

舍得酒业(600702)

收入稳健增长，期待商务需求复苏

事件：

公司发布 2024 年一季报，2024Q1 实现营业收入 21.05 亿元，同比增长 4.13%；归母净利润 5.50 亿元，同比下降 3.35%；扣非净利润 5.46 亿元，同比下降 2.53%。

► 中高档酒增长快于普通酒，现金流阶段性承压

2024Q1 合同负债 2.35 亿元，同比增下降 15.11%，较 2023 年底减少 0.42 亿元，2024Q1 收入+Δ合同负债 20.64 亿元，同比下降 9.87%；销售收现 19.17 亿元，同比下降 14.45%，经营活动产生的现金流量净额为 1.08 亿元，同比下降 52.24%，主要由于收到的银行承兑汇票增加。分价格带看，公司 2024Q1 中高档酒增长快于普通酒，其中中高档酒实现收入 17.25 亿元，同比增长 3.31%，普通酒实现收入 2.38 亿元，同比微增 0.85%，总体来看酒类产品实现收入 19.64 亿元，同比增长 3.01%，其中中高档酒占比同比增加 0.26pct 至 87.88%。

► 基地市场增长稳健，渠道延续扩张

分渠道看，2024Q1 公司电商销售表现亮眼，实现收入 1.50 亿元，同比增长 5.86%，批发代理渠道为基本盘，2024Q1 收入同样有所增长，实现收入 18.14 亿元，同比增长 2.78%，占比略下降 0.21pct 至 92.36%。分地区看，省内表现优于省外，2024Q1 省内/省外分别实现收入 5.42/14.21 亿元，分别同比+12.22%/-0.12%，省内占比同比增加 2.27pct 至 27.62%。截至 2024Q1，公司共有经销商 2795 家，较 2023 年末增加 140 家，渠道拓展稳步推进。

► 利润率或受产品结构影响，期待商务需求复苏

2024Q1 公司实现毛利率/费用率/归母净利率/扣非归母净利率 74.16%/25.46%/26.14%/25.94%，分别同比-4.24%/-2.44%/-2.03%/-1.78pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 16.32%/7.90%/1.36%/-0.12%，分别同比-2.90%/-0.29%/+0.54%/+0.21pct。公司净利率下降主要由受毛利率影响，我们判断主要是由于核心单品品味舍得受白酒商务需求仍在复苏途中影响增速较慢，舍之道/沱牌 T68 等处于大众放量价位带单品增速双位数，次高端以下产品占比有所提升，另外利润率较低的夜郎古收入贡献增加所致。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 75.76/85.70/93.20 亿元，同比增速分别为 7.00%/13.12%/8.76%，归母净利润分别为 18.42/21.69/24.29 亿元，同比增速分别为 4.00%/17.71%/12.03%，EPS 分别为 5.53/6.51/7.29 元/股，3 年 CAGR 为 11.11%。鉴于公司渠道稳步扩张，我们认为商务需求复苏后弹性较大，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 20 倍 PE，目标价 110.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：次高端市场扩容不及预期；消费者对老酒概念接受程度不及预期；市场竞争格局变化

行业：食品饮料/白酒 II
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：72.53 元
 目标价格：110.60 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	333.17/332.27
流通 A 股市值(百万元)	24,099.51
每股净资产(元)	23.03
资产负债率(%)	32.92
一年内最高/最低(元)	183.47/68.00

股价相对走势



作者

分析师：邓周贵
 执业证书编号：S0590524040005
 邮箱：dzhg@glsc.com.cn
 分析师：徐锡联
 执业证书编号：S0590524040004
 邮箱：xuxl@glsc.com.cn
 分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6056	7081	7576	8570	9320
增长率(%)	21.86%	16.93%	7.00%	13.12%	8.76%
EBITDA(百万元)	2328	2460	2710	3151	3486
归母净利润(百万元)	1685	1771	1842	2169	2429
增长率(%)	35.31%	5.09%	4.00%	17.71%	12.03%
EPS(元/股)	5.06	5.32	5.53	6.51	7.29
市盈率(P/E)	14.3	13.6	13.1	11.1	9.9
市净率(P/B)	3.8	3.3	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	21.5	12.3	7.4	5.7	4.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价

