

# 舍得酒业 (600702)

## 2024Q1 季报点评: 收入符合预期, 期待弹性重现

买入 (维持)

2024年04月26日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

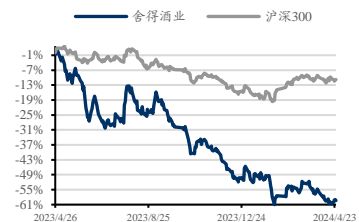
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6,056	7,081	8,185	9,634	11,456
同比 (%)	21.86	16.93	15.59	17.70	18.92
归母净利润 (百万元)	1,685	1,771	2,050	2,492	3,058
同比 (%)	35.31	5.09	15.74	21.55	22.71
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.06	5.32	6.15	7.48	9.18
P/E (现价&最新摊薄)	16.78	15.97	13.80	11.35	9.25

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年一季报, 2024Q1 公司营收实现 21.1 亿元, 同比增长 4.1%, 归母净利润 5.5 亿元, 同比下滑 3.4%。
- **收入符合预期, 结构相对承压。** Q1 酒类收入 19.6 亿元, 同比+3%, 中高档酒/普通酒收入 17.3/2.4 亿元, 分别同比+3.3%/+0.9%。剔除夜郎古并表影响, 估算舍得内生收入同增 1.5%。1) 次高端囿于场景承压, 预计品味舍得增速慢于整体, 藏品及以上产品同比下滑。2) 普通酒增速较缓, 1 则定制开发产品收缩, 2 则沱牌光瓶在定位及模式调整下, 预计增速相对平稳。收现端, 24Q1 末合同负债 2.3 亿元, 分别同比/环比分别-5.6/-0.4 亿元, 回款进度较往年有所放缓。
- **结构压制毛利, 致力优化费率。** 24Q1 净利率同比-2.1pct 至 26.1%, 估算舍得本部净利率同比-1.7pct, 主系产品结构承压及研发费率影响: 1) 毛利率 74.2%, 同比-4.2pct, 估算舍得内生毛利率同比-3pct。2) 销售费率同比-2.9pct 至 16.3%, 主因销售人员薪酬绩效缩减; 管理费率同比-0.2pct 至 7.9%, 股权激励费用增长同时, 公司积极通过总部减支优化费效。研发费率同比+0.5pct 至 1.4%, 主系存在一次性专项开支。
- **多产品发力, 渠道动作保持积极, 全国化纵深拓展。** 公司践行长期主义, 24 年继续扎实练好内功: 舍得要求量价齐升, 注重保证价格体系稳定, 通过提价做好价格管理; 沱牌加强光瓶 T68 资源聚焦, 借助新总裁优秀经验, 加强口粮酒品牌培育, 强化快消品渠道布局, 并将将在各区域打造样本市场, 打磨成熟模式。市场规划方面, 舍得强聚焦与广布局并行, 持续打造 38 个重点城市, 同时分三级推进首府攻坚战, 开拓储备潜力市场。销售投入注重费效, 例如首府会战前期通过异业企业合作等方式, 以较低费用触达意见领袖, 进而巩固品牌高度。
- **盈利预测与投资评级:** 大环境承压背景下, 预计股权激励考核期公司业绩保持韧性, 期待后续经济修复带动弹性重新显现。我们维持 2024-2026 年归母净利润为 20.5、24.9、30.6 亿元, 分别同比+16%、22%、23%, 对应 PE 分别为 14、11、9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济节奏向好不确定性, 低档酒增长不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	72.33
一年最低/最高价	68.00/188.75
市净率(倍)	3.14
流通 A 股市值(百万元)	24,033.06
总市值(百万元)	24,098.01

