

# 舍得酒业 (600702.SH)

## 大众价位复苏明显，持续聚焦库存去化

买入

### 核心观点

**2023年大众价位产品占比提升，公司阶段性选择收入优先。**2023年中高档酒/低档酒实现营收56.55/9.05亿元，同比增长16.0%/16.1%。其中，200元价位和高线光瓶赛道相对占优，预计舍之道增长30-40%、T68接近实现翻倍增长、品味舍得实现小幅度增长。从毛利率看，2023年整体毛利率下滑3.2pcts，中高档酒/低档酒毛利率同比下滑1.3/0.8pcts，预计主要系：1) 夜郎古酒并表的影响；2) 天马玻璃投产；3) T68等低档酒增长相对明显；4) 新窖池投产在成本端挤压等。从费用端看，2023年销售费用率同比提升1.4pcts，主要系公司逆势加大人才储备，职工薪酬同比增长约40%。2023年公司持续推动内部管理精益，带动管理费用率同比下滑0.7pct。

**2023Q4公司聚焦促动销去库存，利润增速相对承压。**2023Q4中高档酒/低档酒实现收入15.05/2.12亿元，同比+33.8%/-1.7%，预计系四季度商务场景占比相对较高，公司增投渠道费用追赶全年销售任务。从产品结构看，2023Q4整体毛利率下滑3.5pcts，预计系产品结构及增投费用促动销等。从费用端看，2023Q4销售费用率同比+3.0pcts，预计系费用兑付季度间扰动；2023Q4管理费用率同比+2.9pcts，预计系团队绩效奖金兑付等。利润端看，单Q4利润同比下滑，预计系阶段性产品结构和费用兑付所致。

**公司在手合同负债充足，经营性现金流净额阶段性承压。**2023Q4末合同负债约2.77亿元，环比下滑0.49亿元，同比-7.0%。2023年公司收现+22.4%，增速快于收入增速，预计系基数效应等；经营性现金流净额同比-31%，预计系本年支付采购货款、广告宣传及市场开发费用增加所致。

**组织裂变激发组织活力，费效比提升或是2024年核心。**公司在营销公司层面进行组织裂变，或将提升组织经营效率：1) 流程简化，让“听的见炮火声”的人做决策；2) 费投更加精准，各个销售公司将更多聚焦费效比；3) 中后台赋能更加扁平，2024年公司持续对组织模式精细化微调。

**风险提示：**需求复苏不及预期；改革不及预期；竞争加剧等。

**投资建议：**考虑到商务需求复苏具有较强不确定性及聚焦渠道库存去化，下修此前盈利预测并引入2026年，预计2024-2026年实现营收约77.94/87.90/97.73亿元（2024-2025年前值为79.91/95.02亿元，下修2.5%/8.1%），同比增长10.1%/12.8%/11.2%；归母净利润18.76/21.40/23.88亿元（2024-2025年前值为20.52/25.16亿元，下修9.4%/17.6%），同比增长5.9%/14.0%/11.6%；对应PE14.3/12.5/11.2X，我们维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,056	7,080.957	7,794.276	8,789.719	9,772.745
(+/-%)	21.9%	16.9%	10.1%	12.8%	11.2%
净利润(百万元)	1685	1,771.304	1,876.276	2,139.665	2,387.853
(+/-%)	35.3%	5.1%	5.9%	14.0%	11.6%
每股收益(元)	5.06	5.32	5.63	6.42	7.17
EBIT Margin	35.1%	31.5%	30.2%	30.5%	30.7%
净资产收益率(ROE)	26.6%	24.5%	22.0%	21.3%	20.4%
市盈率(PE)	15.9	15.1	14.3	12.5	11.2
EV/EBITDA	13.5	12.8	12.1	10.6	9.5
市净率(PB)	4.24	3.71	3.14	2.67	2.29

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒II

证券分析师：张向伟 021-60933131 zhangxiangwei@guosen.com.cn S0980523090001  
 证券分析师：李文华 021-60375461 liwenhua2@guosen.com.cn S0980523070002

