

舍得酒业 (600702.SH)

产品结构略有承压，费效比提升初显成效

买入

核心观点

事件: 公司发布 2024 年一季报, 2024 年第一季度公司实现营业总收入 21.05 亿元, 同比+4.13%; 实现归母净利润 5.5 亿元, 同比-3.35%; 实现扣非归母净利润 5.46 亿元, 同比-2.53%。

一季度收入增速稳健, 产品结构略有承压。 分产品看, 2024Q1 中高档酒/普通酒实现收入 17.25/2.38 亿元, 同比+3.31%/+0.85%。沱牌 T68 小基数下高速增长, 今年公司确立其“沱牌的品味”战略定位, 聚焦运作下预计全年增速较快; 舍之道受益于 200 元价位景气度和名酒品牌下沉优势, 延续较快增速; 品味舍得同比持平略增, 主因商务场景仍处于弱复苏阶段。品味舍得收入占比约 50%, 产品结构仍有压力, 叠加夜郎古并表影响, 2024Q1 毛利率同比-4.2pcts 至 74.2%。分渠道看, 2024Q1 批发/电商渠道收入分别 18.14/1.50 亿元, 同比+2.78%/+5.86%; 分地区看, 2024Q1 省内/省外收入分别 5.42/14.21 亿元, 同比+12.22%/ -0.12%, 行业压力下公司深耕省内市场取得突破, 省外首府战役长期稳步推进。

销售、管理费效比有所提升, 研发费用增加较多。 2024Q1 公司销售费用率 16.3%/同比-3.0pcts, 费投水平整体合理、精准度有所提升; 管理费用率 7.9%/同比-0.2pcts, 去年年底营销公司层面组织裂变后, 经营效率提升逐步显现, 预计全年有进一步下降空间。2024Q1 公司研发费用同比增加 1200 万元, 主要用于新品露酒的开发, 以满足年轻化消费需求, 研发费用率 1.4%/同比+0.5pct。结构下移叠加研发费用高增, 净利率同比-2.1pct 至 26.1%。

白酒商务需求复苏缓慢, 现金流阶段性承压。 截至一季度末公司合同负债 2.41 亿元, 环比年初下降 0.42 亿元, 春节后淡季白酒商务需求仍有压力, 公司主动帮助经销商纾缓资金压力, 预计全年现金回款逐步将改善。2024Q1 销售收现 19.17 亿元/同比-14.4%, 经营性现金流量净额 1.08 亿元/同比-52.2%, 预计系支付新品研发、广告宣传等费用所致。

风险提示: 需求复苏不及预期; 改革不及预期; 竞争加剧等。

投资建议: 考虑到商务场景缓慢复苏, 大单品品味需求受影响, 短期夜郎古对业绩贡献不大, 产品结构仍有一定压力, 下调此前盈利预测, 预计 2024-2025 年公司收入 72.31/79.65 亿元(前值为 77.94/87.90 亿元), 同比增长 2.1%/10.2%; 归母净利润 17.76/19.51 亿元(前值为 18.76/21.40 亿元), 同比增长 0.2%/9.9%; 当前股价对应 2024/2025 年 13.6/12.4 倍 P/E, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,056	7,080.957	7,230.962	7,965.319	8,940.034
(+/-%)	21.9%	16.9%	2.1%	10.2%	12.2%
净利润(百万元)	1685	1,771.304	1,775.706	1,951.621	2,189.627
(+/-%)	35.3%	5.1%	0.2%	9.9%	12.2%
每股收益(元)	5.06	5.32	5.33	5.86	6.57
EBIT Margin	35.1%	31.5%	30.7%	31.2%	31.2%
净资产收益率 (ROE)	26.6%	24.5%	20.9%	19.8%	19.2%
市盈率 (PE)	14.3	13.6	13.6	12.4	11.0
EV/EBITDA	12.3	11.7	11.6	10.2	9.1
市净率 (PB)	3.82	3.34	2.85	2.46	2.12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师: 张向伟 证券分析师: 李文华
021-60375461 021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523070002

联系人: 张未艾

021-61761031
zhangwei@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	73.14 元
总市值/流通市值	24368/24302 百万元
52 周最高价/最低价	183.47/68.00 元
近 3 个月日均成交额	730.40 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《舍得酒业 (600702.SH) - 大众价位复苏明显, 持续聚焦库存去化》——2024-03-27
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 适度调整经营节奏, 静待需求时钟切换》——2023-10-28
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 二季度收入持续高增长, 股份回购提振投资信心》——2023-08-21
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 2022 年逆势增长, 2023 年稳中求进》——2023-03-28
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 管理层落地护航成长, 春节旺季需求回补显著》——2023-01-31

