

23 年稳健收官，战略清晰蓄力长期

2024 年 03 月 21 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业总收入 70.81 亿元，同比+16.93%；归母净利润 17.71 亿元，同比+7.93%；扣非归母净利润 17.16 亿元，同比+5.61%。经测算，23Q4 公司实现营业总收入 18.36 亿元，同比+27.58%；归母净利润 4.76 亿元，同比-1.91%；扣非归母净利润 4.60 亿元，同比-1.38%，营收+Δ合同负债同比+29.95%，和营收增速基本一致。

➤ **腰部&大众价位发力，23 年收入稳增。**2023 年公司酒类收入同增 15.98%，其中中高档酒/普通酒实现营收 56.55/9.05 亿元，分别同增 15.96%/16.11%。量价方面，中高档酒呈量增价减态势，预计次高端核心单品品味舍得受白酒商务需求偏弱影响增速相对较慢，100-200 元价位舍之道则受益于宴席升级保持较高增速；普通酒则呈量减价增，预计高线光瓶酒 T68 放量显著。分地区，23 年省内/省外收入分别达 18.83/46.78 亿元，分别同增 16.82%/15.65%，基地市场深耕和全国化共进，发展较为均衡。渠道端，截至 23 年末公司经销商数量达 2655 家，同比净增 497 家，单商平均规模略降，预计系公司加快 T68 市场布局，沱牌经销商数量增速更快但体量相对较小，整体渠道结构持续优化。Q4 公司酒类收入同增 28.04%，预计主因基数较低同时 24 年初品味舍得提价刺激渠道回款。

➤ **产品结构影响毛利率，营销侧投入持续加大。**2023 年公司毛利率为 74.50%，同比-3.22pct，预计主要系产品结构下移。费用端，公司践行重视营销投入、内部挖潜增效，23 年销售/管理费用率分别同比+1.43/-0.72pct，其中销售费用中职工薪酬同增 39.93%。综上公司 23 年扣非归母净利率同比-2.60pct。单 Q4，公司扣非净利率同比-7.36pct，除毛利率承压外，销售/管理费用率同比+3.01/2.88pct，管理费率主要受员工持股计划费用影响。

➤ **战略思路清晰，蓄力长期高质发展。**24 年春节期间，公司坚持促动销、去库存，渠道状态较为良性。展望后续，公司将持续聚集舍得与沱牌双品牌老酒战略，坚持做大品味舍得核心产品，同时打造高线光瓶大单品沱牌 T68；区域端公司将全国化布局与区域深耕并举，并强化板块化聚焦思路，未来有望形成规模效应；组织侧则通过持续壮大销售团队规模细化渠道管理，同时公司推出员工持股计划，亦完成组织裂变激发活力。未来，我们看好品味舍得持续全国化扩张潜力及沱牌系列品牌复兴，同时公司推出藏品 10 年补足千元价格带，平台化模式探索值得期待，长期增长动能充足。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 82.65/97.43/114.23 亿元，分别同比增 16.7%/17.9%/17.3%；归母净利润分别为 20.54/24.18/28.91 亿元，分别同比增 16.0%/17.7%/19.6%，当前股价对应 PE 分别为 14/12/10 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**商务等消费需求恢复不及预期；行业竞争加剧，费用投放持续加大；核心单品库存增加导致价格剧烈波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,081	8,265	9,743	11,423
增长率 (%)	16.9	16.7	17.9	17.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,771	2,054	2,418	2,891
增长率 (%)	5.1	16.0	17.7	19.6
每股收益 (元)	5.32	6.16	7.26	8.68
PE	16	14	12	10
PB	4.0	3.4	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

85.94 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@mszq.com

相关研究

- 1.舍得酒业 (600702.SH) 2023 年半年报点评：营收环比提速，毛利率阶段性承压-2023/08/21
- 2.舍得酒业 (600702.SH) 2023 年一季报点评：深化老酒战略，省外加速扩张-2023/05/06
- 3.舍得酒业 (002216.SZ) 2022 年年报点评：Q4 业绩亮眼，多品牌蓄力发展-2023/03/27
- 4.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
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,081	8,265	9,743	11,423
营业成本	1,806	2,166	2,591	3,012
营业税金及附加	1,015	1,182	1,393	1,634
销售费用	1,290	1,504	1,754	2,033
管理费用	636	694	799	914
研发费用	108	107	127	149
EBIT	2,245	2,624	3,097	3,704
财务费用	-28	-41	-40	-50
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	8	9	10	10
营业利润	2,304	2,675	3,149	3,766
营业外收支	26	27	32	37
利润总额	2,330	2,702	3,180	3,803
所得税	558	647	761	910
净利润	1,772	2,055	2,419	2,892
归属于母公司净利润	1,771	2,054	2,418	2,891
EBITDA	2,418	2,825	3,329	3,987

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,422	2,401	2,992	4,426
应收账款及票据	479	447	532	569
预付款项	26	109	117	117
存货	4,424	5,489	6,563	7,632
其他流动资产	744	1,824	2,183	1,927
流动资产合计	8,094	10,270	12,388	14,671
长期股权投资	19	28	38	48
固定资产	1,600	1,869	2,121	2,369
无形资产	417	467	537	587
非流动资产合计	3,022	3,268	3,528	3,776
资产合计	11,116	13,538	15,915	18,447
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	968	1,269	1,473	1,662
其他流动负债	2,434	3,303	3,855	4,265
流动负债合计	3,401	4,572	5,328	5,927
长期借款	39	39	39	39
其他长期负债	114	112	127	126
非流动负债合计	153	151	166	165
负债合计	3,554	4,722	5,494	6,093
股本	333	333	333	333
少数股东权益	328	329	331	332
股东权益合计	7,561	8,816	10,421	12,354
负债和股东权益合计	11,116	13,538	15,915	18,447

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.93	16.72	17.88	17.25
EBIT 增长率	4.65	16.86	18.04	19.60
净利润增长率	5.09	15.95	17.71	19.57
盈利能力 (%)				
毛利率	74.50	73.79	73.41	73.63
净利润率	25.02	24.85	24.81	25.31
总资产收益率 ROA	15.94	15.17	15.19	15.67
净资产收益率 ROE	24.49	24.20	23.96	24.05
偿债能力				
流动比率	2.38	2.25	2.33	2.48
速动比率	1.06	1.01	1.06	1.16
现金比率	0.71	0.53	0.56	0.75
资产负债率 (%)	31.98	34.88	34.52	33.03
经营效率				
应收账款周转天数	13.61	18.46	18.23	15.93
存货周转天数	894.30	924.93	924.93	924.93
总资产周转率	0.68	0.67	0.66	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	5.32	6.16	7.26	8.68
每股净资产	21.71	25.47	30.29	36.08
每股经营现金流	2.15	3.89	5.56	8.68
每股股利	2.15	2.48	2.92	3.49
估值分析				
PE	16	14	12	10
PB	4.0	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	10.90	9.33	7.92	6.61
股息收益率 (%)	2.50	2.88	3.39	4.06

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,772	2,055	2,419	2,892
折旧和摊销	173	201	232	283
营运资金变动	-1,191	-936	-771	-252
经营活动现金流	716	1,297	1,852	2,891
资本开支	-870	-394	-430	-479
投资	693	1	1	1
投资活动现金流	-335	-393	-429	-478
股权募资	0	0	0	0
债务募资	96	-92	0	0
筹资活动现金流	-576	-925	-831	-979
现金净流量	-196	-21	592	1,434

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。	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