

舍得酒业 (600702.SH)

第三季度继续释放渠道风险，拟回购股份用于员工激励

中性

核心观点

2024年第三季度公司收入同比-30.9%，净利润同比-79.2%。2024年前三季度公司实现营业总收入44.60亿元，同比-15.0%；归母净利润6.69亿元，同比-48.3%。其中第三季度实现营业总收入11.89亿元，同比-30.9%；归母净利润0.78亿元，同比-79.2%。

第三季度需求继续走弱，收入降幅环比扩大。分产品看，2024Q3中高档酒收入8.97亿元/同比-35.66%，低档酒收入1.53亿元/同比-14.96%，增速排序和2024H1保持一致，T68（低基数下同比增长）>舍之道（持平或小幅下滑）>品味（较高双位数下滑）；同时公司坚持聚焦战略，调整定制产品，对低档酒产生影响。分区域看，2024Q3省内收入3.47亿元/同比-21.59%，省外收入7.03亿元/同比-37.86%。今年以来公司聚焦优势区域基地市场打造，深耕遂宁大本营市场，省内收入降幅较小；后续公司将遂宁样板市场经验复制至德州等其他6个基础较好的市场，夯实基本盘优势。截至9月底公司经销商数量共计2763家，环比6月底净减少46家；上半年公司补充较多舍之道和T68新商，Q3淘汰或出清部分资金承压、配合度较低的小商；公司当前以200-500w体量的中商为主，下行周期中经销商结构得到优化。

收入下滑叠加费用刚性投放，2024Q3净利率同比-15.31pcts。2024Q3毛销差同比-14.35pcts，主因1)产品结构下移；2)加大货折、费投力度以改善经销商盈利状况；3)销售人员薪酬提升。2024Q3税金及附加率同比+4.24pcts，系生产和销售节奏错期所致；管理费用率同比+0.15pcts。

降低经销商回款要求，收现延续承压趋势。2024Q3公司经营性现金流量净额-1.24亿元，销售收现11.47亿元/同比-21.4%，截至Q3末合同负债1.74亿元，环比6月底增加0.12亿元。7-8月白酒消费淡季经销商回款较弱，9月适当加大费用和政策力度促进旺季备货打款。

公司公告拟回购1-2亿元(含)的公司股份以用于员工持股计划或股权激励，回购股份价格不超过91元/股，计算本次回购股份数量占公司总股本比例0.33-0.66%。今年以来公司股价回调较多，回购提振公司发展及市场信心。

盈利预测与投资建议：短期白酒行业需求延续压力，次高端需求复苏对宏观经济依赖度高，公司动销、盈利端仍有较大压力。下调此前预测，预计2024/2025年公司收入56.43/60.94/67.45亿元，同比-20.3%/+8.0%/+10.7%（前值为-13.6%/+8.6%/+17.3%）；归母净利润10.71/11.77/13.19亿元，同比-39.6%/+9.9%/+12.1%（前值为-27.8%/+10.8%/+12.2%），当前股价对应21.1/19.3倍2024/2025年PE。考虑到今年公司主动释放渠道风险，业绩端压力较大，动销改善对经济复苏的依赖度较大，维持“中性”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压等。

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	5,643.425	6,094.337	6,745.285
(+/-%)	21.9%	16.9%	-20.3%	8.0%	10.7%
净利润(百万元)	1685	1,771.304	1,070.591	1,176.614	1,319.199
(+/-%)	35.3%	5.1%	-39.6%	9.9%	12.1%
每股收益(元)	5.06	5.32	3.21	3.53	3.96
EBIT Margin	35.1%	31.5%	23.2%	23.9%	24.5%
净资产收益率(ROE)	26.6%	24.5%	13.4%	13.4%	13.6%
市盈率(PE)	13.5	12.8	21.2	19.3	17.2
EV/EBITDA	11.7	11.1	17.1	14.9	13.1
市净率(PB)	3.59	3.14	2.84	2.58	2.33

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

联系人：张未艾

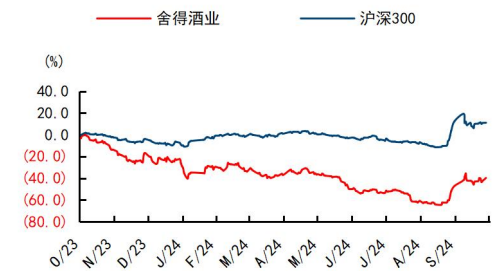
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	中性(下调)
合理估值	
收盘价	68.16元
总市值/流通市值	22709/22647百万元
52周最高价/最低价	124.20/39.56元
近3个月日均成交额	626.56百万元

