

# 舍得酒业 (600702)

## 2024 年半年报点评：主动调整，砥砺前行 增持（下调）

2024 年 08 月 22 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

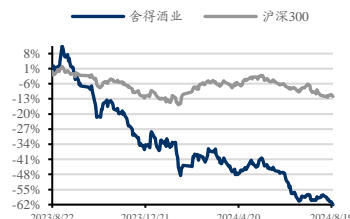
suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	50.00
一年最低/最高价	49.99/151.20
市净率(倍)	2.37
流通 A 股市值(百万元)	16,613.48
总市值(百万元)	16,658.38

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	21.05
资产负债率(% ,LF)	36.59
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): 2024Q1 季报点评: 收入符合预期, 期待弹性重现》

2024-04-26

《舍得酒业(600702): 2023 年年报点评: 舍得守正, 沱牌出奇》

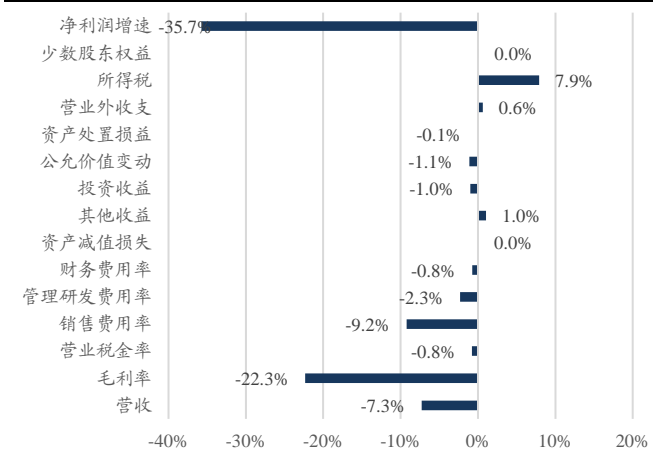
2024-03-20

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6056	7081	6357	6823	7698
同比(%)	21.86	16.93	(10.22)	7.32	12.83
归母净利润(百万元)	1685	1771	1148	1248	1439
同比(%)	35.31	5.09	(35.20)	8.72	15.33
EPS-最新摊薄(元/股)	5.06	5.32	3.45	3.75	4.32
P/E(现价&最新摊薄)	9.88	9.40	14.51	13.35	11.57

### 投资要点

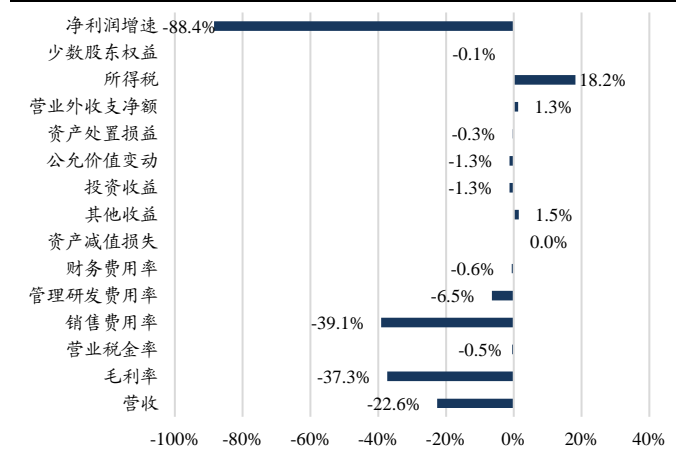
- **事件:** 公司发布 24H1 财报, 24H1 实现营收 32.71 亿元, 同比-7.28%, 归母净利润 5.91 亿元, 同比-35.73%; 对应 24Q2 营收 11.65 亿元, 同比-22.61%, 归母净利润 0.41 亿元, 同比-88.40%。Q2 公司对主力产品品味舍得主动采取控量稳价策略, 收入阶段性承压, 同时产品结构及规模效应拖累利润表现。
- **Q2 收入基本符合预期, 品味主动调控缓而图之。** 24H1 公司酒类收入同比下滑 8.7%, Q1/Q2 单季同比 3.0%/ -25.0%, Q2 增速大幅回落, 主因公司着眼长期渠道发展质量, 自 Q2 起针对次高端品味舍得主动控货去库。**1) 分产品看:** H1 公司中高档/低档酒收入分别同比下滑 5.6%/25.2%, 其中, 预估正贡献来源于: 舍之道同比保持约 20% 增长, 沱牌光瓶 T68 及窖龄特曲小体量实现快速增长; 负拖累体现为: 品味舍得明显下滑, 沱牌定制产品有所收缩。参考去年基数, 预计 H2 沱牌、舍之道及品味增速差异边际收敛, 全年收入增速或较 H1 差异不大。此外, 夜郎古 H1 收入实现 1.7 亿元, 实现翻倍以上增长, 预计主系大师版新品招商贡献增量, 大金奖库存消化接近尾声。**2) 分区域看:** 24H1 省内/省外收入分别为 9.1/20.8 亿元, 同比-2.5%/ -11.2%。省内成都及遂宁大本营区域销售保持稳定, 省外河南、河北等区域相对承压。
- **受产品结构及负规模效应拖累, 毛销差阶段性承压。****1) 收现端:** Q2 季末公司合同负债 1.6 亿元, 同比/环比分别下滑 3.5/0.7 亿元。H1 收入+△预收同比下滑 10.6%, 与实际动销基本匹配。**2) 利润端:** Q2 净利率同比大幅下降 19.7pct 至 3.6%, 主系毛销差表现恶化。①Q2 毛利率同比-11.0pct 至 60.9%, 主因产品结构下降及负规模效应, H1 中高档酒、普通酒毛利率分别同比下降 7.1、0.6pct。考虑 H2 毛利率基数有一定回落, 预计全年毛利率降幅较 H1 的同比降幅 6.2pct 略有收窄。②Q2 销售费率同比+11.8pct 至 27.0%, 主系公司职工薪酬增长相对刚性, 整体销售费用预算保持温和增长 (H1 同增 6.5%)。③Q2 管理费用 (含研发) 同比回落 9.0%, 但受收入下滑拖累, 费率同比+2.1pct。
- **盈利预测与投资评级:** 公司舍得与沱牌双品牌交替驱动, Q2 舍得主动去库调整, 以夯实长期发展质量; 同时沱牌光瓶及窖龄特曲等盒装产品, 因地制宜做强当地消费氛围, 有序推动全国化扩张。考虑公司次高端主动调整, 收入及毛销差阶段性承压, 我们下调 2024-26 年归母净利润至 11.5、12.5、14.4 亿元 (前值为 20.5、24.9、30.6 亿元), 分别同比-35%、+9%、+15%, 当前市值对应 2024-26 年 PE 为 15/13/12X, 下调至“增持”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。

