

利润短期略承压，着眼长期发展

2024 年 04 月 27 日

➤ **事件:** 2024 年 4 月 25 日, 公司发布 2024 年一季报, 24Q1 公司总营收为 21.05 亿元, 同比+4.13%; 归母净利润达 5.50 亿元, 同比-3.35%, 归母净利率 26.14%, 同比-2.03pct; 扣非归母净利润达 5.46 亿元, 同比-2.53%, 扣非归母净利率 25.94%, 同比-1.77pct。24Q1 公司销售收现同比-14.45%, 合同负债 2.35 亿元, 环比-0.42 亿元, 营收+Δ合同负债同比-18.15%。截至 24Q1 末, 公司经销商达 2795 家, 环比净增 140 家。

➤ **需求场景分化持续, 基地市场稳健。** 24Q1 公司酒类营收同比+3.01%至 19.64 亿元, 分产品结构看, 中高档酒营收同比+3.31%至 17.25 亿元, 普通酒营收同比+0.85%至 2.38 亿元, 中高档酒占比提升 0.26pct。我们预计次高端价位品味舍得受白酒商务需求偏弱影响增速一定程度承压, 大众价位舍之道、高线光瓶酒 T68 保持较好态势。分地区看, 省内基本盘基础扎实表现稳健, 营收同比+12.22%至 5.42 亿元, 省外营收同比-0.12%至 14.21 亿元, 随着“首府战役”、区域深耕深化, 后续省外市场增速有望恢复。

➤ **毛利率拖累盈利表现, 费用端有所节约。** 24Q1 公司毛利率达 74.16%, 同比-4.24pct, 预计主因产品结构下移, 此外夜郎古以及玻瓶业务营收占比提升亦有影响。费用端, 24Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.90/-0.29/+0.54/+0.21pct 至 16.32%/7.90%/1.36%/-0.12%, 整体管控良好, 其中销售费用有所节约预计系销售人员奖金计提减少, 公司高度重视营销投入, 市场营销及推广端预计按公司节奏正常展开, 费投效率有所提升, 且更加侧重 C 端。此外, 税金及附加率同比+0.49pct。综上, 受毛利率拖累公司 24Q1 扣非归母净利率同比-1.77pct 至 25.94%。

➤ **战略思路清晰, 蓄力长期高质发展。** 展望后续, 公司将坚持长期主义, 持续聚集舍得与沱牌双品牌老酒战略, 坚持做大品味舍得核心产品, 同时打造高线光瓶大单品沱牌 T68; 区域端公司将全国化布局与区域深耕并举, 并强化板块化聚焦思路, 未来有望形成规模效应; 组织侧则通过持续壮大销售团队规模细化渠道管理, 同时公司推出员工持股计划, 亦完成组织裂变激发活力。未来, 我们看好品味舍得持续全国化扩张潜力及沱牌系列品牌复兴, 同时公司推出藏品 10 年补足千元价格带, 平台化模式探索值得期待, 长期增长动能充足。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 78.40/88.00/98.46 亿元, 分别同比增 10.7%/12.3%/11.9%; 归母净利润分别为 19.63/22.18/24.98 亿元, 分别同比增 10.8%/13.0%/12.7%, 当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 商务等消费需求恢复不及预期; 行业竞争加剧, 费用投放持续加大; 核心单品库存增加导致价格剧烈波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,081	7,840	8,800	9,846
增长率 (%)	16.9	10.7	12.3	11.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,771	1,963	2,218	2,498
增长率 (%)	5.1	10.8	13.0	12.7
每股收益 (元)	5.32	5.89	6.66	7.50
PE	14	12	11	10
PB	3.3	2.9	2.5	2.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

72.53 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书: S0100523060004

邮箱: zhangxinyu@mszq.com

相关研究

1. 舍得酒业 (600702.SH) 2023 年年报点评: 23 年稳健收官, 战略清晰蓄力长期-2024/03/22
2. 舍得酒业 (600702.SH) 2023 年半年报点评: 营收环比提速, 毛利率阶段性承压-2023/08/21
3. 舍得酒业 (600702.SH) 2023 年一季报点评: 深化老酒战略, 省外加速扩张-2023/05/06
4. 舍得酒业 (002216.SZ) 2022 年年报点评: Q4 业绩亮眼, 多品牌蓄力发展-2023/03/27
5. 舍得酒业 (002216.SZ) 2022 年三季报点评: 产品结构持续升级, Q3 业绩表现亮眼-2022/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,081	7,840	8,800	9,846
营业成本	1,806	2,055	2,314	2,580
营业税金及附加	1,015	1,121	1,258	1,408
销售费用	1,290	1,411	1,584	1,762
管理费用	636	643	695	768
研发费用	108	102	114	128
EBIT	2,245	2,519	2,849	3,217
财务费用	-28	-21	-26	-27
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	8	9	9	8
营业利润	2,304	2,551	2,886	3,255
营业外收支	26	32	32	32
利润总额	2,330	2,583	2,917	3,287
所得税	558	618	698	787
净利润	1,772	1,964	2,219	2,500
归属于母公司净利润	1,771	1,963	2,218	2,498
EBITDA	2,418	2,721	3,081	3,501

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,422	2,484	3,146	4,441
应收账款及票据	479	424	480	491
预付款项	26	104	105	100
存货	4,424	5,207	5,862	6,536
其他流动资产	744	1,753	2,023	1,739
流动资产合计	8,094	9,971	11,616	13,306
长期股权投资	19	28	37	45
固定资产	1,600	1,869	2,121	2,369
无形资产	417	467	537	587
非流动资产合计	3,022	3,265	3,524	3,770
资产合计	11,116	13,237	15,140	17,076
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	968	1,204	1,316	1,423
其他流动负债	2,434	3,147	3,481	3,690
流动负债合计	3,401	4,351	4,797	5,113
长期借款	39	49	49	49
其他长期负债	114	121	137	136
非流动负债合计	153	170	185	184
负债合计	3,554	4,521	4,982	5,298
股本	333	333	333	333
少数股东权益	328	329	331	332
股东权益合计	7,561	8,716	10,158	11,778
负债和股东权益合计	11,116	13,237	15,140	17,076

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.93	10.72	12.25	11.88
EBIT 增长率	4.65	12.23	13.08	12.93
净利润增长率	5.09	10.83	12.97	12.66
盈利能力 (%)				
毛利率	74.50	73.79	73.71	73.80
净利润率	25.02	25.04	25.20	25.38
总资产收益率 ROA	15.94	14.83	14.65	14.63
净资产收益率 ROE	24.49	23.41	22.57	21.83
偿债能力				
流动比率	2.38	2.29	2.42	2.60
速动比率	1.06	1.06	1.17	1.30
现金比率	0.71	0.57	0.66	0.87
资产负债率 (%)	31.98	34.15	32.91	31.02
经营效率				
应收账款周转天数	13.61	18.46	18.23	15.93
存货周转天数	894.30	924.93	924.93	924.93
总资产周转率	0.68	0.64	0.62	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	5.32	5.89	6.66	7.50
每股净资产	21.71	25.17	29.50	34.36
每股经营现金流	2.15	4.16	5.66	8.04
每股股利	2.15	2.37	2.68	3.01
估值分析				
PE	14	12	11	10
PB	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	8.95	7.95	7.02	6.18
股息收益率 (%)	2.96	3.27	3.69	4.16

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,772	1,964	2,219	2,500
折旧和摊销	173	201	232	283
营运资金变动	-1,191	-774	-538	-80
经营活动现金流	716	1,385	1,886	2,677
资本开支	-870	-390	-430	-484
投资	693	1	1	1
投资活动现金流	-335	-399	-429	-483
股权募资	0	0	0	0
债务募资	96	-82	0	0
筹资活动现金流	-576	-924	-795	-899
现金净流量	-196	63	662	1,294

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026