

# 舍得酒业 (600702.SH)

## 第二季度收入及利润阶段性下滑，释放渠道风险

中性

### 核心观点

**2024年第二季度公司收入同比-7.3%，净利润同比-35.7%。**2024上半年公司实现营业总收入32.71亿元，同比-7.3%；实现归母净利润5.91亿元，同比-35.7%。其中，2024年第二季度实现营业总收入11.65亿元，同比-22.6%；实现归母净利润0.41亿元，同比-88.4%。2023年中报追溯调整系合并夜郎古所致。

**2024Q2 淡季动销压力较大，大众价位表现相对较好。**分产品看，2024Q2 中高档酒收入8.76亿元/同比-19.33%，低档酒收入1.46亿元/同比-47.34%，预计舍之道持平、品味超双位数下滑。二季度商务场景恢复不及预期，叠加白酒消费淡季宴席场景表现较弱，经销商较为悲观，公司以维护渠道健康为主线，库存、价盘保证在良性水平。**分区域看**，2024Q2 省内收入10.22亿元/同比-18.25%，省外收入6.55亿元/同比-28.46%。省内市场坚持稳固基本盘策略，将遂宁市场做深做透，下滑幅度慢于省外；省外市场山东、东北传统优势市场表现较好，河南、河北处于调整阶段，新疆等新兴市场逐步培育。截至6月底，公司经销商数量2809个，环比Q1末净增加14家。**夜郎古** 2024H1收入1.71亿元（去年全年1.79亿元），净利润-0.09亿元，2024Q2 预计实现收入7000万，收入端增势较好。

**收入下滑叠加费用刚性导致净利率同比-19.5pcts。**2024Q2 毛利率同比-11pcts至60.9%，系结构下移及宴席场景部分品类加大货折所致；税金及附加率同比+0.14pcts，管理费用率同比+2.66pcts，销售费用率同比+11.75pcts，销售费用同比+37.0%，主因1)次高端消费需求疲软，公司保证渠道合理利润，协助经销商全力提升动销，费用投入上有一定刚性；2)销售人员薪酬提升，以加强销售团队拓展市场的积极性。

**去库为主，预收端承压。**2024Q2 公司经营性现金流量净额-1.29亿元/同比-131%，销售收现15.20亿元/同比-14.7%，截至Q2末合同负债1.62亿元，环比减少0.73亿元。二季度淡季经销商回款意愿较弱，去年6月同期高基数下下滑较多；公司以去库存为主调，主动控量稳价以阶段性调整换取健康、长远发展。

**盈利预测与投资建议：**下半年行业及次高端需求复苏仍具有较强的不确定性，公司动销、盈利端仍有较大压力。下调此前预测，预计2024/2025年公司收入61.19/66.48亿元，同比-13.6%/+8.6%（前值为+2.1%/+10.2%）；归母净利润12.79/14.17亿元，同比-27.8%/+10.8%（前值为+0.2%/+9.9%），当前股价对应13.0倍2024年PE。考虑到今年公司主动释放渠道风险，业绩端压力较大，动销改善对经济复苏的依赖度较大，下调评级至“中性”。

**风险提示：**行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压等。

### 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	6,119.357	6,648.331	7,796.862
(+/-%)	21.9%	16.9%	-13.6%	8.6%	17.3%
净利润(百万元)	1685	1,771.304	1,278.839	1,416.889	1,854.406
(+/-%)	35.3%	5.1%	-27.8%	10.8%	30.9%
每股收益(元)	5.06	5.32	3.84	4.25	5.57
EBIT Margin	35.1%	31.5%	25.9%	26.7%	30.2%
净资产收益率 (ROE)	26.6%	24.5%	15.7%	15.5%	17.8%
市盈率 (PE)	9.9	9.4	13.0	11.8	9.0
EV/EBITDA	9.0	8.5	11.2	9.8	7.6
市净率 (PB)	2.63	2.30	2.05	1.83	1.60

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

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn  
S0980523090001

#### 基础数据

投资评级	中性(下调)
合理估值	
收盘价	45.50元
总市值/流通市值	15159/15118百万元
52周最高价/最低价	151.20/45.04元
近3个月日均成交额	317.08百万元

#### 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) - 产品结构略有承压，费效比提升初显成效》——2024-05-04
- 《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

**2024 年第二季度公司收入同比-7.3%，净利润同比-35.7%。**2024 上半年公司实现营业总收入 32.71 亿元，同比-7.3%；实现归母净利润 5.91 亿元，同比-35.7%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 11.65 亿元，同比-22.6%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比-88.4%。2023 年中报追溯调整系合并夜郎古所致。

