

2024年03月29日

舍得酒业 (600702.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

增持-A(首次)

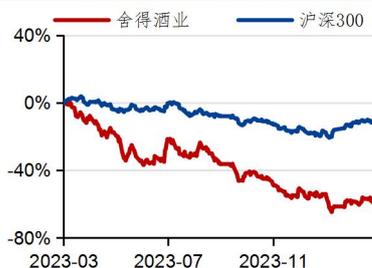
股价(2024-03-28)

77.43 元

交易数据

总市值(百万元)	25,797.17
流通市值(百万元)	25,727.63
总股本(百万股)	333.17
流通股本(百万股)	332.27
12个月价格区间	196.66/73.69

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.07	-21.85	-47.45
绝对收益	-2.02	-18.73	-59.42

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.cn

相关报告

大众消费发力, 省外拓展有序

事件:

公司发布 2023 年年报, 2023 全年公司实现营业收入 70.8 亿元, 同比增长 17%, 实现归母净利润 17.7 亿元, 同比增长 5.1%, 实现扣非后归母净利润 17.2 亿元, 同比增长 5.6%。单季度来看, 23Q4 公司实现营业收入 18.4 亿元, 同比增长 27.6%, 实现归母净利润 4.8 亿元, 同比下降 1.9%, 实现扣非后归母净利润 4.6 亿元, 同比下降 1.4%, 预计主要系 1) 产品结构下移; 2) 天马玻璃投产; 3) 新窖池投产。截止 2023 年末公司合同负债为 2.77 亿元, 同比下降 7.1%。

投资要点

◆ **收入分析: 大众价格带产品表现较好, 省外拓展有序。**2023 年公司实现营收 70.8 亿元, 同比+17%。其中, Q4 实现营收 18.4 亿元, 同比+27.6%。

1) **分产品, 大众价格带产品表现较好。**2023 年以舍得系列为代表的中高档酒实现营业收入 56.6 亿元, 同比增长 16%; 以沱牌系列为代表的普通酒实现营业收入 9.1 亿元, 同比增长 16.1%, 主要由于沱牌特级 T68 增势较好。量价拆分来看, 2023 年中高档酒、普通酒销量分别同比+27.9%、-7.63%, 对应吨价分别同比-9.3%、+25.7%。中高档酒量增价减, 我们认为主要是由于品味舍得受白酒商务需求偏弱影响增速较慢, 舍之道等次高端以下产品受宴席等消费场景恢复增长较快占比有所提升。普通酒量减价增, 我们预计高线光瓶 T68 放量较好。

2) **分地区, 省外市场拓展有序。**2023 年酒类省内实现营业收入 18.8 亿元, 同比增长 16.8%, 省外实现营业收入 46.8 亿元, 同比增长 15.6%。截至 2023 年年底, 公司经销商 2655 家, 净增 497 家。其中省内经销商 395 家, 净增 72 家, 省外经销商 2260 家, 净增 425 家。

◆ **利润分析: 产品结构下移, 盈利能力承压。**公司 2023 年毛利率为 74.5%, 同比下降 3.22pct, 其中 Q4 毛利率 72.27%, 同比下降 3.48pct, 主要系 1) 产品结构变化, 中低价格段白酒销售占比提升; 2) 天马玻璃新厂投产; 3) 新窖池投产。2023 年公司期间费用率为 28.33%, 同比增长 1.26pct, 主要由于销售费用率提升 1.43pct, 追其原因为职工薪酬费用增加 40%, 其中销售人员同比增长 28%, 以及公司加大线下活动投放力度, 尤其是新兴市场。公司 2023 年所得税率 23.94%, 同比下降 0.35pct。综合来看, 2023 年净利率为 25.03%, 同比下降 3.05pct, 单 Q4 净利率 25.86%, 同比下降 8.05pct。

◆ **展望 2024 年, 公司继续推动风口产品沱牌 T68、舍之道持续放量, 且进一步夯实基地市场, 深化开展首府战役, 加速全国化布局。**公司 2024 年坚持四大战略, 坚定不移打造大单品、坚定不移提升高端份额、坚定不移推动全国化布局与区域深耕并举、坚定不移推动品牌走向国际化。产品策略方面, 舍得事业部聚焦品味舍得、舍之道两大单品, 舍之道受益于大众消费市场回暖以及 100-150 元产品消费升级。沱牌事业部聚焦高线光瓶 T68。市场布局方面, 公司将进一步夯实基地市场, 挖掘



