

2024年08月22日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 利润不及预期，短期去库释放压力

—舍得酒业（600702.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年8月21日，舍得酒业发布2024年中报。

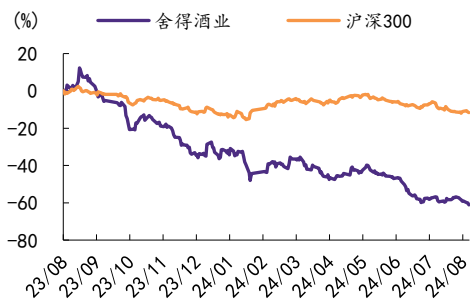
## 投资要点

## 基本数据

2024-08-21

当前股价（元）	50
总市值（亿元）	167
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	332
52周价格范围（元）	50-149.85
日均成交额（百万元）	636.85

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《舍得酒业（600702）：收入符合预期，利润略承压》2024-04-27
- 《舍得酒业（600702）：业绩符合预期，多因素致利润承压》2024-03-21
- 《舍得酒业（600702）：董事长提议回购，推动提质增效重回报》2024-02-06

## 业绩不及预期，产品结构影响盈利能力

主产品受影响较大，业绩表现承压。2024H1 总营收 32.71 亿元（同减 7.32%），归母净利润 5.91 亿元（同减 35.75%），扣非净利润 5.79 亿元（同减 35.54%）。2024Q2 总营收 11.65 亿元（同减 22.73%），归母净利润 0.41 亿元（同减 88.41%），扣非净利润 0.33 亿元（同减 90.33%）。产品结构调整，费投力度相对加大。2024H1 毛利率/净利率分别为 69.44%/18.09%，分别同比-6.16/-8.01pcts；2024Q2 分别为 60.93%/3.64%，分别同比-10.96/-19.71pcts，毛利率下滑主要系产品结构调整所致。2024H1 销售/管理费用率分别为 20.12%/9.39%，分别同比+2.60/+0.79pcts；2024Q2 分别为 27.00%/12.08%，分别同比+11.80/+2.80pct，上半年公司费投政策尚未调整，收入承压下费用投放效率较低故销售费用率同比大幅提升。渠道以去库存为主，现金流表现承压。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为-0.21/-1.29 亿元，分别同比-103.21%/-131.31%；销售回款分别为 34.38/15.20 亿元，分别同比-14.35%/-14.44%。截至 2024H1 末，合同负债 1.62 亿元（环比-0.73 亿元）。

## 主品以去库存为主，大众价位产品销售增长

2024H1 酒类/玻瓶收入分别为 29.85/2.46 亿元，分别同比-8.68%/+14.41%；毛利率分别同比-5.24/-8.51pcts。酒类业务中，2024H1 中高档酒/普通酒营收分别为 26.01/3.84 亿元，分别同比-5.61%/-25.18%；毛利率分别为 78.07%/48.60%，分别同比-7.09/-0.63pcts。上半年白酒商务需求仍较疲软，主产品品味舍得阶段性去库存。2024Q2 中高档酒/普通酒营收分别为 8.76/1.46 亿元，分别同比-19.33%/-47.34%。普通酒营收同比下滑幅度较大主要系定制酒产品调整，舍之道、T68、窖龄特曲等产品销售同比增长。2024H1 夜郎古酒庄实现收入 1.71 亿元，净利润-0.09 亿元，环比表现改善。

## 省外销售略受影响，电商销售保持平稳

分区域看，2024H1 省内/省外营收分别为 9.10/20.76 亿元，分别同比-2.46%/-11.16%；2024Q2 营收分别为 3.67/6.55 亿元，分别同比-18.25%/-28.35%，省外销售受影响较大。分渠道看，2024H1 批发代理/电商营收分别为 27.30/2.56 亿元，分别同比-9.57%/+2.00%，电商销售小幅增长；2024Q2 营收分别为 9.16/1.06 亿元，分别同比-26.94%/-3.02%。截至 2024H1 末，公司拥有经销商 2809 家，较 2023 年年末增加 154 家。公司仍坚持 C 端置顶，着力培育忠实用户，同时加强异业合作赋能营销。

