

静待市场修复

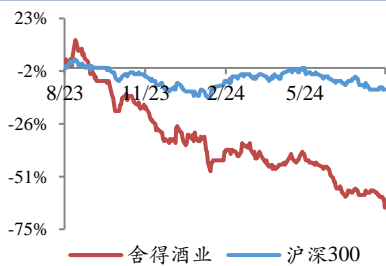
——舍得酒业 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-23

收盘价(元)	45.50
近12个月最高/最低(元)	147.16/45.04
总股本(百万股)	333
流通股本(百万股)	332
流通股比例(%)	99.73
总市值(亿元)	152
流通市值(亿元)	151

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024H1 业绩：

- 24Q2：营业总收入 11.65 亿元(-22.61%)，归母 0.41 亿元(-88.40%)，扣非 0.33 亿元(-90.33%)。
- 24H1：营业总收入 32.71 亿元(-7.28%)，归母 5.91 亿元(-35.73%)，扣非 5.79 亿元(-35.51%)。
- 24Q2 收入符合市场一致预期。**

收入端：大众价格带/省内成熟市场贡献主要增量

- 分产品看，24Q2 公司中高档/普通白酒营收分别同比-19.3%/-47.3%，中高档白酒营收占比白酒业务营收同比+6.1pct，达 85.7%。我们预计大众价格带的舍之道/T68 营收同比增速领先，快于中高档酒整体水平，贡献主要增量。公司次高端核心品味舍得受宏观经济环境扰动，动销承压。公司普通酒增速下滑预计系清理定制酒所致。
- 分区域看，24Q2 公司省内/省外白酒营收分别同比-18.2%/-28.4%，省内白酒营收占比白酒业务营收同比+3.0pct，达 35.9%。我们预计省内成熟市场（成都/遂宁）贡献主要营收。公司持续推进省外首府战役，受宏观经济环境扰动，培育时间预计有所延长。

盈利端：产品结构及销售费用拖累

- 24Q2 公司毛利率同比-10.95pct，达 60.93%，主因产品结构下移。其中，中高档酒受舍之道占比提高、夜郎古并表影响，24H1 毛利率同比-7.1pct；普通酒毛利率稳健。24Q2 公司销售/管理费用率分别同比+11.8/+2.8pct，其中销售费率上升主要系职工薪酬增加。综上，24Q2 公司净利率同比-19.7pct，达 3.64%。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

公司沉着面对宏观环境挑战，主动控货品味舍得以维持价格体系并降低渠道库存，舍之道/T68 阶段性成为营收增量抓手，静待行业需求恢复。

盈利预测：由于行业需求受宏观环境扰动，叠加公司产品结构下移，我们降低前期预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业总收入 66.59/70.06/77.19 亿元（前值 81.11/95.51/113.75 亿元），分别同比-6.0%/+5.2%/+10.2%；实现归母净利润 12.05/13.15/15.17 亿元（前值 20.55/24.66/30.28 亿元），分别同比-31.9%/9.1%/15.4%；当前股价对应 PE 分别为 12.58/11.5/9.99 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示:**

行业景气不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7081	6659	7006	7719
收入同比 (%)	16.9%	-6.0%	5.2%	10.2%
归属母公司净利润	1771	1205	1315	1517
净利润同比 (%)	5.1%	-31.9%	9.1%	15.4%
毛利率 (%)	74.5%	67.3%	67.7%	68.3%
ROE (%)	24.5%	15.9%	15.3%	15.6%
每股收益 (元)	5.35	3.62	3.95	4.55
P/E	18.09	12.58	11.53	9.99
P/B	4.45	2.00	1.77	1.56
EV/EBITDA	12.38	7.29	5.72	4.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 8 月 22 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8094	11062	11217	13943	营业收入	7081	6659	7006	7719
现金	2422	3299	5113	6118	营业成本	1806	2180	2261	2445
应收账款	264	476	108	321	营业税金及附加	1015	932	981	1081
其他应收款	51	1059	109	320	销售费用	1290	1312	1373	1505
预付账款	26	131	113	73	管理费用	636	619	645	702
存货	4424	5265	4783	6085	财务费用	-28	-48	-66	-102
其他流动资产	907	832	991	1026	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3022	3009	2989	2968	公允价值变动收益	22	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	8	7	7	8
固定资产	1600	1594	1585	1571	营业利润	2304	1597	1742	2010
无形资产	417	437	452	467	营业外收入	34	0	0	0
其他非流动资产	986	958	934	911	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	11116	14071	14206	16912	利润总额	2330	1597	1742	2010
流动负债	3401	5994	5143	6710	所得税	558	391	427	493
短期借款	0	0	0	0	净利润	1772	1206	1316	1518
应付账款	655	556	323	628	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	2746	5438	4820	6082	归属母公司净利润	1771	1205	1315	1517
非流动负债	153	153	153	153	EBITDA	2418	1645	1779	2012
长期借款	39	39	39	39	EPS (元)	5.35	3.62	3.95	4.55
其他非流动负债	114	114	114	114					
负债合计	3554	6148	5296	6863					
少数股东权益	328	329	330	331					
股本	333	333	333	333					
资本公积	838	705	705	705					
留存收益	6062	6556	7542	8680					
归属母公司股东权益	7233	7594	8580	9718					
负债和股东权益	11116	14071	14206	16912					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	716	1805	2226	1467	成长能力				
净利润	1772	1206	1316	1518	营业收入	16.9%	-6.0%	5.2%	10.2%
折旧摊销	173	103	110	111	营业利润	3.1%	-30.7%	9.1%	15.4%
财务费用	1	0	0	0	归属于母公司净利	5.1%	-31.9%	9.1%	15.4%
投资损失	-8	-7	-7	-8	获利能力				
营运资金变动	-1191	503	808	-155	毛利率 (%)	74.5%	67.3%	67.7%	68.3%
其他经营现金流	2931	703	507	1673	净利率 (%)	25.0%	18.1%	18.8%	19.7%
投资活动现金流	-335	-83	-83	-82	ROE (%)	24.5%	15.9%	15.3%	15.6%
资本支出	-870	-90	-90	-90	ROIC (%)	22.2%	14.4%	13.9%	14.1%
长期投资	693	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-158	7	7	8	资产负债率 (%)	32.0%	43.7%	37.3%	40.6%
筹资活动现金流	-576	-844	-329	-379	净负债比率 (%)	47.0%	77.6%	59.4%	68.3%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.38	1.85	2.18	2.08
长期借款	14	0	0	0	速动比率	1.06	0.94	1.22	1.15
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	25	-133	0	0	总资产周转率	0.68	0.53	0.50	0.50
其他筹资现金流	-616	-712	-329	-379	应收账款周转率	29.34	18.00	24.00	36.00
现金净增加额	-196	877	1814	1005	应付账款周转率	3.17	3.60	5.14	5.14
					每股指标 (元)				
					每股收益	5.35	3.62	3.95	4.55
					每股经营现金流 (摊)	2.15	5.42	6.68	4.40
					每股净资产	21.71	22.79	25.75	29.17
					估值比率				
					P/E	18.09	12.58	11.53	9.99
					P/B	4.45	2.00	1.77	1.56
					EV/EBITDA	12.38	7.29	5.72	4.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。