图1: 24H1 舍得酒业归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所 (注: 图中净利润为归母净利润)

图2: 24Q2 舍得酒业归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所 (注: 图中净利润为归母净利润)

## 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>6,753</b>	<b>5,976</b>	<b>4,687</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,081</b>	<b>6,357</b>	<b>6,823</b>	<b>7,698</b>
货币资金及交易性金融资产	3,023	3,426	2,232	1,538	营业成本(含金融类)	1,806	1,864	2,043	2,310
经营性应收款项	557	344	497	428	税金及附加	1,015	922	995	1,114
存货	4,424	2,819	3,068	2,566	销售费用	1,290	1,349	1,423	1,589
合同资产	0	0	0	0	管理费用	636	652	660	701
其他流动资产	90	164	179	155	研发费用	108	119	113	108
<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)	(20)	(11)
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	6	6	7
长期待摊费用	38	18	8	3	<b>营业利润</b>	<b>2,304</b>	<b>1,503</b>	<b>1,638</b>	<b>1,920</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>11,695</b>	<b>12,340</b>	<b>12,478</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,330</b>	<b>1,516</b>	<b>1,660</b>	<b>1,933</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,401</b>	<b>3,538</b>	<b>3,629</b>	<b>3,190</b>	减:所得税	558	364	400	464
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>1,152</b>	<b>1,261</b>	<b>1,469</b>
经营性应付款项	970	826	1,318	1,046	减:少数股东损益	1	4	13	29
合同负债	277	559	511	462	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,771</b>	<b>1,148</b>	<b>1,248</b>	<b>1,439</b>
其他流动负债	2,063	2,061	1,709	1,591	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.32	3.45	3.75	4.32
非流动负债	153	153	153	153	EBIT	2,245	1,468	1,609	1,897
长期借款	39	39	39	39	EBITDA	2,418	1,597	1,616	1,901
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.50	70.67	70.06	69.99
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	25.02	18.06	18.29	18.70
其他非流动负债	107	107	107	107	收入增长率(%)	16.93	(10.22)	7.32	12.83
<b>负债合计</b>	<b>3,554</b>	<b>3,691</b>	<b>3,783</b>	<b>3,343</b>	归母净利润增长率(%)	5.09	(35.20)	8.72	15.33
归属母公司股东权益	7,233	7,672	8,213	8,761					
少数股东权益	328	332	345	374					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,561</b>	<b>8,004</b>	<b>8,557</b>	<b>9,135</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,116</b>	<b>11,695</b>	<b>12,340</b>	<b>12,478</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	3,132	904	1,598	每股净资产(元)	21.71	23.03	24.65	26.30
投资活动现金流	(335)	(2,056)	(1,429)	(1,443)	最新发行在外股份(百万股)	333	333	333	333
筹资活动现金流	(576)	(709)	(707)	(891)	ROIC(%)	23.90	14.09	14.51	16.04
现金净增加额	(196)	367	(1,232)	(735)	ROE-摊薄(%)	24.49	14.96	15.20	16.43
折旧和摊销	173	129	7	4	资产负债率(%)	31.98	31.56	30.65	26.79
资本开支	(870)	(2,040)	(1,405)	(1,415)	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.40	14.51	13.35	11.57
营运资本变动	(1,191)	1,874	(332)	150	P/B(现价)	2.30	2.17	2.03	1.90

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>