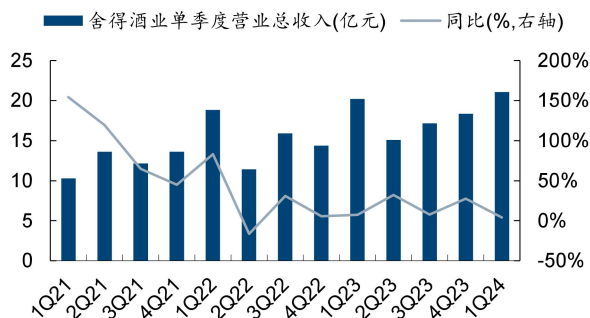
事件：公司发布 2024 年一季报，2024 年第一季度公司实现营业总收入 21.05 亿元，同比+4.13%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比-3.35%；实现扣非归母净利润 5.46 亿元，同比-2.53%。

一季度收入增速稳健，产品结构略有承压。分产品看，2024Q1 中高档酒/普通酒实现收入 17.25/2.38 亿元，同比+3.31%/+0.85%。沱牌 T68 小基数下高速增长，今年公司确立其“沱牌的品味”战略定位，聚焦运作下预计全年增速较快；舍之道受益于 200 元价位景气度和名酒品牌下沉优势，延续较快增速；品味舍得同比持平略增，主因商务场景仍处于弱复苏阶段。品味舍得收入占比约 50%，产品结构仍有压力，叠加夜郎古并表影响，2024Q1 毛利率同比-4.2pcts 至 74.2%。分渠道看，2024Q1 批发/电商渠道收入分别 18.14/1.50 亿元，同比+2.78%/+5.86%；分地区看，2024Q1 省内/省外收入分别 5.42/14.21 亿元，同比+12.22%/-0.12%，行业压力下公司深耕省内市场取得突破，省外首府战役长期稳步推进。

销售、管理费效比有所提升，研发费用增加较多。2024Q1 公司销售费用率 16.3%/同比-3.0pcts，费投水平整体合理、精准度有所提升；管理费用率 7.9%/同比-0.2pcts，去年年底营销公司层面组织裂变后，经营效率提升逐步显现，预计全年有进一步下降空间。2024Q1 公司研发费用同比增加 1200 万元，主要用于新品露酒的开发，以满足年轻化消费需求，研发费用率 1.4%/同比+0.5pct。结构下移叠加研发费用高增，净利率同比-2.1pct 至 26.1%。

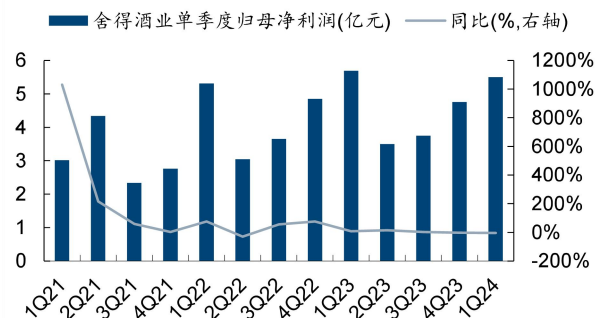
白酒商务需求复苏缓慢，现金流阶段性承压。截至一季度末公司合同负债 2.41 亿元，环比年初下降 0.42 亿元，春节后淡季白酒商务需求仍有压力，公司主动帮助经销商纾缓资金压力，预计全年现金回款逐步将改善。2024Q1 销售收现 19.17 亿元/同比-14.4%，经营性现金流量净额 1.08 亿元/同比-52.2%，预计系支付新品研发、广告宣传等费用所致。

图1：舍得酒业单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



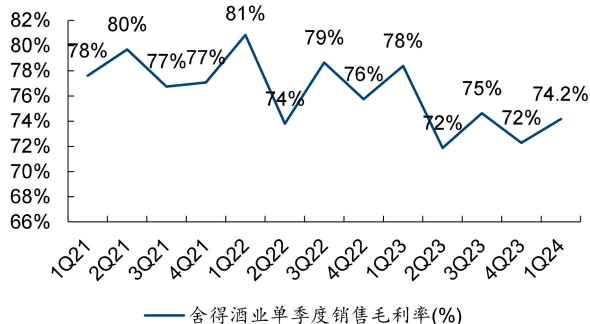
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：舍得酒业单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



