

仍有韧性和潜力

--2023年度业绩点评

核心观点:

- 事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年实现收入 70.8 亿元, 同比+16.9%; 归母净利 17.7 亿元, 同比+5.1%。年末合同负债 2.8 亿元, 时点值同比-6.6%。
- Q4 收入超预期高:** 2023 年公司在行业低景气和自身 2021 年形成的高基数基础上, 仍然实现了较快的收入增长。其中 Q4 收入同比+27.6%, 好于预期。2023 年净利率同比下降, 使净利润增速低于收入; 但整体净利润超过了股权激励目标不低于 15.7 亿元的目标。
- 品味舍得价位以下产品增长较快:** 2023 年市场成交价在 180-200 元的舍之道, 以及高线光瓶酒沱牌 T68 销售增长较快; 大单品品味舍得小幅增长。结合行业情况看, 200 元左右大众价位段在当前消费环境下发展势头较好, 舍之道卡位该价位段, 性价比突出, 我们预计 2024 年增长趋势维持。沱牌 T68 在招商铺货过程中, 考虑沱牌品牌记忆的唤醒, 以及公司新任总经理的快消品背景, 我们对于该产品的快速发展依然保持期待。大单品品味舍得的发展, 在 2024 年商务消费需求企稳好转, 以及公司继续开拓空白市场预期下, 2024 年也有望好转。
- 基地市场有韧性:** 分区域, 2023 年省内收入 18.8 亿元, 同比+16.8%, 占酒类收入比重 29%, 毛利率保持稳定; 省外收入 46.8 亿元, 同比+15.6%, 占比 71%, 毛利率同比-3pcts; 省内外增长较为均衡。省内属于基地市场, 通过增加经销商布局和错位竞争, 保持良性成长状态, 2023 年增速较 2022 年有所加快。省外一方面聚焦在华北、东北等基地市场良性成长; 另一方面继续分阶段推进首府攻坚战, 去年第一阶段在济南、郑州、乌鲁木齐等 10 余个省会城市开展, 其中在山东市场收获较好销售表现。整体而言我们认为公司在基地市场的销售保持了一定韧性, 在新市场的开拓方面虽然面临消费环境挑战, 但也有所斩获。
- 盈利能力下降:** 2023 年公司归母净利率 25%, 同比-2.8pcts。其中毛利率同比-3.2pcts, 销售费用率同比+1.4pct, 管理费用率同比-0.7pct。由于夜郎古酒庄毛利率低于整体、天马玻璃新厂投产以及公司产品结构下降等原因, 毛利率下降。销售费用率提升主要因职工薪酬有同比+40%的较快增长, 其中公司销售人员数量同比+29%。
- 投资建议:** 公司在 2021 年业绩大幅增长之后, 2022、2023 年由于自身高基数和行业低景气, 增速放缓。但我们看到基地市场仍呈现一些增长韧性, 产品方面也有亮点, 如舍之道、沱牌 T68 快速增长。我们结合最新业绩情况调整 2024-25 年归母净利预测至 20.5/24.2 亿元, 新增 2026 年利润预测 28.5 亿元。目前股价对应 P/E 分别为 14/12/10 倍。我们认为估值已低, 维持推荐评级。
- 风险提示:** 成熟市场下滑的风险; 竞争加剧的风险。

舍得酒业(600702)

推荐 (维持)

分析师

刘来珍

☎:

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: s0130523040001

市场数据

2024-03-21

股票代码	600702
A 股收盘价(元)	85.94
上证指数	3,077.11
总股本万股	33,317
实际流通 A 股万股	33,227
流通 A 股市值(亿元)	286

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】公司点评-舍得酒业(600702)-积极推动收入增长

表 1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7080.96	8162.34	9398.43	10735.12
收入增长率%	16.93	15.27	15.14	14.22
归母净利润(百万元)	1771.30	2052.16	2419.51	2848.30
利润增速%	5.09	15.86	17.90	17.72
毛利率%	74.50	74.31	74.80	75.21
摊薄 EPS(元)	5.32	6.16	7.26	8.55
PE	16.16	13.95	11.83	10.05
PB	3.96	3.16	2.49	2.00
PS	4.04	3.51	3.05	2.67

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8093.96	9597.55	11638.21	13919.20	营业收入	7080.96	8162.34	9398.43	10735.12
现金	2421.55	3021.42	3672.44	4296.70	营业成本	1805.53	2096.81	2368.61	2660.97
应收账款	264.05	294.75	339.39	387.66	营业税金及附加	1014.71	1175.38	1353.37	1545.86
其它应收款	51.33	61.22	70.49	80.51	营业费用	1289.53	1501.87	1710.51	1932.32
预付账款	25.81	29.36	33.16	37.25	管理费用	635.78	677.47	751.87	805.13
存货	4423.80	5242.02	6579.46	8130.73	财务费用	-27.59	-48.55	-47.05	-54.32
其他	907.42	948.79	943.27	986.34	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3021.75	3876.51	4770.58	5892.58	公允价值变动收益	21.55	0.00	0.00	0.00
长期投资	19.35	19.35	19.35	19.35	投资净收益	8.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	1599.63	2213.55	2903.73	3766.64	营业利润	2304.04	2686.93	3170.13	3734.14
无形资产	416.84	502.84	482.84	462.84	营业外收入	33.93	26.00	26.00	26.00
其他	985.93	1140.78	1364.65	1643.76	营业外支出	7.83	6.00	6.00	6.00
资产总计	11115.71	13474.06	16408.78	19811.78	利润总额	2330.14	2706.93	3190.13	3754.14
流动负债	3401.30	3929.47	4439.68	4989.38	所得税	557.84	649.76	765.62	900.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1772.30	2057.16	2424.51	2853.30
应付账款	654.97	757.18	855.33	960.90	少数股东损益	0.99	5.00	5.00	5.00
其他	2746.33	3172.29	3584.35	4028.47	归属母公司净利润	1771.30	2052.16	2419.51	2848.30
非流动负债	153.19	153.19	153.19	153.19	EBITDA	2418.02	2919.61	3459.02	4087.81
长期借款	39.41	39.41	39.41	39.41	EPS (元)	5.32	6.16	7.26	8.55
其他	113.79	113.79	113.79	113.79					
负债合计	3554.49	4082.67	4592.87	5142.57	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	328.24	333.24	338.24	343.24	营业收入	16.93%	15.27%	15.14%	14.22%
归属母公司股东权益	7232.98	9058.15	11477.67	14325.97	营业利润	3.07%	16.62%	17.98%	17.79%
负债和股东权益	11115.71	13474.06	16408.78	19811.78	归属母公司净利润	5.09%	15.86%	17.90%	17.72%
					毛利率	74.50%	74.31%	74.80%	75.21%
					净利率	25.02%	25.14%	25.74%	26.53%
					ROE	24.49%	22.66%	21.08%	19.88%
					ROIC	22.18%	21.20%	19.98%	18.99%
					资产负债率	31.98%	30.30%	27.99%	25.96%
					净负债比率	47.01%	43.47%	38.87%	35.06%
					流动比率	2.38	2.44	2.62	2.79
					速动比率	1.06	1.09	1.12	1.14
					总资产周转率	0.68	0.66	0.63	0.59
					应收帐款周转率	29.34	29.21	29.64	29.53
					应付帐款周转率	3.17	2.97	2.94	2.93
					每股收益	5.32	6.16	7.26	8.55
					每股经营现金	2.15	5.78	5.53	6.35
					每股净资产	21.71	27.19	34.45	43.00
					P/E	16.16	13.95	11.83	10.05
					P/B	3.96	3.16	2.49	2.00
					EV/EBITDA	12.38	8.82	7.26	5.99
					P/S	4.04	3.51	3.05	2.67

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn