

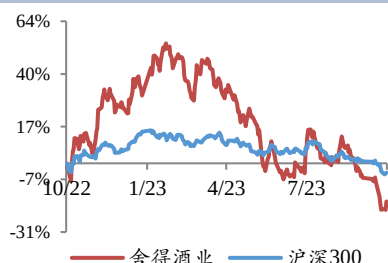
业绩符合预期，期待费改长期效果

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-26

收盘价（元）	110.60
近 12 个月最高/最低（元）	206.13/105.60
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	332
流通股比例（%）	99.61
总市值（亿元）	369
流通市值（亿元）	367

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

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

10月25日，舍得酒业发布2023年三季报。公司单三季度/Q1-Q3实现营业收入17.2亿元/52.5亿元，同比增长7.9%/13.6%；实现归母净利润3.8亿元/13.0亿元，同比增长3.0%/7.9%。业绩表现符合市场预期。

● 大众价格带快速增长，省外发展仍有广阔空间

分产品来看，中高档酒单三季度/Q1-Q3分别实现营收中高档酒13.9亿元/41.5亿元，同比增长3.5%/10.6%；普通酒单三季度/Q1-Q3分别实现营收1.8亿元/6.9亿元，同比增长20.7%/22.9%；非酒类业务前三季度实现增长33.5%。从收入结构来看，预计三季度舍之道、T68等大众价格带产品仍是增长主力，同时渠道反馈显示品味舍得等次高端核心单品批价维持了窄幅波动，显示出公司产品端定力仍在。

分区域方面，省内市场单三季度/Q1-Q3分别实现营收4.4亿元/13.7亿元，同比增长47.4%/19.1%；省外市场单三季度/Q1-Q3分别实现营收11.3亿元/34.7亿元，同比下滑5.4%/增长9.7%。公司三季度省外略有下滑，一方面去年同期基数较高，另一方面受行业整体扰动影响。公司今年开启上海会战，同时逐步布局北京、南京、武汉等重点城市，结合“首府会战”有序推广，我们认为公司全国化发展仍有广阔空间。

经销商方面，公司报告期内酒类产品新增经销商610家，退出经销商215家，截止6月底共有经销商2553家，较Q2末净增加120家，较2022年末增加395家。

● 费用投放实现“管转销”，产品结构带动盈利能力小幅走弱

盈利能力方面，公司单三季度/Q1-Q3综合毛利率分别为74.63%/75.28%，同比-4.02pct/-3.05pct，主要受产品结构下移影响。营业税金及附加率13.5%/14.26%，同比-2.64pct/-0.79pct。期间费用率保持稳定，主要系公司增加销售费用的同时（Q3提升2.83pct），实现了管理费用率的同步降低（Q3下降2.29pct），实现了管理层既定的管理费用转化为销售费用的目标。整体来看，公司盈利能力主要受产品结构影响，单三季度/Q1-Q3归母净利率分别为21.87%/24.69%，同比小幅下滑1.03pct/1.30pct。

其他方面，公司单三季度/Q1-Q3经营活动净现金流-0.6亿元/5.8亿元，同比-109.2%/-45.1%，其中销售收现14.6亿元/54.7亿元，同比-16.6%/+12.2%。截至9月底合同负债3.3亿元，环比上季度末减少1.8亿元。