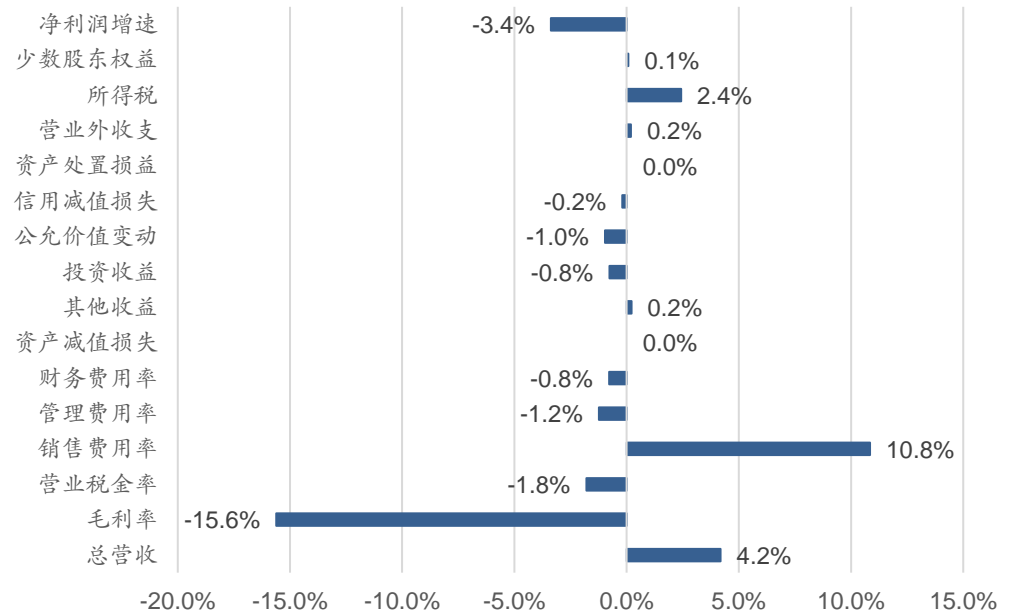
### 基础数据

每股净资产(元,LF)	23.03
资产负债率(% LF)	32.92
总股本(百万股)	333.17
流通 A 股(百万股)	332.27

### 相关研究

- 《舍得酒业(600702): 2023 年年报点评: 舍得守正, 沱牌出奇》  
2024-03-20
- 《舍得酒业(600702): 2023 年前三季度业绩点评: 符合预期, 盈利表现与 H1 趋同》  
2023-10-27

图1: 舍得酒业 2024Q1 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 舍得酒业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>8,094</b>	<b>8,450</b>	<b>9,078</b>	<b>9,689</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,081</b>	<b>8,185</b>	<b>9,634</b>	<b>11,456</b>
货币资金及交易性金融资产	3,023	4,156	4,855	5,441	营业成本(含金融类)	1,806	2,164	2,583	3,036
经营性应收款项	557	97	522	80	税金及附加	1,015	1,162	1,395	1,642
存货	4,424	3,983	3,464	3,946	销售费用	1,290	1,398	1,571	1,838
合同资产	0	0	0	0	管理费用	636	696	708	761
其他流动资产	90	215	237	222	研发费用	108	125	137	151
<b>非流动资产</b>	<b>3,022</b>	<b>4,942</b>	<b>6,364</b>	<b>7,791</b>	财务费用	(28)	(24)	(22)	(30)
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	18	19	20	21
固定资产及使用权资产	1,617	2,749	2,770	2,792	投资净收益	8	4	3	3
在建工程	726	1,534	2,945	4,356	公允价值变动	22	6	6	7
无形资产	417	417	417	417	减值损失	0	(6)	(7)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	8	9	11
长期待摊费用	38	18	8	3	<b>营业利润</b>	<b>2,304</b>	<b>2,694</b>	<b>3,293</b>	<b>4,093</b>
其他非流动资产	205	205	205	205	营业外净收支	26	12	23	12
<b>资产总计</b>	<b>11,116</b>	<b>13,392</b>	<b>15,442</b>	<b>17,480</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,330</b>	<b>2,707</b>	<b>3,315</b>	<b>4,106</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,401</b>	<b>4,295</b>	<b>4,536</b>	<b>4,345</b>	减:所得税	558	650	798	986
短期借款及一年内到期的非流动负债	92	92	92	92	<b>净利润</b>	<b>1,772</b>	<b>2,057</b>	<b>2,517</b>	<b>3,120</b>
经营性应付款项	970	1,115	1,597	1,511	减:少数股东损益	1	7	25	62
合同负债	277	649	646	607	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,771</b>	<b>2,050</b>	<b>2,492</b>	<b>3,058</b>
其他流动负债	2,063	2,440	2,201	2,134	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.32	6.15	7.48	9.18
非流动负债	153	153	153	153	EBIT	2,245	2,658	3,259	4,047
长期借款	39	39	39	39	EBITDA	2,418	2,787	3,266	4,052
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.50	73.57	73.19	73.50
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	25.02	25.05	25.87	26.69
其他非流动负债	107	107	107	107	收入增长率(%)	16.93	15.59	17.70	18.92
<b>负债合计</b>	<b>3,554</b>	<b>4,449</b>	<b>4,689</b>	<b>4,498</b>	归母净利润增长率(%)	5.09	15.74	21.55	22.71
归属母公司股东权益	7,233	8,608	10,393	12,559					
少数股东权益	328	335	361	423					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,561</b>	<b>8,943</b>	<b>10,753</b>	<b>12,982</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,116</b>	<b>13,392</b>	<b>15,442</b>	<b>17,480</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	716	3,826	2,795	2,876	每股净资产(元)	21.71	25.84	31.19	37.70
投资活动现金流	(335)	(2,055)	(1,427)	(1,439)	最新发行在外股份(百万股)	333	333	333	333
筹资活动现金流	(576)	(675)	(707)	(891)	ROIC(%)	23.90	24.08	24.78	25.62
现金净增加额	(196)	1,096	661	545	ROE-摊薄(%)	24.49	23.82	23.98	24.35
折旧和摊销	173	129	7	4	资产负债率(%)	31.98	33.22	30.37	25.73
资本开支	(870)	(2,039)	(1,403)	(1,412)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.97	13.80	11.35	9.25
营运资本变动	(1,191)	1,664	305	(221)	P/B(现价)	3.91	3.29	2.72	2.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>