联系人：张未艾

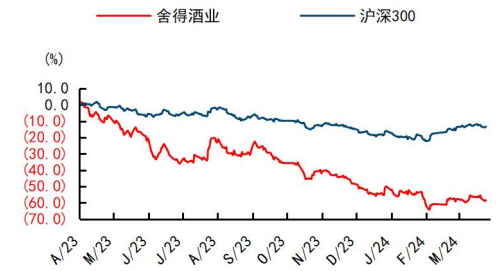
021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	80.45元
总市值/流通市值	26803/26731百万元
52周最高价/最低价	204.55/68.00元
近3个月日均成交额	905.63百万元

#### 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)-适度调整经营节奏，静待需求时钟切换》——2023-10-28
- 《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)-管理层落地护航成长，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

**2023 年利润增速慢于收入增速，系经营节奏阶段性调整。**2023 年公司实现营业总收入 70.81 亿元，同比+16.93%；实现归母净利润 17.71 亿元，同比+5.09%，扣非归母净利润 17.16 亿元，同比+5.61%。其中，2023Q4 公司实现营业总收入 18.36 亿元，同比+27.58%；实现归母净利润 4.76 亿元，同比-1.90%，扣非归母净利润 4.60 亿元，同比-1.38%。

**2023 年大众价位产品占比提升，公司阶段性选择收入优先。**2023 年中高档酒/低档酒实现营收 56.55/9.05 亿元，同比增长 16.0%/16.1%，预计在消费分级下，商务场景和次高端价位需求复苏相对较慢。其中，200 元价位和高线光瓶赛道相对占优，预计舍之道增长 30-40%、T68 接近实现翻番增长、品味舍得实现小幅度增长（需要一定调整期，控价是品味舍得的首要任务）。我们预计 2024 年在需求否弱复苏下，沱牌 T68 和舍之道或将贡献较大业绩增量，品味舍得仍需静待商务需求复苏。从毛利率看，2023 年整体毛利率下滑 3.2pcts，中高档酒/低档酒毛利率同比下滑 1.3/0.8pcts，预计主要系：1）夜郎古酒并表的影响；2）天马玻璃投产，一定程度上拉低整体毛利率；3）沱牌复兴战略下，T68 等低档酒增长相对明显；4）新窖池投产在成本端挤压等。预计 2024 年商务场景复苏、宴席场景增速放缓或带动整体毛利率企稳，后续成本端扰动或逐期弱化。从费用端看，2023 年销售费用率同比提升 1.4pcts，主要系公司逆势加大人才储备，职工薪酬同比增长约 40%。2023 年公司持续推动内部管理精益，提高整体费效比，带动管理费用率同比下滑 0.7pct。从利润端看，2023 年公司净利率同比下滑 3.1pcts，主要毛利率承压、费用端略有扩张所致，预计公司 2024 年将以收入为战略优先项。

**2023Q4 公司聚焦促动销去库存，利润增速相对承压。**2023Q4 中高档酒/低档酒实现收入 15.05/2.12 亿元，同比+33.8%/-1.7%，预计系四季度商务场景占比相对较高，公司增投渠道费用追赶全年销售任务。从产品结构看，2023Q4 整体毛利率下滑 3.5pcts，预计系产品结构及增投费用促动销等。从费用端看，2023Q4 销售费用率同比+3.0pcts，预计系费用兑付季度间扰动；2023Q4 管理费用率同比+2.9pcts，预计系团队绩效奖金兑付等。利润端看，单 Q4 利润同比下滑，预计系阶段性产品结构和费用兑付所致。

**公司在手合同负债充足，经营性现金流净额阶段性承压。**2023Q4 末合同负债约 2.77 亿元，环比下滑 0.49 亿元，同比-7.0%，预计系 2023Q4 商务需求等相对承压。2023 年公司收现+22.4%，增速快于收入增速，预计系基数效应等；经营性现金流净额同比-31%，预计系本年支付采购货款、广告宣传及市场开发费用增加所致。

**组织裂变激发组织活力，费效比提升或是 2024 年核心。**公司在营销公司层面进行组织裂变，将舍得事业部、沱牌事业部及互联网事业部采取虚拟化公司制。从实际运作上，组织裂变或将提升组织经营效率：1）流程简化，本次组织变革将实现内部流程简化，让“听的见炮火声”的人做决策；2）费投更加精准，各个销售公司将更多聚焦费效比，有望提升费用的 ROI；3）中后台赋能更加扁平，公司在销售公司层面实现营销前台和中后台的拉通。我们认为，舍得酒业在 2024 年持续对组织模式进行精细化微调，将极大地提升整体经营效率，为老酒战略保驾护航。

