

持续投入培育市场 协同向好收获可期

——舍得酒业（600702.SH）年报点评

食品饮料/白酒

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2023 年度年报，全年实现营收 70.81 亿元、同比增长 16.93%，归母净利润 17.71 亿元、同比增长 5.09%。其中 Q4 实现营收 18.36 亿元、归母净利润 4.76 亿元，符合市场预期。

投资摘要：

四季度中高档酒快速增长带动营收增长，受并表等因素影响毛利率短期波动，同期费投低基数压制单季度净利表现。公司 Q4 营收/归母净利润增速 27.58%/-1.91%，其中中高档酒/普通酒增速 33.8%/-1.7%，四季度中高档酒销售增速较快，预计主要受品味舍得提价带动回款发货、另外同期场景限制四季度营收基数较低、净利润基数较高。全年中高档酒/普通酒营收增长 15.96%/16.11%，普通酒销售增速较好对产品结构有一定影响，沱牌品牌及 T68、舍之道销售亮眼好于整体，中低档价位的快速增长弥补了商务场景确实对公司主力销售的影响。盈利方面看，整体产品结构、夜郎古销售公司并表销售环节毛利情况下销售起量拉低整体毛利表现、低毛利玻璃营收占比提高等因素影响 23 年整体销售毛利率同比-3.22pct 至 74.50%。

逆势持续进行产品、区域市场培育，销售队伍壮大，费用率表现平稳。公司 23 全年销售费用率 18.21%、同比+1.43pct，主要与公司着眼长远持续培育市场，在藏品 10 年、首府战役等产品培育和区域市场进攻中加大营销投入、增加销售人员职工薪酬扩大有关，其中销售人员数量增加 558 人、增幅 28%，截止 23 年末经销商 2655 个、净增加 497 个，增幅 23.0% 大于营收增速，单商体量下降 5%，预计大商稳定、汰换和增加沱牌系列等小商补充区域市场较多。全年省内/省外增速分别为 16.82%/15.65%，省外营业成本上升幅度大于省内、除并表和结构因素外预计省外货折亦有所支持力，公司全国市场精细化和下沉程度进一步提升，由点带面起势可期。管理费用率 8.98%、同比-0.71pct，夜郎古 23 年净亏损 3477.8 万，并表压制盈利致销售净利率 25.03%、同比下降 3.05pct。

经营收现表现良性，合同负债维持稳定。23 年公司销售收现 73.60 亿元，同比+22.38%，其中 Q4 回款 18.88 亿元、同比+65.91%，预计与公司产品提价刺激及春节错峰销售节奏有关。23 年现金流量净额 7.16 亿元、同比减少 3.25 亿元，预计受公司产能扩大支出增加等影响。23 年末合同负债 2.77 亿元，较 22 年/23Q3 末减少 0.21/0.49 亿元，表现平稳良性。

区域以点带面、结构上下延伸、浓酱香型互补助力市占提升可期。公司总结重庆会战经验年内持续开展首府战役拓展华东及中部重点市场，市场分级突破，坚持 C 端置顶开展老酒盛宴等消费者培育活动，团队及经销商体系成长明显，持续培育藏品 10 年、舍之道、T68 等单品，赋能夜郎古销售下预计利润正贡献渐近，路径正确、协同向好。

投资建议：预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 81.48、95.76、114.17 亿元，归母净利润分别为 20.97 亿元、24.90 亿元和 29.79 亿元，每股收益分别为 6.30 元、7.47 元和 8.94 元，对应 PE 分别为 12.30X、10.36X 和 8.66X，给予“买入”评级。

风险提示：商务场景复苏缓慢、市场开拓不及预期、投入产出效应不佳

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,055.53	7,080.96	8,148.14	9,576.16	11,416.61
增长率(%)	21.86%	16.93%	15.07%	17.53%	19.22%
归母净利润(百万元)	1,685.44	1,771.30	2,097.46	2,489.63	2,978.68
增长率(%)	35.31%	5.09%	18.41%	18.70%	19.64%
净资产收益率(%)	26.63%	24.49%	21.21%	20.18%	19.51%
每股收益(元)	5.10	5.35	6.30	7.47	8.94
PE	15.18	14.48	12.30	10.36	8.66
PB	4.08	3.57	2.61	2.09	1.69

资料来源：公司 2022-2023 年财报，申港证券研究所

评级

买入

2024 年 03 月 28 日

张建宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1660523110001

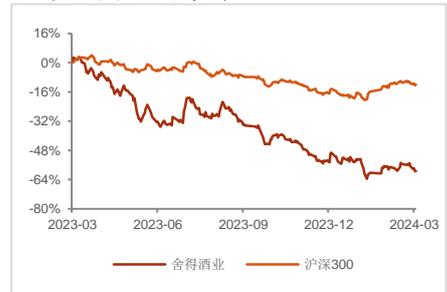
18802880868

交易数据

时间 2024.3.28

总市值/流通市值(亿元)	257.97/257.28
总股本(万股)	33,316.76
资产负债率(%)	31.98
每股净资产(元)	21.71
收盘价(元)	77.43
一年内最低价/最高价(元)	68.0/204.55

