

Q4 业绩亮眼，多品牌蓄力发展

2023 年 03 月 27 日

➤ **事件:** 2023 年 3 月 21 日, 公司披露 2022 年财报, 全年实现营业收入 60.56 亿元, 同比+21.86%, 归母净利润 16.85 亿元, 同比+35.31%; 其中 22Q4 实现营业收入 14.39 亿元, 同比+5.62%, 归母净利润 4.85 亿元, 同比+75.87%。22Q4 公司销售收现为 11.38 亿元, 同比下降 31.91%, 合同负债期末为 2.98 亿元, 环比减少 0.64 亿元。截至 22Q4 末, 公司经销商数量为 2158 家, 其中省外/省内分别为 1835/323 家, 分别较 21Q4 末净增加 50 家/减少 144 家。

➤ **产品结构升级, 省外扩张持续推进。** 分产品看, 22Q4 公司中高档酒收入 11.25 亿元, 同比增长 8.17%, 普通酒收入 2.16 亿元, 同比下降 3.22%。22 年中高档酒占比提升 1.57pct, 公司重点发力核心大单品品味舍得, 22 年第五代品味舍得上新, 22 年 9 月品味舍得开票价格提高 20 元, 产品批价保持稳定并逐步放量。分渠道来看, 批发代理收入 12.17 亿元, 同比增长 9.32%, 电商销售 1.24 亿元, 同比下降 17.24%。分地区来看, 22 年全年四川省内/省外营业收入分别为 16.12/40.45 亿元, 同比+13.48%/+28.12%, 分别占营收的 28.49%/71.51%。

➤ **大幅缩减费用, 22Q4 业绩表现亮眼。** 22Q4 公司毛利率下降 1.31pct 至 75.75%, 销售费用率和管理费用率分别大幅下降 6.19pct 和 11.15pct 至 13.49% 和 5.05%, 主因公司提升费用投放效率, 从 B 端向 C 端倾斜, 加强品牌宣传和终端消费者培育工作, 22Q4 归母净利润大幅增长 75.87%, 归母净利率大幅上升 13.48pct 至 33.74%。

➤ **进化多品牌矩阵战略, 加强市场营销。** 2022 年, 公司将“双品牌战略”进化提升为“多品牌矩阵战略”, 立足舍得“老酒+文化”、沱牌“唤醒+焕新”策略, 合资成立贵州夜郎古酒庄有限公司, 以夜郎古品牌布局酱香业务, 全方位加强品牌建设工作。据四川沱牌舍得营销公司文件, 自 23 年 4 月 1 日起, 品味舍得系列 (第五代、第四代、精华版和庆典装) 终端售价上调 20 元/瓶, 淡季挺价, 提升产品力。此外, “十四五”期间, 夜郎古将实现 2 万吨产能和 10 万吨储能, 力争用十年实现百亿目标, 进入中国酱酒第一阵营, 中长期有望为舍得提供强劲的业绩支撑。

➤ **投资建议:** 公司坚持“老酒、多品牌矩阵、年轻化、国际化”战略, 强化“舍得、沱牌、老酒、要客、互联网、国际业务”6 大业务板块的事业部运营管理模式, 打造进攻型、价值型营销和科创组织, 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。根据公司 22 年 10 月股权激励目标, 24 年将力争达成百亿目标。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 30/24/19 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 新品推广进程放缓、食品品质事故风险。

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	2120	2674	3394
增长率 (%)	35.3	25.8	26.1	26.9
每股收益 (元)	5.06	6.36	8.03	10.19
PE	37	30	24	19
PB	10.0	7.9	6.3	5.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 3 月 27 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

189.49 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 年三季报点评: 产品结构持续升级, Q3 业绩表现亮眼-2022/10/28
2. 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
3. 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
4. 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
5. 舍得酒业 (600702.SH) 一季报点评: 一季度业绩延续快速增长, 增产扩能强化老酒优势-2022/04/21

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	-41	-42	-61
资产减值损失	0	-2	-2	-1
投资收益	3	7	9	11
营业利润	2236	2800	3535	4489
营业外收支	11	10	10	10
利润总额	2246	2811	3546	4500
所得税	546	691	871	1106
净利润	1701	2120	2674	3394
归属于母公司净利润	1685	2120	2674	3394
EBITDA	2297	2933	3680	4641

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2448	2558	3634	5879
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	2477	2941	2771
流动资产合计	7767	9901	12672	15808
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	2276	2550	2822
资产合计	9798	12177	15222	18630
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	2878	3619	4239
流动负债合计	3133	3885	4843	5640
长期借款	25	25	25	25
其他长期负债	103	97	127	125
非流动负债合计	128	122	152	150
负债合计	3260	4007	4995	5790
股本	333	333	333	333
少数股东权益	208	208	208	208
股东权益合计	6538	8170	10227	12840
负债和股东权益合计	9798	12177	15222	18630

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
成长能力 (%)				
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	25.79	26.14	26.91
盈利能力 (%)				
毛利率	77.72	78.20	78.62	79.91
净利率	27.83	26.88	26.56	26.85
总资产收益率 ROA	17.20	17.41	17.57	18.22
净资产收益率 ROE	26.63	26.63	26.69	26.87
偿债能力				
流动比率	2.48	2.55	2.62	2.80
速动比率	1.32	1.40	1.46	1.64
现金比率	0.78	0.66	0.75	1.04
资产负债率 (%)	33.27	32.91	32.81	31.08
经营效率				
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	0.72	0.73	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	5.06	6.36	8.03	10.19
每股净资产	19.00	23.89	30.07	37.91
每股经营现金流	3.12	3.07	6.38	10.55
每股股利	1.50	1.89	2.38	3.02
估值分析				
PE	37	30	24	19
PB	10.0	7.9	6.3	5.0
EV/EBITDA	26.45	20.67	16.19	12.35
股息收益率 (%)	0.79	1.00	1.26	1.59

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1701	2120	2674	3394
折旧和摊销	152	178	194	222
营运资金变动	-787	-1275	-742	-98
经营活动现金流	1041	1023	2126	3515
资本开支	-582	-377	-413	-467
投资	100	1	1	1
投资活动现金流	-428	-376	-412	-466
股权募资	80	0	0	0
债务募资	25	0	0	0
筹资活动现金流	-95	-537	-637	-805
现金净流量	518	110	1076	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。	公司评级	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