

舍得酒业 (600702)

2024 年三季报点评: 降速调控, 缓而图之
增持 (维持)

2024 年 10 月 29 日

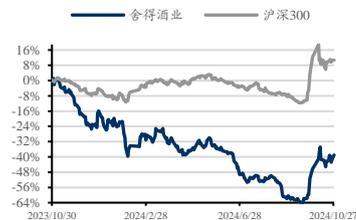
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6056	7081	5818	6238	6997
同比 (%)	21.86	16.93	(17.83)	7.21	12.17
归母净利润 (百万元)	1,685.44	1,771.30	918.15	1,033.39	1,186.08
同比 (%)	35.31	5.09	(48.17)	12.55	14.78
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.06	5.32	2.76	3.10	3.56
P/E (现价&最新摊薄)	13.47	12.82	24.73	21.98	19.15

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 24Q3 财报, 前三季度实现营收、归母净利润 44.6、6.7 亿元, 同比-15.0%、-48.3%; 单三季度实现营收、归母净利润 11.9、0.8 亿元, 同比-30.9%、-79.2%。Q3 公司延续次高端主力产品控量稳价策略, 收入阶段性承压, 同时产品结构及负规模效应拖累利润表现。
- **Q3 收入降速符合预期, 舍之道帮助承接过渡。** 24Q3 公司酒类收入同比下滑 33.2%, 收入体量环比 Q2 基本一致, 同比增速较 Q2 进一步回落, 主因旺季舍得仍延续严格的控货稳价节奏。1) **分产品看:** Q3 公司中高档/普通酒收入分别同比下滑 35.6%、14.9%, 其中, 正贡献主要有: 舍之道同比保持约 20% 增长, 沱牌光瓶 T68 等产品小体量实现快速增长; 负拖累体现为: 品味舍得及更高价位产品明显下滑, 沱牌定制产品有所收缩。2) **分区域看:** 24Q3 省内/省外收入分别为 3.5/7.0 亿元, 同比分别下滑 21.6%、37.8%, 省内年初以来下滑幅度仍好于省外, 其中成都及遂宁大本营经过控货调控, 目前批价整治亦显现成效。3) 24Q3 公司经销商队伍基本保持稳定, 期末经销商数量 2763 家, 环比减少 46 家。
- **毛销差持续承压, 费用端管控加强。** 1) **收现端:** Q3 季末公司合同负债 1.7 亿元, 同比回落 1.5 亿元, 环比略增 0.1 亿元, 单季收现比为 0.96, 现金流保持稳定。2) **利润端:** Q3 公司净利率同比大幅下降 15.5pct 至 6.3%, 主系毛销差表现恶化。①Q3 毛利率同比-10.9pct 至 63.7%, 主因品味控货拉低产品结构。Q4 考虑开门红舍得打款适度兑现, 结构或较 Q3 有所改善。②Q3 公司销售、管理费用 (含研发) 分别同比下降 20.0%、33.9%, 费率分别同比变化+3.4pct、-0.6pct。收入承压背景下公司优化渠道费用投放, 加强总部减支力度, 强抓管理效益。
- **回购彰显信心, 期待蝶变跃升。** 公司公告拟以自有资金 1~2 亿元回购公司股份用于员工持股计划或股权激励, 回购价格上限为 91 元/股。按价格上限测算, 本次回购股份数量约占总股本比例的 0.33~0.66%。公司新总裁自 2023 年底上任, 目前已全面统管销售工作, 有望积极发挥此前在消费品领域的现代化管理经验, 补强公司战略规划及顶层认知。24Q3 公司立足长期, 一方面, 坚定去库稳价, 品味控货同时加强价格梳理, 主动化解渠道风险; 另一方面, 规划通过数字化手段加强宴席市场份额抢占, 并推动舍得渠道下沉“百县千镇”, 积极开拓增量需求。未来伴随动销去库效果显现, 预期 2025 年有望走出业绩低谷。
- **盈利预测与投资评级:** 公司舍得、沱牌双轮交替驱动, 舍得年内坚决去库调整, 来年轻装上阵更显从容; 沱牌因地制宜做强当地消费氛围, 有序推动全国化扩张。由于收入、毛利承压, 我们下调 2024-26 年归母净利润至 9.2、10.3、11.9 亿元 (前值为 11.5、12.5、14.4 亿元), 当前市值对应 2024-26 年 PE 为 24.7、22.0、19.1X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 经济向好不确定性, 成本及费用支出超预期, 低档酒增长不及预期。

市场数据

收盘价(元)	68.16
一年最低/最高价	39.56/124.20
市净率(倍)	3.20
流通 A 股市值(百万元)	22,647.49
总市值(百万元)	22,708.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.28
资产负债率(%LF)	36.25
总股本(百万股)	333.17
流通 A 股(百万股)	332.27

