

舍得酒业（600702.SH）

适度调整经营节奏，静待需求时钟切换

买入

核心观点

前三季度收入双位数增长，全年股权激励目标有望达成。前三季度，公司实现营业总收入 52.45 亿元，同比+13.62%；实现归母净利润 12.95 亿元，同比+7.93%；实现扣非归母净利润 12.56 亿元，同比+8.42%。单三季度，公司实现营业总收入 17.17 亿元，同比+7.86%；实现归母净利润 3.75 亿元，同比+3.01%；实现扣非归母净利润 3.58 亿元，同比+3.15%。

单 Q3 毛利率略有承压，舍之道等增长较为明显。单 Q3 中高档酒/低档酒实现营收 13.92/1.80 亿元，同比+3.5%/20.7%，主要系大众宴席复苏下舍之道等产品增速较快，商务需求相对承压，进而带动整体毛利率下滑 4.0pcts。费用端看，单 Q3 销售费用率同比+2.8pcts，预计系公司双节旺季增投渠道费用，拉动渠道动销；管理费用率同比-2.5pcts，预计系上年同期提前计提业绩绩效所致。单 Q3 销售净利率同比-1.2pct，主要系产品结构扰动。

省内主动承担增长压力，省外主动放慢经营节奏。分区域看，省内/省外营收同比+69.5%/-2.0%，区域增长出现分化主要系：1）品味舍得省外主要以商务宴请为主，占比约 60-70%；2）Q3 部分定制开发、电商渠道、藏品平台公司营收统计口径计入省内；3）上年省内疫情扰动存在基数效应，今年省内宴席市场恢复质量较高。从渠道招商看，单三季度公司经销商增加 148 家，预计系舍之道扁平化招商所致。从在手订单看，三季度末公司合同负债 3.26 亿元，环比-1.83 亿，同比-10%。从收现比看，单 Q3 收现同比-17%，经营性现金净额-0.59 亿元（同比-109%），主要受到宏观需求波动影响。

员工持股锚定长期增长，基本面底部静待需求复苏。前期，公司已相继推出股权激励和员工持股计划，实现管理层和核心员工的深度绑定。今年受到复苏节奏和场景分化的影响，公司需要在增长速度和质量上做平衡，2024 年随着经济企稳，公司业绩有望环比改善。

风险提示：需求复苏不及预期；竞争加剧；政策风险等。

投资建议：下修此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年实现营收约 67.41/79.91/95.02 亿元（前值为 76.16/94.74/112.89 亿元，下修 11%/16%/16%），同比增长 11.3%/18.5%/18.9%；归母净利润 17.12/20.52/25.16 亿元（前值为 19.51/24.30/29.03 亿元，下修 12%/16%/13%），同比增长 1.6%/19.9%/22.6%；对应 PE 21.5/17.9/14.6X，我们维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,969	6,055.526	6,741.021	7,991.306	9,501.608
(+/-%)	83.8%	21.9%	11.3%	18.5%	18.9%
净利润(百万元)	1246	1,685.442	1,711.585	2,052.205	2,515.846
(+/-%)	114.3%	35.3%	1.6%	19.9%	22.6%
每股收益(元)	3.75	5.06	5.14	6.16	7.55
EBIT Margin	32.7%	35.1%	32.2%	32.5%	33.6%
净资产收益率 (ROE)	26.0%	26.6%	22.7%	22.9%	23.5%
市盈率 (PE)	29.4	21.8	21.5	17.9	14.6
EV/EBITDA	23.1	18.0	17.8	14.9	12.3
市净率 (PB)	7.64	5.81	4.88	4.10	3.43

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

证券分析师：李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn

liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	114.18 元
总市值/流通市值	38042/37896 百万元
52 周最高价/最低价	215.10/104.07 元
近 3 个月日均成交额	963.80 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）-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
- 《舍得酒业（600702.SH）-管理层落定护航成长，春节旺季需求回补显著》——2023-01-31
- 《舍得酒业（600702.SH）-股权激励绑定核心管理层，老酒战略持续引领全国化扩张》——2022-10-18
- 《舍得酒业（600702.SH）-品味舍得战略性提价，关注国庆宴席需求回补情况》——2022-09-29

前三季度收入双位数增长，全年股权激励目标有望达成。前三季度，公司实现营业收入总收入 52.45 亿元，同比+13.62%；实现归母净利润 12.95 亿元，同比+7.93%；实现扣非归母净利润 12.56 亿元，同比+8.42%。单三季度，公司实现营业收入 17.17 亿元，同比+7.86%；实现归母净利润 3.75 亿元，同比+3.01%；实现扣非归母净利润 3.58 亿元，同比+3.15%。