**2024Q2 淡季动销压力较大，大众价位表现相对较好。**分产品看，2024Q2 中高档酒收入 8.76 亿元/同比-19.33%，低档酒收入 1.46 亿元/同比-47.34%，预计舍之道持平、品味超双位数下滑。二季度商务场景恢复不及预期，叠加白酒消费淡季宴席场景表现较弱，经销商较为悲观，公司以维护渠道健康为主线，库存、价盘保证在良性水平。分区域看，2024Q2 省内收入 10.22 亿元/同比-18.25%，省外收入 6.55 亿元/同比-28.46%。省内市场坚持稳固基本盘策略，将遂宁市场做深做透，下滑幅度慢于省外；省外市场山东、东北传统优势市场表现较好，河南、河北处于调整阶段，新疆等新兴市场逐步培育。截至 6 月底，公司经销商数量 2809 个，环比 Q1 末净增加 14 家。夜郎古 2024H1 收入 1.71 亿元（去年全年 1.79 亿元），净利润-0.09 亿元，2024Q2 预计实现收入 7000 万，收入端增势较好。

**收入下滑叠加费用刚性导致净利率同比-19.5pcts。**2024Q2 毛利率同比-11pcts 至 60.9%，系结构下移及宴席场景部分品类加大货折所致；税金及附加率同比+0.14pcts，管理费用率同比+2.66pcts，销售费用率同比+11.75pcts，销售费用同比+37.0%，主因 1) 次高端消费需求疲软，公司保证渠道合理利润，协助经销商全力提升动销，费用投入上有一定刚性；2) 销售人员薪酬提升，以加强销售团队拓展市场的积极性。

**去库为主，预收端承压。**2024Q2 公司经营性现金流量净额-1.29 亿元/同比-131%，销售收现 15.20 亿元/同比-14.7%，截至 Q2 末合同负债 1.62 亿元，环比减少 0.73 亿元。二季度淡季经销商回款意愿较弱，去年 6 月同期高基数下下滑较多；公司以去库存为主调，主动控量稳价以阶段性调整换取健康、长远发展。

**盈利预测与投资建议：**下半年行业及次高端需求复苏仍具有较强的不确定性，公司动销、盈利端仍有较大压力。下调此前预测，预计 2024/2025 年公司收入 61.19/66.48 亿元，同比-13.6%/+8.6%（前值为+2.1%/+10.2%）；归母净利润 12.79/14.17 亿元，同比-27.8%/+10.8%（前值为+0.2%/+9.9%），当前股价对应 13.0 倍 2024 年 PE。考虑到今年公司主动释放渠道风险，业绩端压力较大，动销改善对经济复苏的依赖度较大，下调评级至“中性”。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



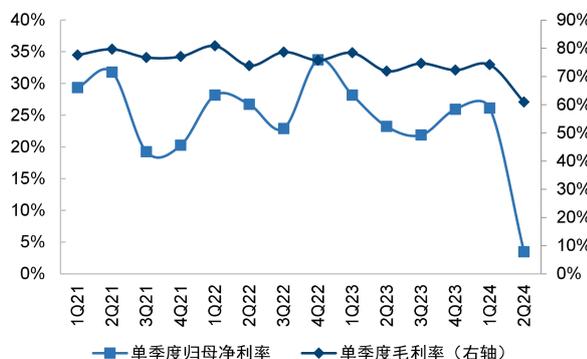
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



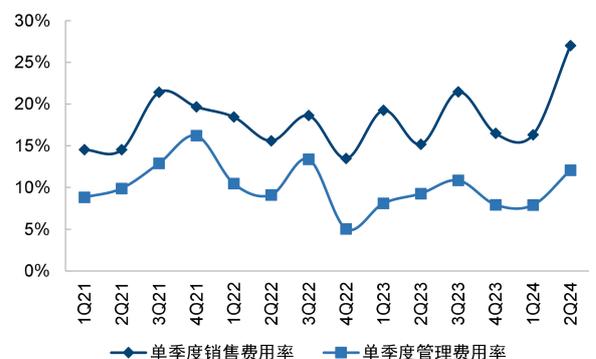
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 舍得酒业盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,081	7,231	7,965	6,119	6,648	-15.4%	-16.5%
收入同比增速%	16.9%	2.1%	10.2%	-13.6%	8.6%	-15.7pcts	-1.51pcts
毛利率%	74.5%	73.7%	75.0%	75.2%	74.9%	1.51pcts	-0.07pcts
销售费用率%	74.5%	18.5%	18.8%	22.0%	21.0%	3.5pcts	2.2pcts
管理费用率%	8.7%	8.5%	8.5%	10.0%	10.0%	1.5pcts	1.5pcts
归母净利润 (百万元)	1,771	1,776	1,952	1,279	1,417	-28.0%	-27.4%
归母净利润同比增速%	5.1%	0.2%	9.9%	-27.8%	10.8%	-28.05pcts	0.89pcts
净利率%	25.0%	24.6%	24.5%	20.9%	21.3%	-3.66pcts	-3.19pcts
EPS (元)	5.32	5.33	5.86	3.84	4.25	-28.0%	-27.4%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/8/16	2024/8/16		2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,418	17,808	869.9	995.5	20.5	17.9	
000858.SZ	五粮液	优于大市	122	4,743	339.1	379.6	14.0	12.5	
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	123	1,813	161.5	194.4	11.2	9.3	
600809.SH	山西汾酒	优于大市	181	2,206	131.5	160.8	16.8	13.7	
002304.SZ	洋河股份	优于大市	77	1,163	107.9	118.8	10.8	9.8	
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	38	122	4.9	5.8	24.9	21.0	