相关研究

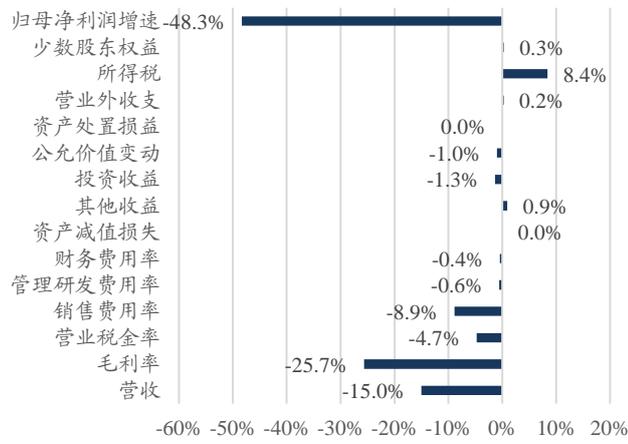
《舍得酒业(600702): 2024 年半年报点评: 主动调整, 砥砺前行》

2024-08-22

《舍得酒业(600702): 2024Q1 季报点评: 收入符合预期, 期待弹性重现》

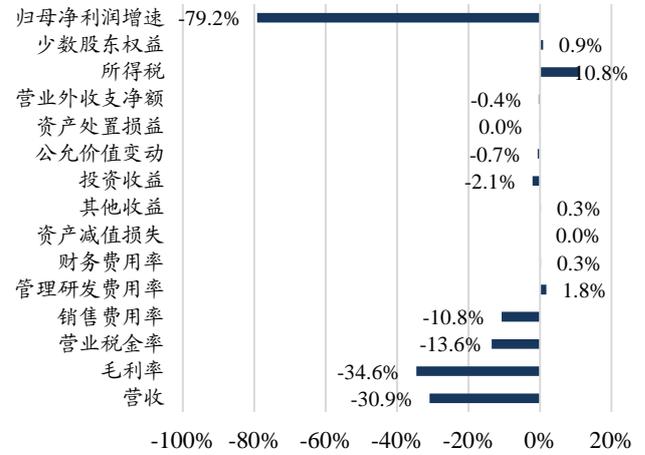
2024-04-26

图1: 24Q1~Q3 舍得酒业归母利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q3 舍得酒业归母利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

舍得酒业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,094	6,546	5,451	3,918	营业总收入	7,081	5,818	6,238	6,997
货币资金及交易性金融资产	3,023	3,372	2,063	1,061	营业成本(含金融类)	1,806	1,879	2,010	2,246
经营性应收款项	557	149	301	156	税金及附加	1,015	844	908	1,014
存货	4,424	2,877	2,917	2,561	销售费用	1,290	1,215	1,271	1,420
合同资产	0	0	0	0	管理费用	636	630	644	685
其他流动资产	90	149	171	139	研发费用	108	103	98	93
非流动资产	3,022	4,942	6,364	7,791	财务费用	(28)	(24)	(17)	(10)
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	18	19	20	21
固定资产及使用权资产	1,617	2,749	2,770	2,792	投资净收益	8	4	3	3
在建工程	726	1,534	2,945	4,356	公允价值变动	22	6	6	7
无形资产	417	417	417	417	减值损失	0	(6)	(7)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	5	6	6
长期待摊费用	38	18	8	3	营业利润	2,304	1,200	1,352	1,580
其他非流动资产	205	205	205	205	营业外净收支	26	12	23	12
资产总计	11,116	11,488	11,815	11,710	利润总额	2,330	1,212	1,375	1,593
流动负债	3,401	3,527	3,518	3,093	减:所得税	558	291	331	382
短期借款及一年内到期的非流动负债	92	92	92	92	净利润	1,772	921	1,044	1,210
经营性应付款项	970	840	1,269	1,028	减:少数股东损益	1	3	10	24
合同负债	277	564	503	449	归属母公司净利润	1,771	918	1,033	1,186
其他流动负债	2,063	2,032	1,654	1,524	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.32	2.76	3.10	3.56
非流动负债	153	153	153	153	EBIT	2,245	1,166	1,326	1,558
长期借款	39	39	39	39	EBITDA	2,418	1,294	1,334	1,563
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.50	67.70	67.77	67.90
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	25.02	15.78	16.57	16.95
其他非流动负债	107	107	107	107	收入增长率(%)	16.93	(17.83)	7.21	12.17
负债合计	3,554	3,681	3,671	3,246	归母净利润增长率(%)	5.09	(48.17)	12.55	14.78
归属母公司股东权益	7,233	7,476	7,802	8,097					
少数股东权益	328	331	342	366					
所有者权益合计	7,561	7,807	8,144	8,464					
负债和股东权益	11,116	11,488	11,815	11,710					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	716	3,045	790	1,292	每股净资产(元)	21.71	22.44	23.42	24.30
投资活动现金流	(335)	(2,057)	(1,430)	(1,444)	最新发行在外股份(百万股)	333	333	333	333
筹资活动现金流	(576)	(675)	(707)	(891)	ROIC(%)	23.90	11.32	12.41	14.03
现金净增加额	(196)	312	(1,347)	(1,042)	ROE-摊薄(%)	24.49	12.28	13.24	14.65
折旧和摊销	173	129	7	4	资产负债率(%)	31.98	32.04	31.07	27.72
资本开支	(870)	(2,041)	(1,406)	(1,416)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.82	24.73	21.98	19.15
营运资本变动	(1,191)	2,016	(230)	101	P/B(现价)	3.14	3.04	2.91	2.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>