

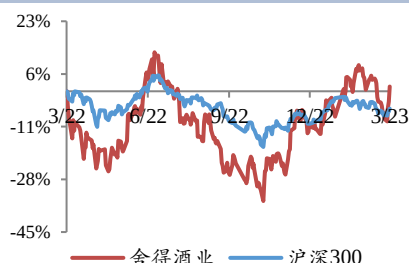
腰部产品势能强劲，利润释放展露亮点

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-23

收盘价（元）	195.06
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）	650
流通市值（亿元）	645

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

3月21日，舍得发布2022年年报。经公司核算，22Q4/全年公司实现营业总收入14.39亿元/60.56亿元，同比变动+5.62%/+21.86%左右；22Q4/全年实现归母净利润4.85亿元/16.85亿元，同比变动75.87%/+35.31%左右。利润端增长超市场预期。

● 产品结构向腰部优化，全国化进程势能不变

分产品来看，中高档酒（代表：舍得、沱牌天曲）22Q4/全年分别实现收入11.25亿元/48.77亿元，同比+8.17%/+25.88%；普通酒（代表：沱牌大曲）22Q4/全年分别实现收入2.16亿元/7.80亿元，同比-3.22%/+10.92%；玻瓶收入3.55亿元，同比-0.49%。其中2022年全年中高档酒量升价减（销量+29.2%、吨价-2.6%）、普通酒量减价升（销量-4.1%、吨价+15.7%），预计前者系地道等中低线价格带产品放量、后者系低端品牌缩量体质所致。整体来看，公司产品结构进一步优化，腰部品牌发展强势，酒类业务中，中高档酒占比较去年提升1.57pct。

其他收入结构方面，批发代理/电商销售2022年分别变动+26.02%/-4.02%，电商端高增转负，预计系Q2/Q4两季度疫情严重影响电商物流运输；省内/省外市场22年分别实现增长13.48%/28.12%，省外增长延续了Q3以来的相对高增速，占比同样进一步提升至71.5%（+2.5pct），公司全国化进程稳步推进。

截至22年底，国内经销商数量2158家，公司在经销商数量减少的情况下（较年初减少94家）总体收入保持稳步提升，单商规模持续扩大，客户结构得到进一步改善。

● 费率下降释放利润空间，合同负债环比降低

盈利能力方面，公司22年/Q4毛利率分别为77.72%/75.75%，同比分别下降0.09pct/1.31pct。公司产品毛利率微降与产品结构变化和成本增长有关。费用方面，公司Q4销售费比和管理费比大幅减少，导致全年期间费用率同比下滑2.95pct，进而释放利润端弹性。综合来看，公司全年归母净利率达到27.83%，较去年改善了2.77pct，盈利能力显著提升。

其他方面，公司22年经营活动净现金流10.41亿元，经营活动现金流同比减少53.29%，其中销售收现保持增势。2022年末合同负债2.98亿元，环比三季度末减少0.64亿元。

● 投资建议

公司顺利完成2022年度股权激励业绩目标，扎实迈向24年“百亿俱乐部”目标。当前来看，春节旺季提振公司库存消化速度，3月

商务活动与宴请走访加速推动次高端边际改善,预计公司 1 季度改善确定性强。伴随后续经济转暖,公司在“老酒、多品牌矩阵、年轻化、国际化”战略的加持下,有望进一步挖掘内生动力;夜郎古酒庄将贡献增量收入,在复星的组合布局下加速向平台型企业进化。

我们认为,公司具备顺周期 β 与成长性次高端 α 的双重逻辑,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 31、23、18 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) 复兴赋能不及预期。

● 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	30.68	23.00	17.99
P/B	8.38	7.69	5.77	4.37
EV/EBITDA	22.05	21.41	15.34	11.15

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
流动资产	7767	11381	15018	19931	营业收入	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
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	8	10	13
固定资产	1057	1044	1029	1014	营业利润	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
资产总计	9798	13417	17055	21966	利润总额	2246	2831	3776	4828
流动负债	3133	4615	5401	6667	所得税	546	694	925	1183
短期借款	0	0	0	0	净利润	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	归属母公司净利润	1685	2118	2826	3613
非流动负债	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					
负债合计	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					
负债和股东权益	9798	13417	17055	21966					

现金流量表					主要财务比率				
单位：百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1041	1491	3289	4920	成长能力				
净利润	1701	2137	2851	3645	营业收入	21.9%	29.4%	29.8%	23.1%
折旧摊销	152	84	90	91	营业利润	33.5%	26.6%	33.4%	27.9%
财务费用	3	0	0	0	归属于母公司净利	35.3%	25.7%	33.4%	27.9%
投资损失	-3	-8	-10	-13	获利能力				
营运资金变动	-787	-722	359	1196	毛利率（%）	77.7%	79.0%	79.9%	81.0%
其他经营现金流	2464	2859	2492	2449	净利率（%）	27.8%	27.0%	27.8%	28.9%
投资活动现金流	-428	-82	-80	-77	ROE（%）	26.6%	25.1%	25.1%	24.3%
资本支出	-582	-90	-90	-90	ROIC（%）	24.6%	24.0%	24.1%	23.2%
长期投资	100	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	54	8	10	13	资产负债率（%）	33.3%	35.3%	32.4%	30.9%
筹资活动现金流	-95	0	0	0	净负债比率（%）	49.9%	54.7%	48.0%	44.8%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.48	2.47	2.78	2.99
长期借款	25	0	0	0	速动比率	1.32	1.63	1.76	2.19
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	77	0	0	0	总资产周转率	0.68	0.67	0.67	0.64
其他筹资现金流	-198	0	0	0	应收账款周转率	32.75	18.00	24.00	36.00
现金净增加额	518	1409	3210	4843	应付账款周转率	3.54	3.60	5.14	5.14

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	5.10	6.36	8.48	10.84	P/E	31.21	30.68	23.00	17.99
每股经营现金流（摊）	3.12	4.48	9.87	14.77	P/B	8.38	7.69	5.77	4.37
每股净资产	19.00	25.35	33.83	44.68	EV/EBITDA	22.05	21.41	15.34	11.15

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。