存量市场增长潜力，开拓增量市场，加速赠点扩面。目前已基本形成“蘑菇状”布局，继续聚焦打造四川、山东、华北优势市场。此外，公司深入开展首府战役，以首府带全省，形成板块效应。

◆ **投资建议：**中长期来看，公司产品端聚焦舍得系列（品味舍得、舍之道）及沱牌系列（高线光瓶 T68），渠道端夯实基地市场并开拓增量市场，区域端深入开展首府战役实现重点突破，加速全国化布局，预计未来业绩弹性可期。综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 80.6、92.8、105.7 亿元，同比增长 13.8%、15.1%、14.0%，归母净利润 20.12、23.09、26.24 亿元，同比增长 13.6%、14.8%、13.7%，对应 EPS 分别为 6.04、6.93、7.88 元，对应 PE 分别为 12.8x、11.2x、9.8x，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**行业竞争加剧、原材料成本上涨风险、省外拓展不及预期、食品安全问题、消费复苏进度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,056	7,081	8,057	9,275	10,573
YoY(%)	21.9	16.9	13.8	15.1	14.0
归母净利润(百万元)	1,685	1,771	2,012	2,309	2,624
YoY(%)	35.3	5.1	13.6	14.8	13.7
毛利率(%)	77.7	74.5	74.0	73.9	74.0
EPS(摊薄/元)	5.06	5.32	6.04	6.93	7.88
ROE(%)	26.0	23.4	21.3	19.9	18.7
P/E(倍)	15.3	14.6	12.8	11.2	9.8
P/B(倍)	4.1	3.6	2.8	2.3	1.9
净利率(%)	27.8	25.0	25.0	24.9	24.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分产品来看：

1) 中高档酒：考虑到公司持续深化老酒战略，消费者对于老酒品质的市场认可度有望进一步提升。考虑到公司 24 年发力大众消费价格带，我们预计中高档酒 2024-2026 年营收分别为 63.11、72.24、82.12 亿元，同比增长 11.6%、14.5%、13.7%。

2) 低档酒：沱牌系列凭借高性价比和广泛的群众基础，同时受益于大众消费价格带升温，有望延续较好增势。考虑到公司 24 年发力大众消费价格带，我们预计低档酒 2024-2026 年营收分别为 12、14.86、17.78 亿元，同比增长 32.5%、23.9%、19.6%。

3) 玻瓶：我们预计玻瓶 2024-2026 年营收分别为 4.57、4.7、4.85 亿元，同比增长 5%、3%、3%。

4) 其他业务：公司其他主营业务在整体营收中占比较小，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 5%、5%、5%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 80.6、92.8、105.7 亿元，同比增长 13.8%、15.1%、14.0%，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 20.12、23.09、26.24 亿元，同比增长 13.6%、14.8%、13.7%。

表 1：公司营收模型拆分

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
中高档酒							
收入(百万元)	2129	3874	4877	5655	6311	7224	8212
同比增速(%)	-99.03%	81.94%	25.88%	15.96%	11.60%	14.46%	13.68%
毛利率(%)	86.29	87.30	86.00	83.24	83.00	82.80	82.80
低档酒							
收入(百万元)	221	703	780	905	1200	1486	1778
同比增速(%)	-97.42%	219%	10.92%	16.11%	32.50%	23.90%	19.60%
毛利率(%)	41.67	49.80	48.96	49.31	49.51	49.71	49.91
玻瓶							
收入(百万元)	334	357	355	435	457	470	485
同比增速(%)	-1.43%	6.61%	3.30%	3.20%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率(%)	32.92	31.16	26.57	16.54	16.80	16.90	17.00
其他业务							
收入(百万元)	19	36	44	86	90	94	99
同比增速(%)	-16.84%	84.90%	24.64%	93.38%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	60.76	66.50	82.65	58.44	60.00	60.00	60.00
营业收入(百万元)	2704	4969	6056	7081	8057	9275	10573
同比增速(%)	-98.98%	83.80%	21.86%	16.93%	13.79%	15.11%	14.00%
毛利率(%)	75.87	77.81	77.72	74.51	74.01	73.92	74.04

