

舍得酒业 (600702.SH) 产品结构下移, 盈利能力阶段性承压

2024年03月23日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持(下调)

张宇光(分析师)

逢晓娟(分析师)

张恒玮(分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

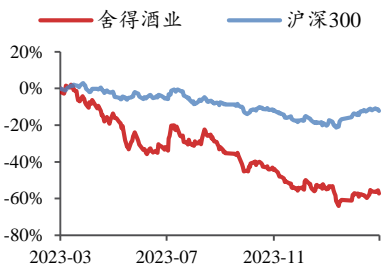
证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

证书编号: S0790524010001

日期	2024/3/22
当前股价(元)	82.50
一年最高最低(元)	204.55/68.00
总市值(亿元)	274.86
流通市值(亿元)	274.12
总股本(亿股)	3.33
流通股本(亿股)	3.32
近3个月换手率(%)	185.37

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《营收符合预期, 盈利能力略受环境影响—公司信息更新报告》-2023.8.23

《逆势增长, 开局良好—公司信息更新报告》-2023.4.29

《全年收入平稳收官, 利润端释放超预期—公司信息更新报告》-2023.3.23

● 营收符合预期, 利润短期承压, 下调至“增持”评级

舍得酒业2023年营收70.8亿元, 同比+16.9%, 归母净利润17.7亿元, 同比+5.1%。2023Q4营收18.4亿元, 同比+27.6%, 归母净利润4.8亿元, 同比-1.9%, 收入符合预期, 利润短期承压, 我们下调2024-2025年盈利预测, 并新增2026年盈利预测, 预计2024年-2026年归母净利润分别为20.3(-3.0)亿元、23.5(-5.0)亿元、27.1亿元, 同比分别+14.3%、+15.9%、+15.4%, EPS分别为6.08(-0.89)元、7.04(-1.50)元、8.13元, 当前股价对应PE分别为14.1、12.2、10.6倍。舍得渠道秩序平稳有序, 消费者端稳健渗透, 关注后续经济贝塔反转下公司的投资机会。受宏观经济影响下, 公司业绩阶段性承压, 下调至“增持”评级。

● 整体量增价降, 次高端以下产品对收入贡献更大

分产品看, 2023年中高档实现收入56.6亿元, 同比+16.0%, 普通酒收入9.1亿元, 同比+16.1%。量价来看, 2023年酒类销量同比+5.20%, 酒类吨价+10.25%, 其中, 中高档酒吨价下降9.35%, 推断是舍之道、沱牌等次高端以下产品增长更快导致。

● 省内省外均衡发展, 经销商渠道有一定波动

2023年省内收入18.8亿元, 同比+16.8%, 省外收入46.8亿元, 同比+15.6%。2023年Q4末公司共有经销商2655家, 报告期内新增经销商897家, 退出经销商400家。2023年平均经销商规模同比变动-5.73%至247.10万元/家。

● 费用率上升, 盈利能力承压

受产品结构下降影响, 2023年舍得酒业毛利率-3.22pct至74.50%, 税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-0.58pct/+1.43pct/-0.71pct/+0.27pct/+0.28pct。竞争激烈情况下, 渠道费用投入进一步加大, 净利率下降3.05pct至25.03%。