相关报告

1、《舍得酒业(600702)：三季度收入韧性增长，盈利能力持续承压》2023.10.25
 2、《舍得酒业(600702)：二季度收入如期提速，盈利能力阶段承压》2023.08.19

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2448	2422	4702	6666	8872	营业收入	6056	7081	7576	8570	9320
应收账款+票据	323	535	501	567	617	营业成本	1349	1806	1992	2193	2349
预付账款	19	26	29	32	35	营业税金及附加	903	1015	1110	1255	1365
存货	3583	4424	5073	5586	5983	营业费用	1016	1290	1364	1500	1584
其他	1395	692	690	701	710	管理费用	663	744	705	788	848
流动资产合计	7767	8099	10995	13552	16217	财务费用	-41	-28	-11	-19	-27
长期股权投资	14	19	19	19	19	资产减值损失	0	0	-1	-2	-2
固定资产	1090	1617	1591	1551	1497	公允价值变动收益	41	22	0	0	0
在建工程	457	726	581	435	290	投资净收益	3	8	5	5	5
无形资产	303	417	347	278	208	其他	27	20	20	20	20
其他非流动资产	166	244	220	197	192	营业利润	2236	2304	2441	2876	3224
非流动资产合计	2030	3023	2759	2480	2207	营业外净收益	11	26	16	16	16
资产总计	9798	11122	13754	16033	18424	利润总额	2246	2330	2456	2892	3239
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	546	558	596	702	786
应付账款+票据	899	968	1131	1245	1334	净利润	1701	1772	1860	2190	2453
其他	2233	2436	3373	3731	4006	少数股东损益	15	1	18	21	24
流动负债合计	3133	3404	4504	4976	5340	归属于母公司净利润	1685	1771	1842	2169	2429
长期带息负债	43	47	31	16	3	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	85	107	107	107	107	成长能力					
非流动负债合计	128	153	138	123	110	营业收入	21.86%	16.93%	7.00%	13.12%	8.76%
负债合计	3260	3557	4642	5100	5450	EBIT	32.50%	4.39%	6.22%	17.46%	11.83%
少数股东权益	208	328	346	368	391	EBITDA	29.56%	5.67%	10.16%	16.28%	10.64%
股本	333	333	333	333	333	归属于母公司净利润	35.31%	5.09%	4.00%	17.71%	12.03%
资本公积	813	844	844	844	844	获利能力					
留存收益	5183	6059	7589	9389	11405	毛利率	77.72%	74.50%	73.71%	74.41%	74.79%
股东权益合计	6538	7565	9112	10933	12974	净利率	28.08%	25.03%	24.55%	25.55%	26.32%
负债和股东权益总计	9798	11122	13754	16033	18424	ROE	26.63%	24.48%	21.02%	20.52%	19.31%
						ROIC	75.51%	49.97%	34.72%	47.03%	53.30%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	33.27%	31.98%	33.75%	31.81%	29.58%
净利润	1701	1772	1860	2190	2453	流动比率	2.5	2.4	2.4	2.7	3.0
折旧摊销	122	157	264	278	273	速动比率	1.3	1.1	1.3	1.6	1.9
财务费用	-41	-28	-11	-19	-27	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-789	-841	-649	-513	-398	应收账款周转率	20.6	22.1	19.6	19.6	19.6
营运资金变动	-805	-1178	484	-121	-95	存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
其它	824	817	651	515	400	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
经营活动现金流	1012	700	2600	2330	2607	每股指标(元)					
资本支出	-538	-852	0	0	0	每股收益	5.1	5.3	5.5	6.5	7.3
长期投资	100	693	0	0	0	每股经营现金流	3.0	2.1	7.8	7.0	7.8
其他	9	-177	-2	-2	-2	每股净资产	19.0	21.7	26.3	31.7	37.8
投资活动现金流	-428	-335	-2	-2	-2	估值比率					
债权融资	-7	4	-15	-15	-13	市盈率	14.3	13.6	13.1	11.1	9.9
股权融资	1	0	0	0	0	市净率	3.8	3.3	2.7	2.3	1.9
其他	-89	-580	-302	-350	-386	EV/EBITDA	21.5	12.3	7.4	5.7	4.6
筹资活动现金流	-95	-576	-318	-364	-399	EV/EBIT	22.7	13.1	8.1	6.3	5.0
现金净增加额	489	-211	2280	1964	2206						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月26日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