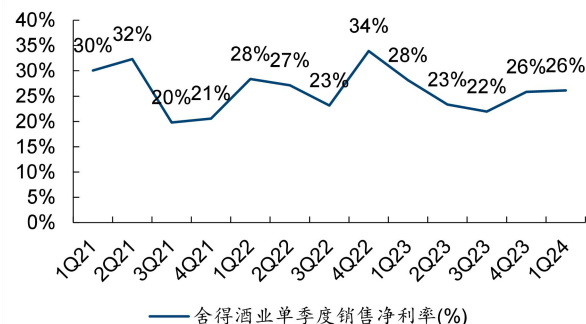
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：舍得酒业单季度销售毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：舍得酒业单季度销售净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到商务场景缓慢复苏，大单品品味需求受影响，短期夜郎古对业绩贡献不大，产品结构仍有一定压力，下调此前盈利预测，预计2024-2025年公司收入72.31/79.65亿元（前值为77.94/87.90亿元），同比增长2.1%/10.2%；归母净利润17.76/19.51亿元（前值为18.76/21.40亿元），同比增长0.2%/9.9%；当前股价对应2024/2025年13.6/12.4倍P/E，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元) 2024/4/26	总市值 (亿元) 2024/4/26	归母净利润 (亿元)		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,709.43	21,473.8	878.5	1,019.6	24.4	21.1
000858.SZ	五粮液	买入	152.25	5,909.7	341.5	386.5	17.3	15.3
000568.SZ	泸州老窖	买入	186.42	2,744.1	162.7	197.2	16.9	13.9
600809.SH	山西汾酒	买入	252.29	3,077.8	131.2	160.7	23.5	19.2
002304.SZ	洋河股份	买入	100.09	1,507.8	124.4	143.6	12.1	10.5
000799.SZ	酒鬼酒	买入	50.20	163.1	8.2	10.2	19.8	15.9
600702.SH	舍得酒业	买入	72.53	241.6	17.8	19.5	13.6	12.4
000596.SZ	古井贡酒	买入	264.50	1,202.1	57.5	72.1	20.9	16.7
603369.SH	今世缘	买入	59.05	740.8	39.1	47.9	19.0	15.5
603198.SH	迎驾贡酒	买入	68.94	551.5	28.5	35.3	19.3	15.6
603589.SH	口子窖	买入	40.72	244.3	21.1	24.5	11.6	10.0
603919.SH	金徽酒	买入	21.64	109.8	4.1	5.2	26.5	21.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2448	2422	3448	3786	4364	营业收入	6056	7081	7231	7965	8940
应收款项	296	530	542	597	670	营业成本	1349	1806	1901	1991	2190
存货净额	3583	4424	4478	4737	5188	营业税金及附加	903	1015	1032	1179	1323
其他流动资产	132	116	119	131	147	销售费用	1016	1290	1338	1497	1681
流动资产合计	7767	8094	9188	9852	10971	管理费用	587	636	631	694	777
固定资产	1514	2325	3103	3892	4718	研发费用	76	108	108	119	179
无形资产及其他	303	417	400	383	367	财务费用	(41)	(28)	(67)	(84)	(96)
投资性房地产	199	260	260	260	260	投资收益	3	8	5	5	5
长期股权投资	14	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	41	22	25	20	20
资产总计	9798	11116	12970	14406	16335	其他收入	(50)	(89)	(108)	(119)	(179)
短期借款及交易性金融负债	11	92	92	92	92	营业利润	2236	2304	2318	2594	2911
应付款项	899	968	990	1047	1147	营业外净收支	11	26	20	10	10
其他流动负债	2222	2342	2908	2904	3181	利润总额	2246	2330	2338	2604	2921
流动负债合计	3133	3401	3989	4042	4420	所得税费用	546	558	561	651	730
长期借款及应付债券	25	39	39	39	39	少数股东损益	15	1	1	1	1
其他长期负债	103	114	137	153	170	归属于母公司净利润	1685	1771	1776	1952	2190
长期负债合计	128	153	176	192	209	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3260	3554	4166	4235	4629	净利润	1685	1771	1776	1952	2190
少数股东权益	208	328	329	330	331	资产减值准备	(3)	0	0	0	0
股东权益	6329	7233	8476	9842	11375	折旧摊销	99	147	225	305	373
负债和股东权益总计	9798	11116	12970	14406	16335	公允价值变动损失	(41)	(22)	(25)	(20)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	(41)	(28)	(67)	(84)	(96)
每股收益	5.06	5.32	5.33	5.86	6.57	营运资本变动	(664)	(921)	543	(257)	(146)
每股红利	0.80	1.51	1.60	1.76	1.97	其它	15	1	1	1	1
每股净资产	19.00	21.71	25.44	29.54	34.14	经营活动现金流	1093	976	2520	1980	2398
ROIC	37.40%	28.06%	25%	25%	25%	资本开支	0	(961)	(961)	(1057)	(1163)
ROE	26.63%	24.49%	21%	20%	19%	其它投资现金流	108	706	0	0	0
毛利率	78%	75%	74%	75%	75%	投资活动现金流	108	(260)	(961)	(1057)	(1163)
EBIT Margin	35%	31%	31%	31%	31%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	34%	34%	35%	35%	负债净变化	25	14	0	0	0
收入增长	22%	17%	2%	10%	12%	支付股利、利息	(265)	(503)	(533)	(585)	(657)
净利润增长率	35%	5%	0%	10%	12%	其它融资现金流	(245)	234	0	0	0
资产负债率	35%	35%	35%	32%	30%	融资活动现金流	(726)	(743)	(533)	(585)	(657)
股息率	1.1%	2.1%	2.2%	2.4%	2.7%	现金净变动	475	(26)	1026	338	579
P/E	14.3	13.6	13.6	12.4	11.0	货币资金的期初余额	1973	2448	2422	3448	3786
P/B	3.8	3.3	2.9	2.5	2.1	货币资金的期末余额	2448	2422	3448	3786	4364
EV/EBITDA	12.3	11.7	11.6	10.2	9.1	企业自由现金流	0	(42)	1495	854	1158
						权益自由现金流	0	207	1546	918	1230

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032