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

1、《舍得酒业年报点评报告：22Q4 业绩超预期 23 年仍可期》2023-03-23

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6056	7081	8148	9576	11417	流动资产合计	7767	8094	11088	13698	16944
营业成本	1349	1806	1991	2324	2740	货币资金	2448	2422	4825	6513	8557
营业税金及附加	903	1015	1191	1386	1661	应收账款	219	264	299	354	421
营业费用	1016	1290	1426	1676	1983	其他应收款	48	51	59	69	83
管理费用	587	636	761	877	1056	预付款项	19	26	28	33	39
研发费用	76	108	114	135	153	存货	3583	4424	5083	5813	6925
财务费用	-41	-28	-34	-31	-32	其他流动资产	39	39	48	57	68
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	2030	3022	2902	2944	2886
公允价值变动收益	41	22	31	26	29	长期股权投资	14	19	19	19	19
投资净收益	3	8	6	7	6	固定资产	1057	1600	1516	1518	1464
营业利润	2236	2304	2759	3263	3913	无形资产	303	417	397	378	359
营业外收入	17	34	5	19	12	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	6	8	2	5	4	其他非流动资产	30	81	67	79	94
利润总额	2246	2330	2761	3278	3922	资产总计	9798	11116	13990	16642	19831
所得税	546	558	663	787	941	流动负债合计	3133	3401	3618	3821	4075
净利润	1701	1772	2099	2491	2980	短期借款	0	0	0	0	0
少数股东损益	15	1	1	1	2	应付账款	484	655	709	827	975
归属母公司净利润	1685	1771	2097	2490	2979	预收款项	1	2	2	2	3
EBITDA	2584	2822	2878	3400	4052	一年内到期的非流动负债	11	92	92	92	92
EPS (元)	5.10	5.35	6.30	7.47	8.94	非流动负债合计	128	153	153	153	153
主要财务比率						长期借款	25	39	39	39	39
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	3260	3554	3771	3974	4228
营业收入增长	21.86%	16.93%	15.07%	17.53%	19.22%	少数股东权益	208	328	329	331	332
营业利润增长	33.52%	3.07%	19.73%	18.29%	19.91%	实收资本(或股本)	333	333	333	333	333
归属于母公司净利润增	35.31%	5.09%	18.41%	18.70%	19.64%	资本公积	813	838	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	4958	6229	8297	10745	13678
毛利率(%)	77.72%	74.50%	75.57%	75.73%	76.00%	归属母公司股东权益合计	6329	7233	9889	12337	15270
净利率(%)	28.08%	25.03%	25.76%	26.01%	26.11%	负债和所有者权益	9798	11116	13990	16642	19831
总资产净利润(%)	17.20%	15.94%	14.99%	14.96%	15.02%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	26.63%	24.49%	21.21%	20.18%	19.51%		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
偿债能力						经营活动现金流	1041	716	1809	1878	2137
资产负债率(%)	33%	32%	27%	24%	21%	净利润	1701	1772	2099	2491	2980
流动比率	2.48	2.38	3.06	3.58	4.16	折旧摊销	99	147	154	168	172
速动比率	1.34	1.08	1.66	2.06	2.46	财务费用	-41	-28	-34	-31	-32
营运能力						应付帐款减少	-67	-45	-35	-55	-66
总资产周转率	0.68	0.68	0.65	0.63	0.63	预收帐款增加	-2	1	0	0	0
应收账款周转率	33	29	29	29	29	投资活动现金流	-428	-335	1	-178	-80
应付账款周转率	15.88	12.43	11.95	12.47	12.67	公允价值变动收益	41	22	31	26	29
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	-5	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	5.10	5.35	6.30	7.47	8.94	投资收益	3	8	6	7	6
每股净现金流(最新摊)	1.55	-0.59	7.21	5.07	6.13	筹资活动现金流	-95	-576	593	-11	-13
每股净资产(最新摊薄)	19.00	21.71	29.68	37.03	45.83	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	25	14	0	0	0
P/E	15.18	14.48	12.30	10.36	8.66	普通股增加	1	0	0	0	0
P/B	4.08	3.57	2.61	2.09	1.69	资本公积增加	77	25	162	0	0
EV/EBITDA	9.05	8.33	7.33	5.71	4.29	现金净增加额	518	-196	2403	1689	2044

资料来源: wind, 公司2022-2023年财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）