● 风险提示: 宏观经济波动致使需求下滑, 省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,056	7,081	8,040	9,257	10,525
YOY(%)	21.9	16.9	13.5	15.1	13.7
归母净利润(百万元)	1,685	1,771	2,025	2,347	2,708
YOY(%)	35.3	5.1	14.3	15.9	15.4
毛利率(%)	77.7	74.5	75.6	75.6	75.9
净利率(%)	28.1	25.0	25.7	25.7	26.0
ROE(%)	26.0	23.4	21.4	20.1	19.2
EPS(摊薄/元)	5.06	5.32	6.08	7.04	8.13
P/E(倍)	17.0	16.2	14.1	12.2	10.6
P/B(倍)	4.5	4.0	3.1	2.5	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7767	8094	10035	12464	14900
现金	2448	2422	4635	5337	8088
应收票据及应收账款	248	479	347	604	477
其他应收款	48	51	61	68	79
预付账款	19	26	25	33	33
存货	3583	4424	4275	5728	5532
其他流动资产	1422	692	692	692	692
非流动资产	2030	3022	3196	3412	3580
长期投资	14	19	27	34	41
固定资产	1057	1600	1849	2103	2305
无形资产	303	417	452	495	523
其他非流动资产	656	986	868	780	711
资产总计	9798	11116	13231	15876	18480
流动负债	3133	3401	3461	3951	4072
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	899	968	1060	1272	1354
其他流动负债	2233	2434	2401	2679	2718
非流动负债	128	153	146	139	132
长期借款	25	39	32	25	18
其他非流动负债	103	114	114	114	114
负债合计	3260	3554	3607	4090	4203
少数股东权益	208	328	365	393	420
股本	333	333	333	333	333
资本公积	813	838	838	838	838
留存收益	5204	6474	8199	10174	12480
归属母公司股东权益	6329	7233	9258	11393	13856
负债和股东权益	9798	11116	13231	15876	18480

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1041	716	2534	1181	3191
净利润	1701	1772	2062	2375	2735
折旧摊销	122	157	161	193	225
财务费用	-41	-28	-100	-144	-196
投资损失	-3	-8	-5	-6	-7
营运资金变动	-805	-1178	415	-1240	433
其他经营现金流	67	-0	1	3	2
投资活动现金流	-428	-335	-330	-404	-386
资本支出	584	873	328	402	385
长期投资	100	693	-7	-7	-7
其他投资现金流	56	-155	5	6	7
筹资活动现金流	-95	-576	9	-75	-56
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	25	14	-7	-7	-7
普通股增加	1	-0	0	0	0
资本公积增加	77	25	0	0	0
其他筹资现金流	-198	-616	17	-68	-48
现金净增加额	518	-196	2214	702	2750

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6056	7081	8040	9257	10525
营业成本	1349	1806	1962	2256	2539
营业税金及附加	903	1015	1149	1342	1531
营业费用	1016	1290	1528	1759	2000
管理费用	587	636	724	833	947
研发费用	76	108	92	122	140
财务费用	-41	-28	-100	-144	-196
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	18	18	14	15	16
公允价值变动收益	41	22	0	0	0
投资净收益	3	8	5	6	7
资产处置收益	6	2	0	0	0
营业利润	2236	2304	2706	3114	3588
营业外收入	17	34	25	30	28
营业外支出	6	8	9	8	8
利润总额	2246	2330	2723	3136	3608
所得税	546	558	660	761	873
净利润	1701	1772	2062	2375	2735
少数股东损益	15	1	37	28	27
归属母公司净利润	1685	1771	2025	2347	2708
EBITDA	2297	2417	2783	3185	3636
EPS(元)	5.06	5.32	6.08	7.04	8.13

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	21.9	16.9	13.5	15.1	13.7
营业利润(%)	33.5	3.1	17.5	15.1	15.2
归属于母公司净利润(%)	35.3	5.1	14.3	15.9	15.4
获利能力					
毛利率(%)	77.7	74.5	75.6	75.6	75.9
净利率(%)	28.1	25.0	25.7	25.7	26.0
ROE(%)	26.0	23.4	21.4	20.1	19.2
ROIC(%)	62.5	40.0	49.5	41.7	50.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.3	32.0	27.3	25.8	22.7
净负债比率(%)	-35.9	-29.4	-47.1	-44.4	-56.0
流动比率	2.5	2.4	2.9	3.2	3.7
速动比率	1.3	1.1	1.6	1.7	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	32.8	29.3	29.3	29.3	29.3
应付账款周转率	3.5	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.06	5.32	6.08	7.04	8.13
每股经营现金流(最新摊薄)	3.12	2.15	7.61	3.54	9.58
每股净资产(最新摊薄)	19.00	21.71	27.79	34.20	41.59
估值比率					
P/E	17.0	16.2	14.1	12.2	10.6
P/B	4.5	4.0	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	11.0	10.8	8.6	7.3	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn