

舍得酒业 (600702.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年3月21日

评级：买入（维持）

市场价格：84.05元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

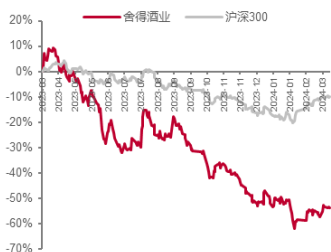
执业证书编号：S0740524010001

Email: zhaoxp@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	333
流通股本(百万股)	332
市价(元)	84.05
市值(百万元)	28,003
流通市值(百万元)	27,927

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,056	7,081	8,116	9,174	10,269
增长率 yoy%	21.86%	16.93%	14.62%	13.03%	11.94%
净利润(百万元)	1,685	1,771	2,065	2,350	2,643
增长率 yoy%	35.31%	5.09%	16.56%	13.81%	12.50%
每股收益(元)	5.06	5.32	6.20	7.05	7.93
每股现金流量	3.12	2.15	5.50	6.09	7.04
净资产收益率	25.78%	23.43%	23.17%	22.28%	21.19%
P/E	16.61	15.81	13.56	11.92	10.59
P/B	4.42	3.87	3.26	2.74	2.31

备注：股价数据更新截止2024年3月20日

投资要点

- **事件：公司发布2023年报，2023年实现营业总收入70.81亿元，同增16.93%；实现归母净利润17.71亿元，同增5.09%。**
- **Q4业绩符合预期，收现回款质量较高。4Q23实现营业收入18.36亿元，同增27.58%；实现归母净利润4.76亿元，同比-1.91%。**收入利润符合市场预期。综合考虑回款来看，4Q23营业收入+△合同负债为17.86亿元，同增29.95%，从销售收现的角度来看，公司4Q23实现销售收现18.88亿元，同比+65.86%。综合来看，预计主要系4Q23和4Q22回款和收入确认节奏偏差。考虑到季度间回款基数差异，23年全年营业收入+△合同负债为70.60亿元，同增23.97%；全年销售收现为73.60亿元，同增22.39%。整体看报表收现、回款增速快于收入增速。
- **T68和舍之道带动放量，期待产品结构压力改善。**分产品结构来看：23年公司中高档酒/普通酒分别实现收入56.55/9.05亿元，分别同比+15.96%/+16.11%。4Q23中高档酒/普通酒收入分别同比+33.75%/-1.72%，单四季度中高档酒增速有所补齐。拆分量价后，23年中高档酒的量增/价增分别为+27.92%/-9.35%，预计由于偏大众次高端价格带的舍之道在宴席场景快速放量；低档酒的量增/价增分别为-7.63%/+25.71%，预计主要由于高线光瓶T68的放量推动同时拉升结构。展望2024年，预计品味舍得和藏品舍得仍将是公司发力重点，产品结构有望相对改善。
- **毛利率和销售费用有所影响，盈利能力有望企稳。**4Q23毛利率为72.27%，同比-3.48pct，23年全年毛利率为74.50%，同比-3.22pct。预计主要系新产能带动的成本上升、产品结构及夜郎谷并表影响尚未出清的影响。4Q23归母净利率为25.94%，同比-7.80pct，23年全年归母净利率为25.02%，同比-2.82pct。销售费用增长较为明显。4Q23销售费用率为16.49%，同比+3.01pct，23年全年销售费用同增26.87%，销售费用率同比+1.43pct，拆分销售费用细项来看，广告宣传/职工薪酬/差旅费对销售费用增速的贡献分别占22%/56%/9%，职工薪酬主要受到23年销售人员扩充影响，24年增速有望放缓，而差旅费或由于22年同期疫情低基数影响；23年管理费用率为8.98%，同比-0.71pct，预计主要系规模效应带来的费用优化；税金及附加占比基本平稳。
- **省内外同步发展，省外招商效果开始显现。**分地区来看：4Q23公司省内/外收入分别为5.08/12.09亿元，同比分别+11.10%/+36.81%，预计主要由于2023年的省外招商效果在四季度开始显现，有望在2024年继续体现。4Q23末，公司经销商数量为2655家，较2022年末增加497家，招商势头维持，同时经销商也在稳步梳理。省内市场强化优势，在强势价格带继续推动舍之道、T68等大单品放量；省外市场方面，推动华北东北等成熟市场深耕提效，并持续在郑州、济南、上海、北京、乌鲁木齐、长沙等地逐步复制重庆会战的成功经验，打造样板市场。
- **盈利预测。**中长期来看，舍之道、T68两大单品享受对应价格带的扩容和竞争格局优势，区域深耕和首府战役同步推进，盈利能力有望得到边际改善。维持“买入”评级。根据年报情况，我们小幅调整盈利预测。预计2024-2026年营收分别为81.2/91.7/102.7亿元（2024-2025年前值为81.3/94.3亿元），同比增长15%、13%、12%，归母净利润分别为20.7/23.5/26.4亿元（2024-2025年前值为20.9/24.4亿元），同比增长17%、14%、13%，对应EPS分别为6.20/7.05/7.93元（2024-2025年前值为6.28/7.33元），对应PE分别为14/12/11倍。
- **风险提示：**商务需求恢复不及预期风险、大单品量增放缓风险、食品品质事故风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,422	2,999	3,803	4,967	营业收入	7,081	8,116	9,174	10,269
应收票据	215	246	278	312	营业成本	1,806	2,026	2,294	2,571