## 盈利预测

目前公司大众和中端价位产品获较好增长，未来扩容空间较大，在沱牌复兴战略下保障收入增长。短期白酒消费疲软致公司业绩承压，长期看好品味舍得在次高端市场的品牌力持续提升。根据中报，我们略调整公司 2024-2026 年 EPS 为 3.67/4.60/5.47（前值为 6.01/6.88/8.00）元，当前股价对应 PE 分别为 14/11/9 倍，维持“买入”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险，舍得增速不及预期、老酒战略推进受阻、省外扩张不及预期、夜郎古销售不及预期、股份回购进度低于预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	7,081	6,460	7,431	8,257
增长率（%）	16.9%	-8.8%	15.0%	11.1%
归母净利润（百万元）	1,771	1,224	1,534	1,823
增长率（%）	5.1%	-30.9%	25.3%	18.9%
摊薄每股收益（元）	5.32	3.67	4.60	5.47
ROE（%）	23.4%	14.1%	15.2%	15.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	2,422	4,932	6,690	8,772
应收款	530	265	265	249
存货	4,424	3,590	3,359	3,045
其他流动资产	718	811	866	886
流动资产合计	8,094	9,599	11,179	12,952
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	602	682	732	762
固定资产	1,600	1,912	1,952	1,889
在建工程	698	279	112	45
无形资产	417	396	375	355
长期股权投资	19	19	19	19
其他非流动资产	288	288	288	288
非流动资产合计	3,022	2,894	2,746	2,596
资产总计	11,116	12,493	13,925	15,548
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	968	798	796	714
其他流动负债	2,157	2,157	2,157	2,157
流动负债合计	3,401	3,663	3,665	3,549
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	39	42	44	45
其他非流动负债	114	114	114	114
非流动负债合计	153	156	158	159
负债合计	3,554	3,819	3,823	3,709
<b>所有者权益</b>				
股本	333	333	333	333
股东权益	7,561	8,674	10,102	11,839
负债和所有者权益	11,116	12,493	13,925	15,548

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1772	1235	1581	1919
少数股东权益	1	11	47	96
折旧摊销	147	127	147	149
公允价值变动	22	30	28	25
营运资金变动	-1226	1347	230	224
经营活动现金净流量	716	2751	2034	2413
投资活动现金净流量	-335	27	77	100
筹资活动现金净流量	2130	-119	-151	-181
现金流量净额	2,511	2,658	1,960	2,332

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,081	6,460	7,431	8,257
营业成本	1,806	1,911	2,149	2,276
营业税金及附加	1,015	1,001	1,077	1,197
销售费用	1,290	1,357	1,560	1,693
管理费用	636	646	669	710
财务费用	-28	-136	-185	-244
研发费用	108	99	114	126
费用合计	2,006	1,965	2,158	2,286
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	22	30	28	25
投资收益	8	6	5	4
营业利润	2,304	1,629	2,088	2,533
加:营业外收入	34	12	10	9
减:营业外支出	8	5	6	7
利润总额	2,330	1,636	2,092	2,535
所得税费用	558	401	510	616
净利润	1,772	1,235	1,581	1,919
少数股东损益	1	11	47	96
归母净利润	1,771	1,224	1,534	1,823

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.9%	-8.8%	15.0%	11.1%
归母净利润增长率	5.1%	-30.9%	25.3%	18.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	74.5%	70.4%	71.1%	72.4%
四项费用/营收	28.3%	30.4%	29.0%	27.7%
净利率	25.0%	19.1%	21.3%	23.2%
ROE	23.4%	14.1%	15.2%	15.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	32.0%	30.6%	27.5%	23.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	13.4	24.3	28.1	33.2
存货周转率	0.4	0.8	1.0	1.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	5.32	3.67	4.60	5.47
P/E	9.4	13.6	10.9	9.1
P/S	2.4	2.6	2.2	2.0
P/B	2.3	2.0	1.7	1.5

## 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。