

2024年03月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，多因素致利润承压

—舍得酒业（600702.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年3月19日，舍得酒业发布2023年年度报告。

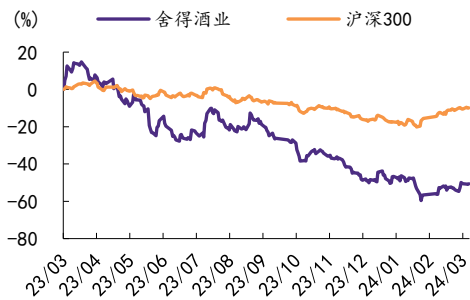
投资要点

基本数据

2024-03-20

当前股价（元）	84.05
总市值（亿元）	280
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	332
52周价格范围（元）	69.33-198.98
日均成交额（百万元）	858.85

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《舍得酒业（600702）：董事长提议回购，推动提质增效重回报》2024-02-06
- 《舍得酒业（600702）：利润短期承压，省内营收增长提速》2023-10-26
- 《舍得酒业（600702）：员工持股计划落地，坚定长期发展动能》2023-09-24

业绩符合预期，利润受多因素影响

2023年公司总营收70.81亿元（同增16.93%），归母净利润17.71亿元（同增5.09%）；2023Q4总营收18.36亿元（同增27.58%），归母净利润4.76亿元（同减1.91%）。**公司业绩符合预期，利润增速稍慢主要系：**1) 产品结构变化，沱牌产品占比上升，毛利率同比下降3.2pct至74.50%。2) 期间费用率上升，其中销售费用率同比上升1.4pct，管理费用率同比下降0.7pct。3) 控股子公司夜郎古酒庄并表，2023年夜郎古酒庄净亏损3477.81万元。4) 控股子公司天马玻璃厂投产，其净利润同减41.49%。5) 新窖池投产带来生产成本略提升，后续预计保持稳定。今年公司预计将继续加大市场费用投入，同时提升费效比，并通过加大对管理费用的控制保持整体费用率稳定。

T68增长亮眼，舍之道潜力较大

普通酒增速快于中高档酒，2023年中高档酒/普通酒营收分别为56.55/9.05亿元，分别同比+15.96%/+16.11%，其中普通酒占比同比提升0.02pct。公司核心品品味舍得同比略有增长，高线光瓶酒T68接近翻倍，中高端产品舍之道大幅增长。**中高档酒毛利率同比下降**，2023年中高档酒/普通酒毛利率分别为83.24%/49.31%，分别同比-2.76pct/+0.35pct，主要系产品结构变化带来均价变化，2023年中高档酒/普通酒均价分别为34.35/23.15万元/千升，分别同比-9.33%/+25.54%。**中高档酒销量增长明显**，2023年中高档酒/普通酒销量分别为1.91/2.44万千升，分别同比+27.92%/-7.63%。公司今年将提升品味舍得增速，发展200元价位带舍之道成为第二大单品，同时加大对沱牌特级T68的投入。

省内加快下沉，省外点状深耕

省内增长略快于省外，2023年公司省内/省外营收分别为18.83/46.78亿元，分别同比+16.82%/+15.65%，2023年公司加大对省内成都、遂宁的投入，取得较好成效；山东、河北等省外市场基础较好。公司将继续对11个城市开展首府攻坚

战，从人员扩张和费用投放上深耕市场。大体量经销商数量保持稳定，截至 2023 年底，公司拥有 2655 名经销商，较去年同期增加 497 个；单商规模为 266.70 万元/人，同比-4.96%，主要系沱牌经销商占比提升，下拉单商规模。而 500 万以上经销商保持稳定，未来随着沱牌规模增长，经销商总数量预计仍有提升。

盈利预测

目前公司大众和中端价位产品获较好增长，未来扩容空间较大，在沱牌复兴战略下保障收入增长；公司今年力争做好品味舍得增速，以保证利润增长。长期我们仍看好品味舍ได้ใน次高端市场的品牌力持续提升，藏品十年在高端市场的占位，同时全国化进程加快。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 6.23/7.28/8.55 元，当前股价对应 PE 分别为 14/12/10 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，舍得增速不及预期、老酒战略推进受阻、省外扩张不及预期、夜郎古销售不及预期、股份回购进度低于预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	7,081	8,241	9,555	11,120
增长率（%）	16.9%	16.4%	16.0%	16.4%
归母净利润（百万元）	1,771	2,075	2,426	2,847
增长率（%）	5.1%	17.2%	16.9%	17.4%
摊薄每股收益（元）	5.32	6.23	7.28	8.55
ROE（%）	23.4%	22.0%	20.7%	19.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,422	5,410	7,947	10,884
应收款	530	339	340	335
存货	4,424	4,081	3,932	3,794
其他流动资产	718	847	904	929
流动资产合计	8,094	10,677	13,123	15,942
非流动资产:				
金融类资产	602	682	732	762
固定资产	1,600	1,912	1,952	1,889
在建工程	698	279	112	45
无形资产	417	396	375	355
长期股权投资	19	19	19	19
其他非流动资产	288	288	288	288
非流动资产合计	3,022	2,894	2,746	2,596
资产总计	11,116	13,571	15,869	18,538
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	968	907	931	889
其他流动负债	2,157	2,157	2,157	2,157
流动负债合计	3,401	3,967	4,005	3,960
非流动负债:				
长期借款	39	42	44	45
其他非流动负债	114	114	114	114
非流动负债合计	153	156	158	159
负债合计	3,554	4,123	4,163	4,120
所有者权益				
股本	333	333	333	333
股东权益	7,561	9,448	11,706	14,418
负债和所有者权益	11,116	13,571	15,869	18,538

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1772	2094	2501	2997
少数股东权益	1	19	75	150
折旧摊销	147	127	147	149
公允价值变动	22	30	28	25
营运资金变动	-1226	1052	178	104
经营活动现金净流量	716	3322	2929	3425
投资活动现金净流量	-335	27	77	100
筹资活动现金净流量	2608	-205	-241	-284
现金流量净额	2,989	3,144	2,766	3,241

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,081	8,241	9,555	11,120
营业成本	1,806	2,123	2,391	2,715
营业税金及附加	1,015	1,187	1,386	1,612
销售费用	1,290	1,525	1,777	2,057
管理费用	636	709	812	945
财务费用	-28	-150	-221	-303
研发费用	108	126	146	170
费用合计	2,006	2,210	2,515	2,870
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	22	30	28	25
投资收益	8	6	5	4
营业利润	2,304	2,767	3,304	3,957
加:营业外收入	34	12	10	9
减:营业外支出	8	5	6	7
利润总额	2,330	2,774	3,308	3,959
所得税费用	558	680	807	962
净利润	1,772	2,094	2,501	2,997
少数股东损益	1	19	75	150
归母净利润	1,771	2,075	2,426	2,847

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	16.9%	16.4%	16.0%	16.4%
归母净利润增长率	5.1%	17.2%	16.9%	17.4%
盈利能力				
毛利率	74.5%	74.2%	75.0%	75.6%
四项费用/营收	28.3%	26.8%	26.3%	25.8%
净利率	25.0%	25.4%	26.2%	27.0%
ROE	23.4%	22.0%	20.7%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	32.0%	30.4%	26.2%	22.2%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	13.4	24.3	28.1	33.2
存货周转率	0.4	0.8	1.0	1.1
每股数据(元/股)				
EPS	5.32	6.23	7.28	8.55
P/E	15.8	13.5	11.5	9.8
P/S	4.0	3.4	2.9	2.5
P/B	3.9	3.1	2.5	2.0

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。