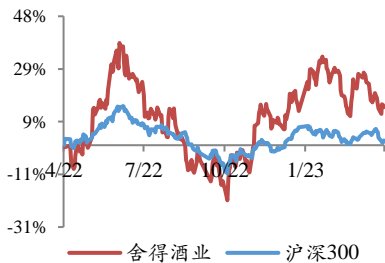
## 业绩符合预期，预收款表现亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价(元)	178.74
近12个月最高/最低(元)	208.30/124.14
总股本(百万股)	333
流通股本(百万股)	331
流通股比例(%)	99.26
总市值(亿元)	596
流通市值(亿元)	591

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件描述

4月27日，舍得酒业发布2023年一季度报。公司一季度实现营业收入20.21亿元，同比增长7.28%；归母净利润5.69亿元，同比增长7.34%；扣非后归母净利润5.60亿元，同比增长8.50%。业绩表现符合市场预期。

#### ● 大众价格带表现优异，省外市场持续拓展

分产品来看，中高档酒（代表：舍得、沱牌天曲）23Q1实现收入16.70亿元，同比增长6.05%；普通酒（代表：沱牌天曲）23Q1实现收入2.36亿元，同比增长13.21%；非酒类收入共计1.15亿元，同比增长14.25%。结构上来看，中高档酒占比小幅下滑0.96pct至82.65%，低档酒和非酒类收入占比有所提升。

渠道结构方面，批发代理/电商销售23Q1分别实现收入17.65/1.42亿元，同比增加6.47%/13.00%；分区域方面，省内/省外市场23Q1分别实现收入4.83/14.23亿元，同比增加6.16%/18.38%。省外市场占比进一步扩大，占酒类收入74.6%，较去年同期增长了2.12pct，全国化进程持续推进。

经销商方面，公司酒类产品新增经销商198家，退出经销商71家，截止3月底共有经销商2285家，较2022年末增加127家。

#### ● 盈利能力基本持平，预收款表现亮眼

盈利能力方面，公司23Q1综合毛利率为78.38%，同比去年下降2.45pct。公司产品毛利率下降预计与普通酒及非酒类业务占比提升有关。营业税金及附加占比同比下降1.38pct，与期间费用率下降0.96pct共同抵消掉毛利率下滑带来的影响，其中销售费用率提升0.80pct，管理费用率下降1.92pct。综合来看，公司全年归母净利率达到28.18%，较去年同期基本持平，盈利能力维持正常水平。

其他方面，公司23Q1经营活动净现金流2.28亿元，同比减少45.6%，其中销售收现22.36亿，同比增加23.0%，表现亮眼。截至3月底合同负债7.97亿元，环比去年底增加4.99亿元，渠道反馈，沱牌系列定制产品受提价预期影响，部分大商提前完成二三季度回款量。

#### ● 投资建议

公司顺利实现一季度增长开局，为全年股权激励目标打下坚实基础。当前来看，春节进度淡季后积极推动品位舍得基本盘稳定，向上高举高打重新打造藏品十年，拉升腰部价格带产品势能；向下积极布局舍之道区域推广，并全面加强沱牌系列曲酒、窖龄特曲、T68等运作。渠道上，开展中心城市计划，攻坚重点城市并向优势区域周边辐

射,同时努力推动宴席等消费场景的占比提升。夜郎古运作逐渐企稳,招商活动有条不紊展开,短期将对公司业绩有所贡献,长期将加速复星运作下的平台化公司成型。我们预计公司 2023 年-2025 年营业收入增速分别 29.4%、29.8%、23.1%,归母净利润增速分别为 25.7%、33.4%、27.9%,对应 EPS 预测为 6.36、8.48、10.84 元,对应 PE 分别 28、21、16 倍。维持公司“买入”评级。