600702.SH	舍得酒业	中性	50	167	12.8	14.2	13.0	11.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	176	932	59.1	73.8	15.8	12.6
603589.SH	口子窖	优于大市	37	221	19.8	22.5	11.1	9.8
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	51	410	29.0	35.8	14.1	11.5
603369.SH	今世缘	优于大市	41	512	38.0	46.0	13.5	11.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除舍得酒业以外其他公司采用 Wind 一致预期

## 风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

# 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	3533	3476	3670	营业收入	6056	7081	6119	6648	7797
应收款项	296	530	458	498	584	营业成本	1349	1806	1516	1667	1916
存货净额	3583	4424	3658	3904	4484	营业税金及附加	903	1015	918	997	1170
其他流动资产	132	116	101	109	128	销售费用	1016	1290	1346	1396	1403
<b>流动资产合计</b>	<b>7767</b>	<b>8094</b>	<b>8352</b>	<b>8589</b>	<b>9468</b>	管理费用	587	636	629	682	796
固定资产	1514	2325	3103	3892	4718	研发费用	76	108	122	133	156
无形资产及其他	303	417	400	383	367	财务费用	(41)	(28)	(68)	(81)	(83)
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
<b>资产总计</b>	<b>9798</b>	<b>11116</b>	<b>12135</b>	<b>13144</b>	<b>14832</b>	其他收入	(50)	(89)	(122)	(133)	(156)
短期借款及交易性金融负债	11	92	92	92	92	营业利润	2236	2304	1686	1880	2464
应付款项	899	968	809	863	991	营业外净收支	11	26	20	10	10
其他流动负债	2222	2342	2601	2548	2792	<b>利润总额</b>	<b>2246</b>	<b>2330</b>	<b>1706</b>	<b>1890</b>	<b>2474</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3133</b>	<b>3401</b>	<b>3502</b>	<b>3502</b>	<b>3875</b>	所得税费用	546	558	427	473	618
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1685</b>	<b>1771</b>	<b>1279</b>	<b>1417</b>	<b>1854</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>128</b>	<b>153</b>	<b>176</b>	<b>192</b>	<b>209</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3260</b>	<b>3554</b>	<b>3678</b>	<b>3695</b>	<b>4084</b>	净利润	1685	1771	1279	1417	1854
少数股东权益	208	328	329	329	330	资产减值准备	(3)	0	0	0	0
股东权益	6329	7233	8128	9120	10418	折旧摊销	99	147	225	305	373
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9798</b>	<b>11116</b>	<b>12135</b>	<b>13144</b>	<b>14832</b>	公允价值变动损失	(41)	(22)	(25)	(20)	(20)
						财务费用	(41)	(28)	(68)	(81)	(83)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(664)	(921)	977	(278)	(295)
每股收益	5.06	5.32	3.84	4.25	5.57	其它	15	1	1	1	1
每股红利	0.80	1.51	1.15	1.28	1.67	<b>经营活动现金流</b>	<b>1093</b>	<b>976</b>	<b>2456</b>	<b>1425</b>	<b>1913</b>
每股净资产	19.00	21.71	24.40	27.37	31.27	资本开支	0	(961)	(961)	(1057)	(1163)
ROIC	37.40%	28.06%	18%	19%	22%	其它投资现金流	108	706	0	0	0
ROE	26.63%	24.49%	16%	16%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>108</b>	<b>(260)</b>	<b>(961)</b>	<b>(1057)</b>	<b>(1163)</b>
毛利率	78%	75%	75%	75%	75%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	35%	31%	26%	27%	30%	负债净变化	25	14	0	0	0
EBITDA Margin	37%	34%	30%	31%	35%	支付股利、利息	(265)	(503)	(384)	(425)	(556)
收入增长	22%	17%	-14%	9%	17%	其它融资现金流	(245)	234	0	0	0
净利润增长率	35%	5%	-28%	11%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(726)</b>	<b>(743)</b>	<b>(384)</b>	<b>(425)</b>	<b>(556)</b>
资产负债率	35%	35%	33%	31%	30%	<b>现金净变动</b>	<b>475</b>	<b>(26)</b>	<b>1112</b>	<b>(57)</b>	<b>194</b>
股息率	1.6%	3.0%	2.3%	2.6%	3.3%	货币资金的期初余额	1973	2448	2422	3533	3476
P/E	9.9	9.4	13.0	11.8	9.0	货币资金的期末余额	2448	2422	3533	3476	3670
P/B	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	0	(42)	1432	301	682
EV/EBITDA	9.0	8.5	11.2	9.8	7.6	权益自由现金流	0	207	1483	362	745

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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