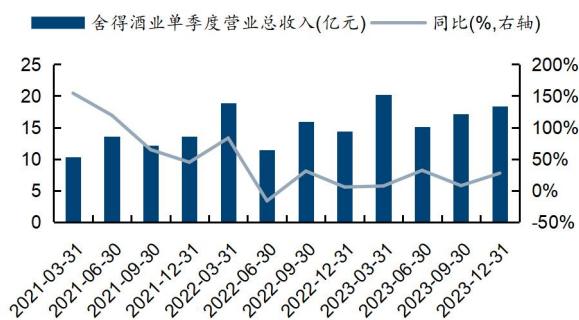
**投资建议：**考虑到商务需求复苏具有较强不确定性及公司聚焦渠道库存去化，下修此前盈利预测并引入 2026 年，我们预计 2024-2026 年实现营收约 77.94/87.90/97.73 亿元（2024-2025 年前值为 79.91/95.02 亿元，下修 2.5%/8.1%），同比增长 10.1%/12.8%/11.2%；归母净利润 18.76/21.40/23.88 亿元（2024-2025 年前值为 20.52/25.16 亿元，下修 9.4%/17.6%），同比增长 5.9%/14.0%/11.6%；对应 PE 14.3/12.5/11.2X，我们维持“买入”评级。

表1: 可比公司盈利预测及估值 (更新至 2024 年 03 月 26 日)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600809.SH	山西汾酒	买入	250.18	3,052.1	8.5	10.6	12.6	29.5	23.5	19.8
000799.SZ	酒鬼酒	买入	58.64	190.5	1.8	2.1	2.6	31.8	27.9	22.4
600702.SH	舍得酒业	买入	80.45	268.0	5.3	5.6	6.4	15.1	14.3	12.5

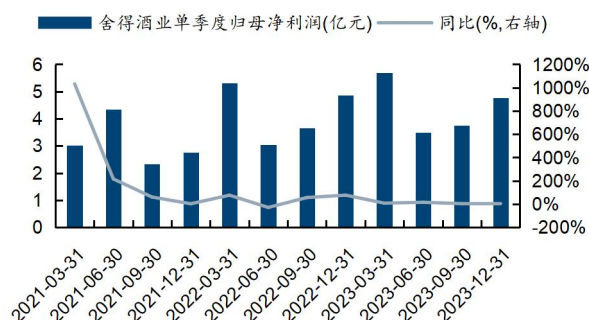
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

图1: 舍得酒业单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



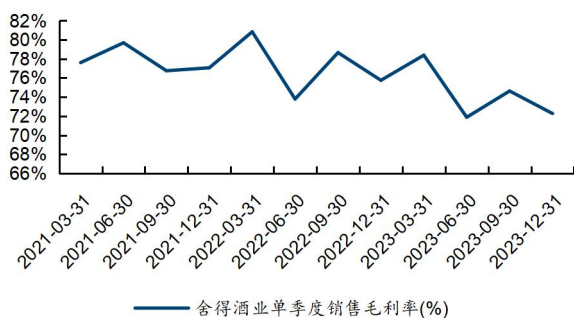
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 舍得酒业单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



