

2024 年 10 月 29 日

率先调整重塑市场，业绩回归真实动销

舍得酒业(600702)

评级:	增持	股票代码:	600702
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	124.2/39.56
目标价格:		总市值(亿)	216.69
最新收盘价:	65.04	自由流通市值(亿)	216.11
		自由流通股数(百万)	332.27

事件概述

2024Q1-3，公司实现营业总收入 44.60 亿元，同比-15.03%，实现归母净利润 6.69 亿元，同比-48.35%。其中，2024Q3，公司实现营业总收入 11.89 亿元，同比-30.92%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比-79.23%，收入降幅环比 Q2 进一步扩大。Q3 末，公司合同负债 1.74 亿元，环比 Q2 增加 0.12 亿元，同比-37.08%，预收能力弱化。

分析判断:

► 进入深度调整期，优势单品品味舍得继续去库存。

分产品看，2024Q3，公司实现酒类收入 10.50 亿元，同比-33.30%，其中中高档酒/普通酒分别实现收入 8.97/1.53 亿元，同比分别-35.66%/-14.96%，中高档酒主要包含舍得品牌产品及部分沱牌高端产品，普通酒主要为沱牌大曲等低端产品，今年上半年，公司主动采取“控量稳价”策略，传统优势单品品味舍得进入去库存阶段，我们预计 Q3 品味舍得、沱牌天曲等高端品下滑较多，整体产品结构延续 Q2 趋势，但调整更加深入，降幅继续扩大。

分区域看，2024Q3，省内/省外分别实现收入 3.47/7.03 亿元，同比分别-21.59%/-37.87%，省内基本盘相对稳固，省外由于存在部分薄弱市场，还处于前期开拓阶段，根基不够稳固，故波动相对较大，且公司部分优势市场如河南、山东，竞争加剧，对公司经营产生部分扰动。

► 中高档酒下滑较多拖累毛利率，费用率预计继续高企。

2024Q3，公司毛利率 63.66%，同比-10.95pcts，延续 Q2 毛利率下降趋势，预计为以舍得品牌为主的中高档酒下滑较多导致。费用率方面，Q3 税金及附加率同比+4.28pcts，我们预计为原生产节奏未及时匹配销售节奏的调整，导致酒厂向销售公司发货较多，生产环节计税较多导致，我们预计后续税金及附加率影响会逐步平滑。销售/管理费用率同比分别+3.40pcts/+0.05pct，主因收入骤减，但部分品牌投入、职工薪酬等固定费用仍继续支出，拉高销售费用率。我们判断年内公司预计继续深度调整，明年有望逐步改善，故预计销售费用率短期内仍会维持高位。综合影响下，Q3 净利率 6.34%，同比-15.54pcts。

投资建议

Q3 收入降幅环比 Q2 扩大，我们预计调整期至少持续至年底，预计 Q4 收入将延续 Q3 态势继续下滑，若年内渠道库存去化良好，25 年有望经历调整后重新出发，全年收入业绩实现微增。根据三季报业绩，我们下调 24-26 年盈利预测，24-26 年营业总收入由 68/72/78 亿元下调至 57/60/65 亿元，归母净利润由 13/14/15 亿元下调至 9/9/11 亿元，EPS 由 3.92/4.18/4.52 元下调至 2.55/2.83/3.22 元。2024 年 10 月 28 日收盘价 65.04 元，对应 24-26 年 PE 分别为 25/23/20 倍，维持“增持”评级。

风险提示

库存去化周期加长，经济恢复不及预期，基地市场竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,056	7,081	5,723	6,016	6,527
YoY (%)	21.9%	16.9%	-19.2%	5.1%	8.5%
归母净利润(百万元)	1,685	1,771	850	943	1,072
YoY (%)	35.3%	5.1%	-52.0%	10.9%	13.7%
毛利率 (%)	77.7%	74.5%	67.7%	67.8%	68.2%
每股收益 (元)	5.10	5.35	2.55	2.83	3.22
ROE	26.6%	24.5%	11.7%	11.5%	11.6%
市盈率	12.75	12.17	25.48	22.99	20.22

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 沈嘉雯

邮箱: shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,081	5,723	6,016	6,527	净利润	1,772	859	949	1,078
YoY (%)	16.9%	-19.2%	5.1%	8.5%	折旧和摊销	173	172	199	234
营业成本	1,806	1,850	1,936	2,073	营运资金变动	-1,191	967	-576	51
营业税金及附加	1,015	858	887	959	经营活动现金流	716	1,988	562	1,353
销售费用	1,290	1,236	1,281	1,377	资本开支	-870	-601	-749	-802
管理费用	636	584	596	627	投资	693	19	2	4
财务费用	-28	0	0	0	投资活动现金流	-335	-577	-742	-792
研发费用	108	86	90	99	股权募资	0	-135	0	0
资产减值损失	0	2	1	1	债务募资	96	0	0	0
投资收益	8	5	5	6	筹资活动现金流	-576	-846	0	0
营业利润	2,304	1,134	1,251	1,420	现金净流量	-196	565	-180	561
营业外收支	26	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	2,330	1,134	1,251	1,420	成长能力				
所得税	558	275	302	343	营业收入增长率	16.9%	-19.2%	5.1%	8.5%
净利润	1,772	859	949	1,078	净利润增长率	5.1%	-52.0%	10.9%	13.7%
归属于母公司净利润	1,771	850	943	1,072	盈利能力				
YoY (%)	5.1%	-52.0%	10.9%	13.7%	毛利率	74.5%	67.7%	67.8%	68.2%
每股收益	5.35	2.55	2.83	3.22	净利率	25.0%	14.9%	15.7%	16.4%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	15.9%	7.3%	7.4%	7.8%
货币资金	2,422	2,987	2,807	3,368	净资产收益率 ROE	24.5%	11.7%	11.5%	11.6%
预付款项	26	30	29	31	偿债能力				
存货	4,424	4,215	4,713	4,763	流动比率	2.38	2.10	2.16	2.29
其他流动资产	1,223	959	1,163	1,053	速动比率	1.06	1.00	0.98	1.09
流动资产合计	8,094	8,191	8,711	9,215	现金比率	0.71	0.77	0.70	0.84
长期股权投资	19	25	32	39	资产负债率	32.0%	34.9%	32.9%	30.3%
固定资产	1,600	1,795	2,041	2,308	经营效率				
无形资产	417	464	518	589	总资产周转率	0.68	0.50	0.49	0.49
非流动资产合计	3,022	3,436	3,988	4,556	每股指标 (元)				
资产合计	11,116	11,627	12,700	13,771	每股收益	5.35	2.55	2.83	3.22
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	21.71	21.72	24.55	27.77
应付账款及票据	968	868	1,135	980	每股经营现金流	2.15	5.97	1.69	4.06
其他流动负债	2,434	3,032	2,890	3,038	每股股利	2.15	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,401	3,900	4,024	4,018	估值分析				
长期借款	39	39	39	39	PE	12.17	25.48	22.99	20.22
其他长期负债	114	114	114	114	PB	4.45	2.99	2.65	2.34
非流动负债合计	153	153	153	153					
负债合计	3,554	4,053	4,177	4,171					
股本	333	331	331	331					
少数股东权益	328	337	343	349					
股东权益合计	7,561	7,574	8,522	9,600					
负债和股东权益合计	11,116	11,627	12,700	13,771					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。