#### ● 风险提示

- (1) 宏观经济不确定性风险;
- (2) 全国化、高端化进程不及预期;
- (3) 复星赋能不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6056	7833	10165	12511
收入同比 (%)	21.9%	29.4%	29.8%	23.1%
归属母公司净利润	1685	2118	2826	3613
净利润同比 (%)	35.3%	25.7%	33.4%	27.9%
毛利率 (%)	77.7%	79.0%	79.9%	81.0%
ROE (%)	26.6%	25.1%	25.1%	24.3%
每股收益 (元)	5.10	6.36	8.48	10.84
P/E	31.21	28.11	21.08	16.48
P/B	8.38	7.05	5.28	4.00
EV/EBITDA	22.05	19.51	13.90	10.01

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7767	11381	15018	19931	<b>营业收入</b>	6056	7833	10165	12511
现金	2448	3857	7066	11909	营业成本	1349	1643	2043	2381
应收账款	219	652	195	500	营业税金及附加	903	1168	1515	1865
其他应收款	48	1258	436	259	销售费用	1016	1332	1728	2127
预付账款	19	99	102	71	管理费用	587	862	1118	1376
存货	3583	3719	5362	5219	财务费用	-41	-49	-77	-141
其他流动资产	1452	1796	1856	1973	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2030	2037	2037	2035	公允价值变动收益	41	0	0	0
长期投资	14	14	14	14	投资净收益	3	8	10	13
固定资产	1057	1044	1029	1014	<b>营业利润</b>	2236	2831	3776	4828
无形资产	303	323	338	353	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	656	656	655	654	营业外支出	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	9798	13417	17055	21966	<b>利润总额</b>	2246	2831	3776	4828
<b>流动负债</b>	3133	4615	5401	6667	所得税	546	694	925	1183
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1701	2137	2851	3645
应付账款	484	429	366	560	少数股东损益	15	19	25	32
其他流动负债	2648	4186	5035	6107	<b>归属母公司净利润</b>	1685	2118	2826	3613
<b>非流动负债</b>	128	128	128	128	EBITDA	2297	2858	3779	4766
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	5.10	6.36	8.48	10.84
其他非流动负债	103	103	103	103					
<b>负债合计</b>	3260	4742	5529	6795					
少数股东权益	208	227	252	285					
股本	333	333	333	333					
资本公积	813	813	813	813					
留存收益	5183	7302	10128	13741					
归属母公司股东权益	6329	8448	11274	14887					
<b>负债和股东权益</b>	9798	13417	17055	21966					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1041	1491	3289	4920
净利润	1701	2137	2851	3645
折旧摊销	152	84	90	91
财务费用	3	0	0	0
投资损失	-3	-8	-10	-13
营运资金变动	-787	-722	359	1196
其他经营现金流	2464	2859	2492	2449
<b>投资活动现金流</b>	-428	-82	-80	-77
资本支出	-582	-90	-90	-90
长期投资	100	0	0	0
其他投资现金流	54	8	10	13
<b>筹资活动现金流</b>	-95	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	25	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0
资本公积增加	77	0	0	0
其他筹资现金流	-198	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	518	1409	3210	4843

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.9%	29.4%	29.8%	23.1%
营业利润	33.5%	26.6%	33.4%	27.9%
归属于母公司净利	35.3%	25.7%	33.4%	27.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	77.7%	79.0%	79.9%	81.0%
净利率 (%)	27.8%	27.0%	27.8%	28.9%
ROE (%)	26.6%	25.1%	25.1%	24.3%
ROIC (%)	24.6%	24.0%	24.1%	23.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	33.3%	35.3%	32.4%	30.9%
净负债比率 (%)	49.9%	54.7%	48.0%	44.8%
流动比率	2.48	2.47	2.78	2.99
速动比率	1.32	1.63	1.76	2.19
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.68	0.67	0.67	0.64
应收账款周转率	32.75	18.00	24.00	36.00
应付账款周转率	3.54	3.60	5.14	5.14
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.10	6.36	8.48	10.84
每股经营现金流 (摊)	3.12	4.48	9.87	14.77
每股净资产	19.00	25.35	33.83	44.68
<b>估值比率</b>				
P/E	31.21	28.11	21.08	16.48
P/B	8.38	7.05	5.28	4.00
EV/EBITDA	22.05	19.51	13.90	10.01

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。