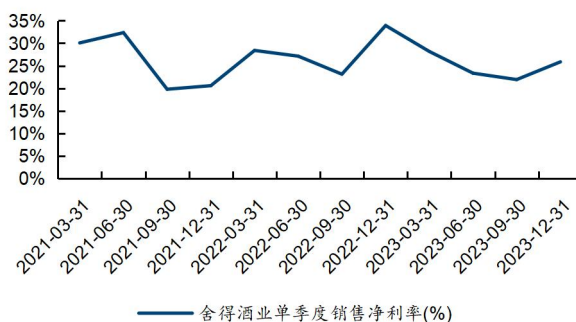
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2448	2422	3456	3780	4446	营业收入	6056	7081	7794	8790	9773
应收款项	296	530	584	658	732	营业成本	1349	1806	2034	2288	2541
存货净额	3583	4424	4829	5353	5890	营业税金及附加	903	1015	1112	1258	1400
其他流动资产	132	116	128	144	161	销售费用	1016	1290	1461	1624	1794
<b>流动资产合计</b>	<b>7767</b>	<b>8094</b>	<b>9599</b>	<b>10537</b>	<b>11831</b>	管理费用	587	636	716	806	894
固定资产	1514	2325	3103	3897	4728	研发费用	76	108	117	132	147
无形资产及其他	303	417	400	383	367	财务费用	(41)	(28)	(67)	(84)	(97)
投资性房地产	199	260	260	260	260	投资收益	3	8	5	5	5
长期股权投资	14	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	41	22	25	25	25
<b>资产总计</b>	<b>9798</b>	<b>11116</b>	<b>13381</b>	<b>15097</b>	<b>17205</b>	其他收入	(50)	(89)	(117)	(132)	(147)
短期借款及交易性金融负债	11	92	92	92	92	营业利润	2236	2304	2450	2797	3124
应付款项	899	968	1068	1183	1302	营业外净收支	11	26	20	20	20
其他流动负债	2222	2342	3170	3256	3556	<b>利润总额</b>	<b>2246</b>	<b>2330</b>	<b>2470</b>	<b>2817</b>	<b>3144</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3133</b>	<b>3401</b>	<b>4330</b>	<b>4531</b>	<b>4950</b>	所得税费用	546	558	593	676	754
长期借款及应付债券	25	39	39	39	39	少数股东损益	15	1	1	1	1
其他长期负债	103	114	137	153	170	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1685</b>	<b>1771</b>	<b>1876</b>	<b>2140</b>	<b>2388</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>128</b>	<b>153</b>	<b>176</b>	<b>192</b>	<b>209</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3260</b>	<b>3554</b>	<b>4506</b>	<b>4723</b>	<b>5159</b>	净利润	1685	1771	1876	2140	2388
少数股东权益	208	328	329	330	331	资产减值准备	(3)	0	0	0	0
股东权益	6329	7233	8546	10044	11716	折旧摊销	99	147	225	305	373
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9798</b>	<b>11116</b>	<b>13381</b>	<b>15097</b>	<b>17205</b>	公允价值变动损失	(41)	(22)	(25)	(25)	(25)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(41)	(28)	(67)	(84)	(97)
每股收益	5.06	5.32	5.63	6.42	7.17	营运资本变动	(664)	(921)	481	(397)	(192)
每股红利	0.80	1.51	1.69	1.93	2.15	其它	15	1	1	1	1
每股净资产	19.00	21.71	25.65	30.15	35.16	<b>经营活动现金流</b>	<b>1093</b>	<b>976</b>	<b>2558</b>	<b>2023</b>	<b>2545</b>
ROIC	37.40%	28.06%	26%	27%	26%	资本开支	0	(961)	(961)	(1057)	(1163)
ROE	26.63%	24.49%	22%	21%	20%	其它投资现金流	108	706	0	0	0
毛利率	78%	75%	74%	74%	74%	<b>投资活动现金流</b>	<b>108</b>	<b>(260)</b>	<b>(961)</b>	<b>(1057)</b>	<b>(1163)</b>
EBIT Margin	35%	31%	30%	31%	31%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	34%	33%	34%	34%	负债净变化	25	14	0	0	0
收入增长	22%	17%	10%	13%	11%	支付股利、利息	(265)	(503)	(563)	(642)	(716)
净利润增长率	35%	5%	6%	14%	12%	其它融资现金流	(245)	234	0	0	0
资产负债率	35%	35%	36%	33%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(726)</b>	<b>(743)</b>	<b>(563)</b>	<b>(642)</b>	<b>(716)</b>
股息率	1.0%	1.9%	2.1%	2.4%	2.7%	<b>现金净变动</b>	<b>475</b>	<b>(26)</b>	<b>1034</b>	<b>324</b>	<b>666</b>
P/E	15.9	15.1	14.3	12.5	11.2	货币资金的期初余额	1973	2448	2422	3456	3780
P/B	4.2	3.7	3.1	2.7	2.3	货币资金的期末余额	2448	2422	3456	3780	4446
EV/EBITDA	13.5	12.8	12.1	10.6	9.5	企业自由现金流	0	(42)	1533	890	1297
						权益自由现金流	0	207	1584	954	1370

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提及的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