● 投资建议

今年以来，次高端白酒面临了较大的行业压力，公司坚持积极努力的营销投放与回款行动，同时又保证了价盘稳定与渠道的相对有序，实现了连续三个季度的收入/利润双增长，体现了复星赋能下强大的管理决心与能力。结合前三季度表现调整盈利预测，我们预计公司 2023 年-2025 年营业收入增速分别 16.2%、17.5%、22.2%，归母净利润增速分别为 7.4%、22.2%、24.7%，对应 EPS 预测为 5.43、6.64、8.28 元（前值为 6.06、7.87、10.09 元），截至 10 月 25 日对应 PE 分别 25、20、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	7037	8268	10103
收入同比（%）	21.9%	16.2%	17.5%	22.2%
归属母公司净利润	1685	1810	2212	2759
净利润同比（%）	35.3%	7.4%	22.2%	24.7%
毛利率（%）	77.7%	75.3%	74.6%	75.5%
ROE（%）	26.6%	23.7%	23.8%	24.3%
每股收益（元）	5.10	5.43	6.64	8.28
P/E	31.21	24.92	20.40	16.35
P/B	8.38	5.90	4.85	3.97
EV/EBITDA	22.05	17.21	13.36	10.18

资料来源：wind，华安证券研究所，截至 10 月 25 日

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
流动资产	7767	10740	12838	16396	营业收入	6056	7037	8268	10103
现金	2448	3051	5413	7915	营业成本	1349	1740	2099	2473
应收账款	219	563	126	436	营业税金及附加	903	985	1157	1414
其他应收款	48	1125	253	309	销售费用	1016	1267	1323	1566
预付账款	19	104	105	74	管理费用	587	633	744	1010
存货	3583	4148	5181	5810	财务费用	-41	-49	-61	-108
其他流动资产	1452	1748	1761	1852	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	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	7	8	10
固定资产	1057	1044	1029	1014	营业利润	2236	2419	2956	3687
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
资产总计	9798	12777	14875	18432	利润总额	2246	2419	2956	3687
流动负债	3133	4785	5204	6668	所得税	546	593	724	903
短期借款	0	0	0	0	净利润	1701	1826	2231	2784
应付账款	484	482	334	628	少数股东损益	15	16	20	25
其他流动负债	2648	4303	4870	6040	归属母公司净利润	1685	1810	2212	2759
非流动负债	128	128	128	128	EBITDA	2297	2447	2976	3660
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	5.10	5.43	6.64	8.28
其他非流动负债	103	103	103	103					
负债合计	3260	4912	5332	6795					
少数股东权益	208	224	244	269					
股本	333	333	333	333					
资本公积	813	813	813	813					
留存收益	5183	6494	8153	10222					
归属母公司股东权益	6329	7640	9299	11368					
负债和股东权益	9798	12777	14875	18432					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1041	1186	2996	3272
净利润	1701	1826	2231	2784
折旧摊销	152	84	90	91
财务费用	3	0	0	0
投资损失	-3	-7	-8	-10
营运资金变动	-787	-717	683	407
其他经营现金流	2464	2544	1548	2376
投资活动现金流	-428	-83	-82	-80
资本支出	-582	-90	-90	-90
长期投资	100	0	0	0
其他投资现金流	54	7	8	10
筹资活动现金流	-95	-500	-553	-690
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	-500	-553	-690
现金净增加额	518	603	2362	2502

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	21.9%	16.2%	17.5%	22.2%
营业利润	33.5%	8.2%	22.2%	24.7%
归属于母公司净利	35.3%	7.4%	22.2%	24.7%
获利能力				
毛利率 (%)	77.7%	75.3%	74.6%	75.5%
净利率 (%)	27.8%	25.7%	26.8%	27.3%
ROE (%)	26.6%	23.7%	23.8%	24.3%
ROIC (%)	24.6%	22.5%	22.7%	23.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.3%	38.4%	35.8%	36.9%
净负债比率 (%)	49.9%	62.5%	55.9%	58.4%
流动比率	2.48	2.24	2.47	2.46
速动比率	1.32	1.35	1.44	1.57
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.62	0.60	0.61
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
每股指标 (元)				
每股收益	5.10	5.43	6.64	8.28
每股经营现金流 (摊)	3.12	3.56	8.99	9.82
每股净资产	19.00	22.93	27.91	34.12
估值比率				
P/E	31.21	24.92	20.40	16.35
P/B	8.38	5.90	4.85	3.97
EV/EBITDA	22.05	17.21	13.36	10.18

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

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。