单 Q3 毛利率略有承压，舍之道等增长较为明显。单 Q3 中高档酒/低档酒实现营收 13.92/1.80 亿元，同比+3.5%/20.7%，主要系大众宴席复苏下舍之道等产品增速较快，商务需求相对承压，进而带动整体毛利率下滑 4.0pcts。费用端看，单 Q3 销售费用率同比+2.8pcts，预计系公司双节旺季增投渠道费用，拉动渠道动销；管理费用率同比-2.5pcts，预计系上年同期提前计提业务绩效所致。单 Q3 销售净利率同比-1.2pct，主要系产品结构扰动。

省内主动承担增长压力，省外主动放慢经营节奏。分区域看，省内/省外营收同比+69.5%/-2.0%，区域增长出现分化主要系：1) 品味舍得省外主要以商务宴请为主，占比约 60-70%；2) Q3 部分定制开发、电商渠道、藏品平台公司营收统计口径计入省内；3) 上年省内疫情扰动存在基数效应，今年省内宴席市场恢复质量较高。从渠道招商看，单三季度公司经销商增加 148 家，预计系舍之道扁平化招商所致。从在手订单看，三季度末公司合同负债 3.26 亿元，环比-1.83 亿，同比-10%。从收现比看，单 Q3 收现同比-17%，经营性现金净额-0.59 亿元（同比-109%），主要受到宏观需求波动影响。

员工持股锚定长期增长，基本面底部静待需求复苏。前期，公司已相继推出股权激励和员工持股计划，实现管理层和核心员工的深度绑定。今年受到复苏节奏和场景分化的影响，公司需要在增长速度和质量上做平衡，2024 年随着经济企稳，公司业绩有望环比改善。

投资建议：下修此前盈利预测，我们预计 2023-2025 年实现营收约 67.41/79.91/95.02 亿元（前值为 76.16/94.74/112.89 亿元，下修 11%/16%/16%），同比增长 11.3%/18.5%/18.9%；归母净利润 17.12/20.52/25.16 亿元（前值为 19.51/24.30/29.03 亿元，下修 12%/16%/13%），同比增长 1.6%/19.9%/22.6%；对应 PE 21.5/17.9/14.6X，我们维持“买入”评级。

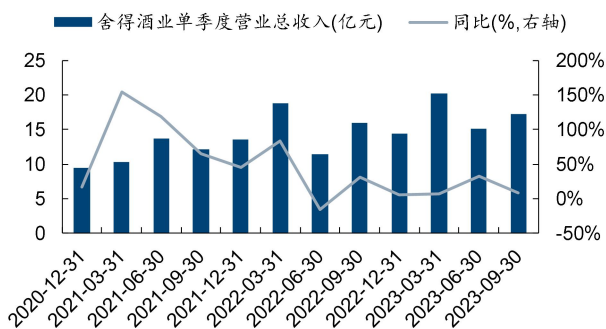
表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 10 月 26 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600809.SH	山西汾酒	买入	242.88	2,963.0	8.5	10.6	12.6	28.6	22.8	19.2
000799.SZ	酒鬼酒	买入	74.80	243.0	5.5	7.3	4.7	13.5	10.3	15.9
600702.SH	舍得酒业	买入	110.30	367.5	5.1	6.2	7.6	21.5	17.9	14.6

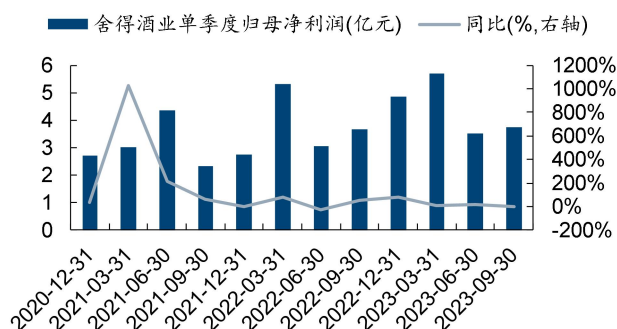
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1: 舍得酒业单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