应收账款	264	238	196	188	税金及附加	1,015	1,201	1,358	1,520
预付账款	26	29	33	37	销售费用	1,290	1,461	1,633	1,807
存货	4,424	4,965	5,621	6,299	管理费用	636	714	789	873
合同资产	0	0	0	0	研发费用	108	124	140	157
其他流动资产	744	765	828	855	财务费用	-28	-51	-56	-61
流动资产合计	8,094	9,242	10,759	12,658	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	36	36	36	36	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	19	19	19	19	公允价值变动收益	22	22	22	22
固定资产	1,600	1,850	2,136	2,453	投资收益	8	8	8	8
在建工程	698	798	798	698	其他收益	18	18	18	18
无形资产	417	507	588	661	营业利润	2,304	2,690	3,065	3,451
其他非流动资产	252	252	252	252	营业外收入	34	34	34	34
非流动资产合计	3,022	3,463	3,830	4,121	营业外支出	8	8	8	8
资产合计	11,116	12,704	14,589	16,779	利润总额	2,330	2,716	3,091	3,477
短期借款	0	16	16	16	所得税	558	650	740	832
应付票据	313	351	397	445	净利润	1,772	2,066	2,351	2,645
应付账款	655	735	832	933	少数股东损益	1	1	1	1
预收款项	2	2	3	3	归属母公司净利润	1,771	2,065	2,350	2,643
合同负债	277	317	358	401	NOPLAT	1,751	2,027	2,309	2,599
其他应付款	1,067	1,067	1,067	1,067	EPS (按最新股本摊薄)	5.32	6.20	7.05	7.93
一年内到期的非流动负债	92	92	92	92					
其他流动负债	996	1,046	1,097	1,152	主要财务比率				
流动负债合计	3,401	3,627	3,862	4,109	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	39	54	68	83	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	16.93%	14.62%	13.03%	11.94%
其他非流动负债	114	114	114	114	EBIT增长率	4.39%	15.74%	13.89%	12.57%
非流动负债合计	153	168	182	196	归母公司净利润增长率	5.09%	16.56%	13.81%	12.50%
负债合计	3,554	3,794	4,044	4,306	获利能力				
归属母公司所有者权益	7,233	8,581	10,214	12,141	毛利率	74.50%	75.03%	74.99%	74.97%
少数股东权益	328	329	331	332	净利率	25.03%	25.45%	25.63%	25.75%
所有者权益合计	7,561	8,910	10,545	12,473	ROE	23.43%	23.17%	22.28%	21.19%
负债和股东权益	11,116	12,704	14,589	16,779	ROIC	32.98%	31.89%	30.34%	28.60%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	31.98%	29.87%	27.72%	25.66%
					债务权益比	3.24%	3.09%	2.75%	2.44%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	2.4	2.5	2.8	3.1
经营活动现金流	716	1,833	2,030	2,345	速动比率	1.1	1.2	1.3	1.5
现金收益	1,902	2,218	2,532	2,856	营运能力				
存货影响	-841	-541	-656	-678	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营性应收影响	-238	-8	6	-30	应收账款周转天数	12	11	9	7
经营性应付影响	192	119	144	149	应付账款周转天数	114	123	123	124
其他影响	-299	46	4	48	存货周转天数	798	834	831	835
投资活动现金流	-335	-620	-580	-540	每股指标 (元)				
资本支出	-1,093	-644	-603	-563	每股收益	5.32	6.20	7.05	7.93
股权投资	-5	0	0	0	每股经营现金流	2.15	5.50	6.09	7.04
其他长期资产变化	763	24	23	23	每股净资产	21.71	25.75	30.66	36.44
融资活动现金流	-576	-635	-646	-641	估值比率				
借款增加	95	30	14	14	P/E	16	14	12	11
股利及利息支付	-503	-933	-1,108	-1,326	P/B	4	3	3	2
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	11	10	9	8
其他影响	-168	268	448	671					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。