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

舍得酒业作为全国性次高端酒企，可比公司选择时，我们选取同样为全国性次高端酒企作为可比公司，具体标的包括山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、老白干酒。估值来看，四家全国性次高端酒企 2024-2025 年估值平均分别为 20x、16x，相较于其他四家全国性次高端酒企，舍得酒业 2024 年 PE 为 13x，低于可比公司均值。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600809.SH	山西汾酒	2990	-	131	160	-	23	19	-
000799.SZ	酒鬼酒	184	-	8	11	-	22	18	-
600779.SH	水井坊	233	-	15	18	-	16	13	-
600559.SH	老白干酒	167	-	8	11	-	20	15	-
	平均	-	-	41	50	-	20	16	-
600702.SH	舍得酒业	268	18	20	23	26	13	11	10

资料来源：Wind 一致预期，华金证券研究所，舍得酒业盈利预测来自华金证券研究所，股价为 2024 年 3 月 28 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7767	8094	10417	12577	15349	营业收入	6056	7081	8057	9275	10573
现金	2448	2422	4425	5318	7753	营业成本	1349	1806	2094	2419	2745
应收票据及应收账款	248	479	348	604	482	营业税金及附加	903	1015	1172	1356	1544
预付账款	19	26	25	33	33	营业费用	1016	1290	1474	1697	1967
存货	3583	4424	4864	5861	6310	管理费用	587	636	653	761	878
其他流动资产	1470	744	754	761	772	研发费用	76	108	105	121	137
非流动资产	2030	3022	3199	3414	3587	财务费用	-41	-28	-102	-117	-142
长期投资	14	19	25	31	36	资产减值损失	3	0	0	0	0
固定资产	1057	1600	1853	2107	2315	公允价值变动收益	41	22	19	24	27
无形资产	303	417	452	495	523	投资净收益	3	8	4	5	5
其他非流动资产	656	986	869	781	713	营业利润	2236	2304	2684	3068	3477
资产总计	9798	11116	13616	15991	18936	营业外收入	17	34	29	25	26
流动负债	3133	3401	3860	4118	4665	营业外支出	6	8	9	8	8
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2246	2330	2704	3085	3496
应付票据及应付账款	899	968	1198	1303	1535	所得税	546	558	656	749	845
其他流动负债	2233	2434	2662	2815	3130	税后利润	1701	1772	2049	2337	2650
非流动负债	128	153	146	139	132	少数股东损益	15	1	37	28	26
长期借款	25	39	32	25	18	归属母公司净利润	1685	1771	2012	2309	2624
其他非流动负债	103	114	114	114	114	EBITDA	2297	2417	2764	3133	3526
负债合计	3260	3554	4006	4257	4797	主要财务比率					
少数股东权益	208	328	365	393	419	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	333	333	333	333	333	成长能力					
资本公积	813	838	838	838	838	营业收入(%)	21.9	16.9	13.8	15.1	14.0
留存收益	5204	6474	8188	10131	12365	营业利润(%)	33.5	3.1	16.5	14.3	13.3
归属母公司股东权益	6329	7233	9245	11341	13721	归属于母公司净利润(%)	35.3	5.1	13.6	14.8	13.7
负债和股东权益	9798	11116	13616	15991	18936	获利能力					
						毛利率(%)	77.7	74.5	74.0	73.9	74.0
						净利率(%)	27.8	25.0	25.0	24.9	24.8
						ROE(%)	26.0	23.4	21.3	19.9	18.7
						ROIC(%)	25.5	23.1	21.1	19.5	18.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.3	32.0	29.4	26.6	25.3
						流动比率	2.5	2.4	2.7	3.1	3.3
						速动比率	1.3	1.0	1.4	1.6	1.9
						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	26.8	19.5	19.5	19.5	19.5
						应付账款周转率	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
						估值比率					
						P/E	15.3	14.6	12.8	11.2	9.8
						P/B	4.1	3.6	2.8	2.3	1.9
						EV/EBITDA	9.7	9.6	7.7	6.5	5.1

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn