

舍得酒业 (600702)

2023 年年报点评: 舍得守正, 沱牌出奇

买入 (维持)

2024 年 03 月 20 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

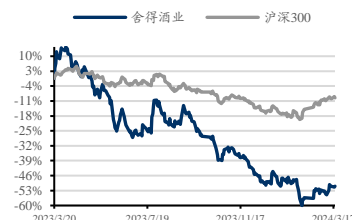
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6,056	7,081	8,185	9,634	11,456
同比	21.86%	16.93%	15.59%	17.70%	18.92%
归母净利润 (百万元)	1,685	1,771	2,050	2,492	3,058
同比	35.31%	5.09%	15.74%	21.55%	22.71%
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.06	5.32	6.15	7.48	9.18
P/E (现价&最新摊薄)	16.78	15.97	13.80	11.35	9.25

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年报, 全年营收 70.81 亿元, 同比增长 16.9%, 归母净利 17.71 亿元, 同比增长 5.09%; 23Q4 营收、归母净利分别同比 +27.6%、-1.9%, 符合预期。
- **23 年平稳收官, 中低档扩张提速。** 宏观承压背景下, 23 年公司通过城市会战、沱牌激活等方式努力挖掘收入增量, 全年本部酒类收入同增 16.0%, 符合此前预期。23Q4 酒类收入同增 28.04%, 1 则去年同期受疫情影响, 收入确认基数偏低; 2 则 24 年年初品味提价刺激 23Q4 回款较多 (23Q4 中高档酒收入显著提升)。**1) 产品端:** ①全年中高档酒收入同增 16.0%, 估算沱牌盒装酒通过招商扩张实现显著增长, 舍之道实现 50%+ 同比增长, 品味增速慢于整体, 藏品及以上产品下滑较多。②全年低档酒收入同增 16.1%, 光瓶酒 T68 实现快速放量, 同时预计低端开发产品有所收缩。**2) 渠道端:** 2023 年末公司经销商数量达 2655 家, 新增 897 家, 调出 400 家, 舍得渠道优化与沱牌招商扩张持续推进。年度经销商数量、平均单商销售体量同比 +23.0%、-5.7%, 主因沱牌单商偏小。
- **收现稳定, 结构下移拉低毛利。****1) 收现端:** 23 年公司回款节奏与 22 年趋同, 年末合同负债波动不大, 全年订单收入 (营收 + Δ 预收) 同增 16.9%, 与收入增速基本一致, 估算货折变动亦不大。**2) 利润端:** ①23 年估算舍得本部净利率下降 1.8pct, 主因中低档收入占比提升, 拖累毛利率同比 -2.1pct, 销售费率估算亦提升约 1.0pct。②23Q4 盈利增速显著慢于收入, 主因 22Q4 同期销售、管理费用基数偏低, 前者投放受疫情影响, 后者 1 系 22 年末高管薪酬计提偏低, 2 与 23Q4 新一期员工持股计划费用计提有关。
- **夜郎古逐步走上正轨, 利润拖累有望改善。** 经过渠道切换、团队整合、制度完善及产品调整, 23H2 以来夜郎古经营逐步走上正轨, 23H1/H2 收入 0.75/1.04 亿元。全年夜郎古亏损 0.35 亿元, 与人员、税收成本增加, 及品牌费用前置投入有关。伴随主品大金奖库存去化完成, 夜郎酱新品招商顺利推进, 预计 24Q1 收入较 23H2 提升, 24 全年有望扭亏为盈。
- **盈利预测与投资评级:** 23 年大环境承压背景下, 公司践行长期主义, 扎实练好内功: 舍得强聚焦与广布局并行, 持续打造 38 个重点城市, 同时分三级推进首府攻坚战, 积极开拓储备潜力市场; 沱牌借助新总裁优秀经验, 加强口粮酒品牌培育, 优化快消渠道布局。股权激励考核期公司业绩保持韧性, 期待后续经济修复带动弹性重新显现。我们略下调 2024-2025 年归母净利润为 20.5、24.9 (前值为 21、27 亿元), 分别同比 +16%、22% (前值为 17%、28%), 预计 2026 年归母净利润 30.6 亿元, 同比 +23%, 对应 PE 分别为 14、11、9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济向好节奏不确定性; 低档酒增长不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	84.89
一年最低/最高价	68.00/204.55
市净率(倍)	3.91
流通 A 股市值(百万元)	28,206.36
总市值(百万元)	28,282.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.71
资产负债率(% ,LF)	31.98
总股本(百万股)	333.17
流通 A 股(百万股)	332.27