图2: 舍得酒业单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

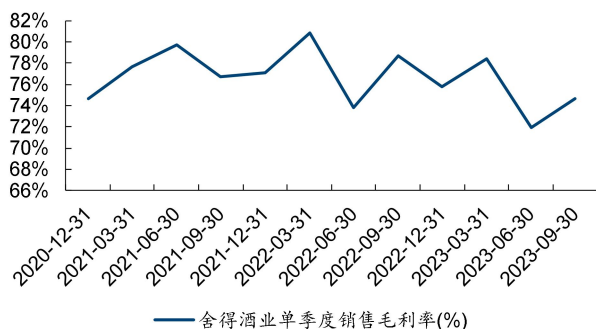


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



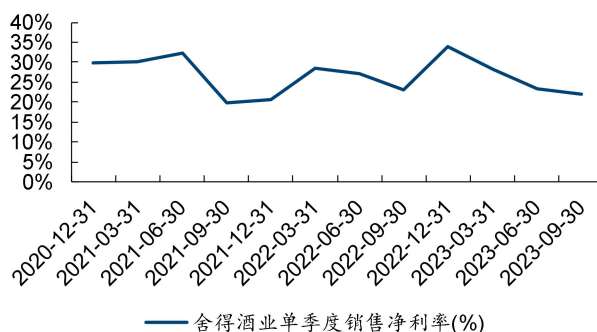
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 舍得酒业单季度销售毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 舍得酒业单季度销售净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1973	2448	3741	4327	5320	营业收入	4969	6056	6741	7991	9502
应收款项	241	296	329	390	464	营业成本	1102	1349	1657	1941	2280
存货净额	2794	3583	4133	4819	5669	营业税金及附加	731	903	979	1162	1383
其他流动资产	167	132	147	175	208	销售费用	876	1016	1180	1398	1663
流动资产合计	6590	7767	9659	11020	12969	管理费用	603	587	653	771	867
固定资产	964	1514	2042	2586	3158	研发费用	33	76	101	120	114
无形资产及其他	304	303	291	279	267	财务费用	(20)	(41)	(76)	(99)	(119)
投资性房地产	221	199	199	199	199	投资收益	4	3	3	4	3
长期股权投资	14	14	14	14	14	资产减值及公允价值变动	18	41	23	27	30
资产总计	8093	9798	12205	14098	16608	其他收入	(25)	(50)	(101)	(120)	(114)
短期借款及交易性金融负债	0	11	11	11	11	营业利润	1674	2236	2274	2728	3347
应付款项	552	899	955	1113	1310	营业外净收支	10	11	11	11	11
其他流动负债	2456	2222	3344	3601	4114	利润总额	1685	2246	2284	2739	3358
流动负债合计	3008	3133	4310	4725	5435	所得税费用	414	546	557	668	819
长期借款及应付债券	0	25	25	25	25	少数股东损益	25	15	15	18	23
其他长期负债	88	103	122	147	167	归属于母公司净利润	1246	1685	1712	2052	2516
长期负债合计	88	128	147	172	192	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3097	3260	4456	4898	5627	净利润	1246	1685	1712	2052	2516
少数股东权益	202	208	221	237	256	资产减值准备	(7)	(3)	0	0	0
股东权益	4794	6329	7528	8964	10725	折旧摊销	98	99	149	202	248
负债和股东权益总计	8093	9798	12205	14098	16608	公允价值变动损失	(18)	(41)	(23)	(27)	(30)
						财务费用	(20)	(41)	(76)	(99)	(119)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1281	(664)	598	(334)	(228)
每股收益	3.75	5.06	5.14	6.16	7.55	其它	30	15	13	15	19
每股红利	0.34	0.80	1.54	1.85	2.27	经营活动现金流	2630	1093	2449	1909	2524
每股净资产	14.44	19.00	22.59	26.90	32.19	资本开支	0	(674)	(642)	(707)	(777)
ROIC	32.64%	37.40%	35%	41%	42%	其它投资现金流	(1416)	108	0	0	0
ROE	25.98%	26.63%	23%	23%	23%	投资活动现金流	(1316)	(566)	(642)	(707)	(777)
毛利率	78%	78%	75%	76%	76%	权益性融资	(0)	80	0	0	0
EBIT Margin	33%	35%	32%	33%	34%	负债净变化	0	25	0	0	0
EBITDA Margin	35%	37%	34%	35%	36%	支付股利、利息	(113)	(265)	(513)	(616)	(755)
收入增长	84%	22%	11%	19%	19%	其它融资现金流	(463)	349	0	0	0
净利润增长率	114%	35%	2%	20%	23%	融资活动现金流	(689)	(52)	(513)	(616)	(755)
资产负债率	41%	35%	38%	36%	35%	现金净变动	625	475	1293	586	992
股息率	0.3%	0.7%	1.4%	1.7%	2.1%	货币资金的期初余额	1348	1973	2448	3741	4327
P/E	29.4	21.8	21.5	17.9	14.6	货币资金的期末余额	1973	2448	3741	4327	5320
P/B	7.6	5.8	4.9	4.1	3.4	企业自由现金流	0	370	1747	1126	1658
EV/EBITDA	23.1	18.0	17.8	14.9	12.3	权益自由现金流	0	744	1804	1201	1747

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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