



舍得酒业 (600702.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 业绩符合预期，营销持续蓄力

业绩简评

2023年10月25日，公司披露三季报。23Q1-Q3实现营收52.5亿，同比+13.6%；实现归母净利13.0亿元，同比+7.9%。其中Q3实现营收17.2亿，同比+7.9%；实现归母净利3.8亿，同比+3.0%。

经营分析

1) 分产品看，23Q3中高档/普通酒分别实现营收13.9/1.8亿元，同比+3.5%/+20.7%。Q3毛利率同比-4.0pct，一方面系沱牌T68等增速相对较高，另一方面考虑到全年度郎古目标盈利下半年相较上半年会有所起量但该部分毛利率较低。目前品味批价330元，舍之道130元+，库存2-3M，回款进度80%左右，全年90亿目标预计仍可完成。

2) Q3归母净利率同比-1.0pct至21.9%，去年同期基数略高。除却毛利率影响外，Q3销售费用率同比+2.8pct而管理费用率/营业税金及附加占比-2.5pct/-2.6pct，公司在营销推广上仍不遗余力，考虑员工持股计划费用分摊Q4管理费用率优化趋势预计会有所收窄。

3) Q3末合同负债余额3.3亿元，环比-1.8亿元，考虑△合同负债+营业收入后Q3同比+0.8%，此外Q3销售收现同比-16.6%，与营收增速间的缺口预计由合同负债&其他流动负债环比减少、应收票据&应收款项融资环比增加补足。

今年舍之道、T68等受益于宴席需求回补&低线市场消费升级贡献较多增量，在此基础上公司也笃定去对核心大单品品味&藏品进行全方位的营销地推（例如央视宣发、线下老酒盛宴），以战役形式对重点市场进行突破，营销思路明确&持续。

未来在商务需求稳步恢复的环境下，核心单品品味仍有望释放弹性，品宣推广会对消费者，藏品10年平台公司运作亦具备潜力，关注顺周期逻辑下配置价值。

盈利预测、估值与评级

考虑需求持续弱改善，我们分别下调23-25年归母净利10%/12%/12%；预计23-25年收入增速为17.2%/24.3%/22.9%；归母净利增速为9.7%/26.3%/24.9%，对应归母净利为18.5/23.3/29.1亿元；EPS为5.55/7.00/8.75元，公司股票现价对应PE估值为19.9/15.8/12.6倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：110.60元

相关报告：

- 《舍得酒业公司点评：业绩稳健兑现，拟回购完善长效激励》，2023.8.19
- 《舍得酒业公司点评：Q1业绩平稳兑现，预收高增蓄力待发》，2023.4.27
- 《舍得酒业公司点评：费用率优化明显，22年利润超预期》，2023.3.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,969	6,056	7,097	8,822	10,844
营业收入增长率	83.8%	21.9%	17.2%	24.3%	22.9%
归母净利润(百万元)	1,246	1,685	1,848	2,334	2,914
归母净利润增长率	114.3%	35.3%	9.7%	26.3%	24.9%
摊薄每股收益(元)	3.75	5.06	5.55	7.00	8.75
每股经营性现金流净额	6.71	3.12	5.70	7.22	9.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.98%	26.63%	25.12%	25.69%	25.93%
P/E	60.59	31.47	19.94	15.79	12.65
P/B	15.74	8.38	5.01	4.06	3.28

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,704	4,969	6,056	7,097	8,822	10,844
增长率	83.8%	21.9%	17.2%	24.3%	22.9%	
主营业务成本	-653	-1,102	-1,349	-1,677	-2,064	-2,518
%销售收入	24.1%	22.2%	22.3%	23.6%	23.4%	23.2%
毛利	2,051	3,867	4,707	5,419	6,758	8,326
%销售收入	75.9%	77.8%	77.7%	76.4%	76.6%	76.8%
营业税金及附加	-385	-731	-903	-1,050	-1,297	-1,583
%销售收入	14.2%	14.7%	14.9%	14.8%	14.7%	14.6%
销售费用	-537	-876	-1,016	-1,214	-1,500	-1,833
%销售收入	19.9%	17.6%	16.8%	17.1%	17.0%	16.9%
管理费用	-340	-603	-587	-639	-785	-954
%销售收入	12.6%	12.1%	9.7%	9.0%	8.9%	8.8%
研发费用	-21	-33	-76	-89	-111	-137
%销售收入	0.8%	0.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	769	1,625	2,124	2,427	3,065	3,819
%销售收入	28.4%	32.7%	35.1%	34.2%	34.7%	35.2%
财务费用	-7	20	41	51	66	92
%销售收入	0.3%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-7	-3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	15	41	0	0	0
投资收益	2	4	3	4	4	4
%税前利润	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	768	1,674	2,236	2,502	3,157	3,939
营业利润率	28.4%	33.7%	36.9%	35.3%	35.8%	36.3%
营业外收支	33	10	11	8	9	10
税前利润	801	1,685	2,246	2,511	3,166	3,950
利润率	29.6%	33.9%	37.1%	35.4%	35.9%	36.4%
所得税	-194	-414	-546	-610	-769	-959
所得税率	24.2%	24.6%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
净利润	607	1,271	1,701	1,901	2,397	2,990
少数股东损益	26	25	15	53	63	76
归属于母公司的净利润	581	1,246	1,685	1,848	2,334	2,914
净利率	21.5%	25.1%	27.8%	26.0%	26.5%	26.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	607	1,271	1,701	1,901	2,397	2,990
少数股东损益	26	25	15	53	63	76
非现金支出	106	169	148	122	147	180
非经营收益	-29	-56	-21	-47	-24	-27
营运资金变动	313	844	-787	-78	-115	-144
经营活动现金净流	997	2,229	1,041	1,898	2,405	2,998
资本开支	-239	-205	-582	-649	-558	-667
投资	0	-1,300	100	-100	-156	-174
其他	-429	460	54	4	4	4
投资活动现金净流	-668	-1,045	-428	-745	-710	-836
股权募资	0	0	80	-341	0	0
债权募资	-394	-446	25	-11	0	0
其他	-90	-86	-200	-483	-609	-760
筹资活动现金净流	-484	-532	-95	-835	-609	-760
现金净流量	-155	651	518	318	1,086	1,402

