

主动调整控量稳价，利润有所承压

2024 年 08 月 23 日

► **事件：**2024 年 8 月 21 日，公司发布 2024 年半年报，24H1 公司总营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 32.71/5.91/5.79 亿元，分别同比-7.32%/-35.75%/-35.54%。经测算，24Q2 公司总营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 11.65/0.41/0.33 亿元，分别同比-22.73%/-88.41%/-90.33%。24Q2 公司销售收现同比-14.44%，合同负债 1.62 亿元，环比-0.73 亿元，营收+Δ合同负债同比-10.42%。截至 24H1 末，公司经销商达 2809 家，环比净增加 14 家。

► **需求场景分化持续，品味舍得控量稳价。**24Q2 公司酒类营收同比-25.10%至 10.22 亿元，分产品结构看，中高档酒营收同比-19.43%至 8.76 亿元，普通酒营收同比-47.35%至 1.46 亿元，中高档酒占比提升 6.04pct。24H1 下游需求场景分化持续，在商务社交降频降档背景下次高端酒饮消费整体承压，公司传统优势大单品品味舍得处于去库存阶段，公司主动采取“控量稳价”策略，通过阶段性调整以谋求高质长远发展，大众价位舍之道、高线光瓶酒 T68 则保持较好态势。其中上半年普通酒下滑较快，预计主要系定制开发品下降较多。分地区看，省内营收同比-18.25%至 3.67 亿元，省外营收同比-28.46%至 6.55 亿元，省内作为核心市场抗风险能力相对更为稳健。

► **结构下移叠加费率提升，利润短期承压。**24Q2 公司毛利率同比-10.96pct 至 60.93%，预计主要系中高档酒结构弱化，此外夜郎古以及玻瓶业务营收占比提升亦有影响（夜郎古 24H1 营收同比增 128%至 1.71 亿元）。费用端，24Q2 公司销售/管理/研发费用率分别同比+11.80/+2.80/-0.71pct，其中销售费率主要系职工薪酬提升幅度较大，24H1 同比+23%。综上，24Q2 公司扣非归母净利润率同比-19.59pct 至 2.80%。

► **坚持长期主义，谋求高质发展。**面对阶段性行业调整期，公司主动选择控货稳价为渠道释压，同时积极协助经销商全力提升动销，体现出公司坚持长期主义的战略定力。未来公司将持续聚集舍得与沱牌双品牌老酒战略，坚持做大品味舍得核心产品，同时打造高线光瓶大单品沱牌 T68；区域端公司将全国化布局与区域深耕并举，并强化板块化聚焦思路；组织侧则通过持续壮大销售团队规模细化渠道管理，长期增长动能充足。

► **投资建议：**我们下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 63.87/65.91/69.54 亿元，分别同比增-9.8%/+3.2%/+5.5%；归母净利润分别为 11.97/12.34/13.43 亿元，分别同比增-32.5%/+3.2%/+8.8%，当前股价对应 PE 分别为 13/12/11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**商务等消费需求恢复不及预期；行业竞争加剧，费用投放持续加大；核心单品库存增加导致价格剧烈波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,081	6,387	6,591	6,954
增长率 (%)	16.9	-9.8	3.2	5.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,771	1,197	1,234	1,343
增长率 (%)	5.1	-32.5	3.2	8.8
每股收益 (元)	5.32	3.59	3.70	4.03
PE	9	13	12	11
PB	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

45.50 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@mszq.com

相关研究

1. 舍得酒业 (600702.SH) 2024 年一季报点评：利润短期承压，着眼长期发展-2024/04/27

2. 舍得酒业 (600702.SH) 2023 年年报点评：23 年稳健收官，战略清晰蓄力长期-2024/03/22

3. 舍得酒业 (600702.SH) 2023 年半年报点评：营收环比提速，毛利率阶段性承压-2023/08/21

4. 舍得酒业 (600702.SH) 2023 年一季报点评：深化老酒战略，省外加速扩张-2023/05/06

5. 舍得酒业 (002216.SZ) 2022 年年报点评：Q4 业绩亮眼，多品牌蓄力发展-2023/03/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,081	6,387	6,591	6,954
营业成本	1,806	1,923	2,000	2,086
营业税金及附加	1,015	913	943	994
销售费用	1,290	1,373	1,417	1,460
管理费用	636	607	606	640
研发费用	108	83	86	90
EBIT	2,245	1,506	1,559	1,703
财务费用	-28	-28	-25	-24
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	8	7	7	6
营业利润	2,304	1,542	1,592	1,735
营业外收支	26	32	32	32
利润总额	2,330	1,574	1,624	1,766
所得税	558	377	389	423
净利润	1,772	1,197	1,235	1,343
归属于母公司净利润	1,771	1,197	1,234	1,343
EBITDA	2,418	1,701	1,795	1,976

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,422	2,471	2,770	3,662
应收账款及票据	479	323	337	97
预付款项	26	29	30	31
存货	4,424	4,941	5,138	5,360
其他流动资产	744	528	485	490
流动资产合计	8,094	8,292	8,760	9,640
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	1,600	2,208	2,747	3,207
无形资产	417	417	417	417
非流动资产合计	3,022	3,913	4,310	4,607
资产合计	11,116	12,205	13,070	14,247
短期借款	0	656	656	656
应付账款及票据	968	945	974	1,032
其他流动负债	2,434	2,517	2,598	2,869
流动负债合计	3,401	4,117	4,228	4,557
长期借款	39	49	49	49
其他长期负债	114	123	123	123
非流动负债合计	153	172	172	172
负债合计	3,554	4,290	4,400	4,729
股本	333	333	333	333
少数股东权益	328	329	330	330
股东权益合计	7,561	7,915	8,670	9,518
负债和股东权益合计	11,116	12,205	13,070	14,247

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.93	-9.80	3.20	5.50
EBIT 增长率	4.65	-32.91	3.51	9.26
净利润增长率	5.09	-32.45	3.16	8.78
盈利能力 (%)				
毛利率	74.50	69.89	69.66	70.00
净利润率	25.02	18.73	18.73	19.31
总资产收益率 ROA	15.94	9.80	9.44	9.42
净资产收益率 ROE	24.49	15.77	14.80	14.61
偿债能力				
流动比率	2.38	2.01	2.07	2.12
速动比率	1.04	0.76	0.81	0.89
现金比率	0.71	0.60	0.66	0.80
资产负债率 (%)	31.98	35.15	33.67	33.19
经营效率				
应收账款周转天数	12.27	14.05	13.11	6.36
存货周转天数	798.22	876.48	907.16	905.78
总资产周转率	0.68	0.55	0.52	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	5.32	3.59	3.70	4.03
每股净资产	21.71	22.77	25.03	27.58
每股经营现金流	2.15	3.01	4.21	5.85
每股股利	2.15	1.44	1.49	1.62
估值分析				
PE	9	13	12	11
PB	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	5.73	8.14	7.72	7.01
股息收益率 (%)	4.73	3.17	3.27	3.56

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,772	1,197	1,235	1,343
折旧和摊销	173	195	236	272
营运资金变动	-1,191	-377	-59	341
经营活动现金流	716	1,003	1,402	1,948
资本开支	-870	-1,044	-584	-520
投资	693	301	0	0
投资活动现金流	-335	-730	-577	-514
股权募资	0	0	0	0
债务募资	96	653	0	0
筹资活动现金流	-576	-224	-526	-541
现金净流量	-196	49	299	893

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026