相关研究

《舍得酒业(600702): 2023 年前三季度业绩点评: 符合预期, 盈利表现与 H1 趋同》

2023-10-27

《舍得酒业(600702): 2023 年半年报点评: Q2 符合预期, 强劲销去库存迎旺季》

2023-08-21

## 舍得酒业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>8,094</b>	<b>8,450</b>	<b>9,078</b>	<b>9,689</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,081</b>	<b>8,185</b>	<b>9,634</b>	<b>11,456</b>
货币资金及交易性金融资产	3,023	4,156	4,855	5,441	营业成本(含金融类)	1,806	2,164	2,583	3,036
经营性应收款项	557	97	522	80	税金及附加	1,015	1,162	1,395	1,642
存货	4,424	3,983	3,464	3,946	销售费用	1,290	1,398	1,571	1,838
合同资产	0	0	0	0	管理费用	636	696	708	761
其他流动资产	90	215	237	222	研发费用	108	125	137	151
<b>非流动资产</b>	<b>3,022</b>	<b>4,942</b>	<b>6,364</b>	<b>7,791</b>	财务费用	(28)	(24)	(22)	(30)
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	18	19	20	21
固定资产及使用权资产	1,617	2,749	2,770	2,792	投资净收益	8	4	3	3
在建工程	726	1,534	2,945	4,356	公允价值变动	22	6	6	7
无形资产	417	417	417	417	减值损失	0	(6)	(7)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	8	9	11
长期待摊费用	38	18	8	3	<b>营业利润</b>	<b>2,304</b>	<b>2,694</b>	<b>3,293</b>	<b>4,093</b>
其他非流动资产	205	205	205	205	营业外净收支	26	12	23	12
<b>资产总计</b>	<b>11,116</b>	<b>13,392</b>	<b>15,442</b>	<b>17,480</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,330</b>	<b>2,707</b>	<b>3,315</b>	<b>4,106</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,401</b>	<b>4,295</b>	<b>4,536</b>	<b>4,345</b>	减:所得税	558	650	798	986
短期借款及一年内到期的非流动负债	92	92	92	92	<b>净利润</b>	<b>1,772</b>	<b>2,057</b>	<b>2,517</b>	<b>3,120</b>
经营性应付款项	970	1,115	1,597	1,511	减:少数股东损益	1	7	25	62
合同负债	277	649	646	607	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,771</b>	<b>2,050</b>	<b>2,492</b>	<b>3,058</b>
其他流动负债	2,063	2,440	2,201	2,134	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.32	6.15	7.48	9.18
非流动负债	153	153	153	153	EBIT	2,245	2,658	3,259	4,047
长期借款	39	39	39	39	EBITDA	2,418	2,787	3,266	4,052
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.50	73.57	73.19	73.50
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	25.02	25.05	25.87	26.69
其他非流动负债	107	107	107	107	收入增长率(%)	16.93	15.59	17.70	18.92
<b>负债合计</b>	<b>3,554</b>	<b>4,449</b>	<b>4,689</b>	<b>4,498</b>	归母净利润增长率(%)	5.09	15.74	21.55	22.71
归属母公司股东权益	7,233	8,608	10,393	12,559					
少数股东权益	328	335	361	423					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,561</b>	<b>8,943</b>	<b>10,753</b>	<b>12,982</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,116</b>	<b>13,392</b>	<b>15,442</b>	<b>17,480</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	716	3,826	2,795	2,876	每股净资产(元)	21.71	25.84	31.19	37.70
投资活动现金流	(335)	(2,055)	(1,427)	(1,439)	最新发行在外股份(百万股)	333	333	333	333
筹资活动现金流	(576)	(675)	(707)	(891)	ROIC(%)	23.90	24.08	24.78	25.62
现金净增加额	(196)	1,096	661	545	ROE-摊薄(%)	24.49	23.82	23.98	24.35
折旧和摊销	173	129	7	4	资产负债率(%)	31.98	33.22	30.37	25.73
资本开支	(870)	(2,039)	(1,403)	(1,412)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.97	13.80	11.35	9.25
营运资本变动	(1,191)	1,664	305	(221)	P/B(现价)	3.91	3.29	2.72	2.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>