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,348	1,973	2,448	2,761	3,843	5,243
应收账款	984	384	371	471	581	708
存货	2,554	2,794	3,583	3,860	4,694	5,658
其他流动资产	46	1,440	1,366	1,475	1,639	1,821
流动资产	4,932	6,590	7,767	8,567	10,756	13,429
%总资产	76.4%	81.4%	79.3%	76.6%	77.9%	79.0%
长期投资	226	50	49	49	49	49
固定资产	877	964	1,514	1,910	2,284	2,727
%总资产	13.6%	11.9%	15.5%	17.1%	16.5%	16.0%
无形资产	358	359	344	487	537	597
非流动资产	1,522	1,503	2,030	2,614	3,051	3,566
%总资产	23.6%	18.6%	20.7%	23.4%	22.1%	21.0%
资产总计	6,454	8,093	9,798	11,181	13,807	16,995
短期借款	446	0	11	0	0	0
应付款项	1,203	1,435	1,846	1,926	2,351	2,809
其他流动负债	979	1,574	1,275	1,504	1,914	2,411
流动负债	2,628	3,008	3,133	3,430	4,266	5,220
长期贷款	0	0	25	25	25	25
其他长期负债	45	88	103	109	109	110
负债	2,673	3,097	3,260	3,563	4,399	5,355
普通股股东权益	3,580	4,794	6,329	7,356	9,083	11,240
其中：股本	336	332	333	333	333	333
未分配利润	2,376	3,539	4,958	6,326	8,053	10,210
少数股东权益	201	202	208	261	324	400
负债股东权益合计	6,454	8,093	9,798	11,181	13,807	16,995

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.729	3.751	5.058	5.547	7.005	8.746
每股净资产	10.650	14.437	18.996	22.078	27.262	33.734
每股经营现金净流	2.966	6.711	3.125	5.698	7.219	8.999
每股股利	0.450	0.800	1.500	1.442	1.821	2.274
回报率						
净资产收益率	16.23%	25.98%	26.63%	25.12%	25.69%	25.93%
总资产收益率	9.00%	15.39%	17.20%	16.53%	16.90%	17.15%
投入资本收益率	13.74%	24.45%	24.38%	23.94%	24.51%	24.70%
增长率						
主营业务收入增长率	2.02%	83.80%	21.86%	17.19%	24.31%	22.92%
EBIT 增长率	6.26%	111.27%	30.74%	14.28%	26.27%	24.60%
净利润增长率	14.42%	114.35%	35.31%	9.65%	26.29%	24.87%
总资产增长率	11.73%	25.40%	21.06%	14.11%	23.49%	23.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.0	12.4	11.1	11.0	10.8	10.6
存货周转天数	1,390.6	885.3	862.7	840.0	830.0	820.0
应付账款周转天数	104.9	77.8	103.2	90.0	90.0	85.0
固定资产周转天数	111.0	63.1	63.7	59.3	54.9	52.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.85%	-67.83%	-56.90%	-54.41%	-57.22%	-59.76%
EBIT 利息保障倍数	108.9	-81.1	-52.4	-47.5	-46.5	-41.6
资产负债率	41.41%	38.26%	33.27%	31.87%	31.86%	31.51%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-11-19	买入	143.53	175.17~175.17
2	2023-03-22	买入	181.76	N/A
3	2023-04-27	买入	180.00	N/A
4	2023-08-19	买入	135.39	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究