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)-二季度收入及利润阶段性下滑，释放渠道风险》——2024-08-23
- 《舍得酒业(600702.SH)-产品结构略有承压，费效比提升初显成效》——2024-05-04
- 《舍得酒业(600702.SH)-大众价位复苏明显，持续聚焦库存去化》——2024-03-27
- 《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

2024年第三季度公司收入同比-30.9%，净利润同比-79.2%。2024年前三季度公司实现营业总收入44.60亿元，同比-15.0%；归母净利润6.69亿元，同比-48.3%。其中第三季度实现营业总收入11.89亿元，同比-30.9%；归母净利润0.78亿元，同比-79.2%。

第三季度需求继续走弱，收入降幅环比扩大。分产品看，2024Q3中高档酒收入8.97亿元/同比-35.66%，低档酒收入1.53亿元/同比-14.96%，增速排序和2024H1保持一致，T68（低基数下同比增长）>舍之道（持平或小幅下滑）>品味（较高双位数下滑）；同时公司坚持聚焦战略，调整定制产品，对低档酒产生影响。分区域看，2024Q3省内收入3.47亿元/同比-21.59%，省外收入7.03亿元/同比-37.86%。今年以来公司聚焦优势区域基地市场打造，深耕遂宁大本营市场，省内收入降幅较小；后续公司将遂宁样板市场经验复制至德州等其他6个基础较好的市场，夯实基本盘优势。截至9月底公司经销商数量共计2763家，环比6月底净减少46家；上半年公司补充较多舍之道和T68新商，Q3淘汰或出清部分资金承压、配合度较低的小商；公司当前以200-500w体量的中商为主，下行周期中经销商结构得到优化。

收入下滑叠加费用刚性投放，2024Q3净利率同比-15.31pcts。2024Q3毛销差同比-14.35pcts，主因1）产品结构下移；2）加大货折、费投力度以改善经销商盈利状况；3）销售人员薪酬提升。2024Q3税金及附加率同比+4.24pcts，系生产和销售节奏错期所致；管理费用率同比+0.15pcts。

降低经销商回款要求，收现延续承压趋势。2024Q3公司经营性现金流量净额-1.24亿元，销售收现11.47亿元/同比-21.4%，截至Q3末合同负债1.74亿元，环比6月底增加0.12亿元。7-8月白酒消费淡季经销商回款较弱，9月适当加大费用和政策力度促进旺季备货打款。

回购提振发展信心。公司公告拟回购1-2亿元（含）的公司股份以用于员工持股计划或股权激励，回购股份价格不超过91元/股，计算本次回购股份数量占公司总股本比例0.33-0.66%。今年以来公司股价回调较多，回购提振公司发展及市场信心。

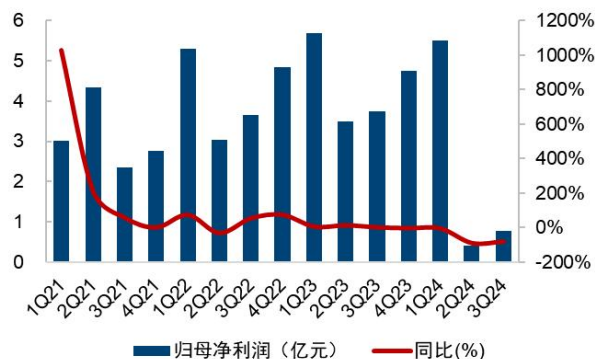
盈利预测与投资建议：短期白酒行业需求延续压力，次高端需求复苏对经济活跃度提升的依赖度较高，公司动销、盈利端仍有较大压力。下调此前预测，预计2024/2025年公司收入56.43/60.94/67.45亿元，同比-20.3%/+8.0%/+10.7%（前值为-13.6%/+8.6%/+17.3%）；归母净利润10.71/11.77/13.19亿元，同比-39.6%/+9.9%/+12.1%（前值为-27.8%/+10.8%/+12.2%），当前股价对应21.1/19.3倍2024/2025年PE。考虑到今年公司主动释放渠道风险，业绩端压力较大，动销改善对经济复苏的依赖度较大，维持“中性”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



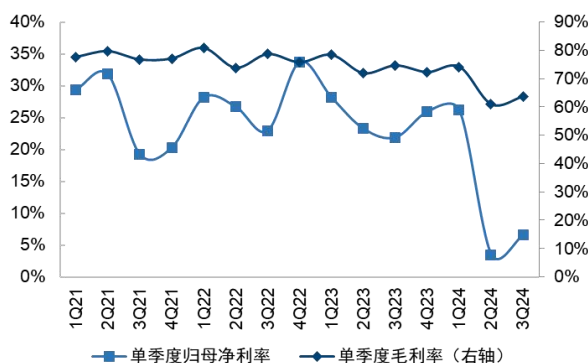
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



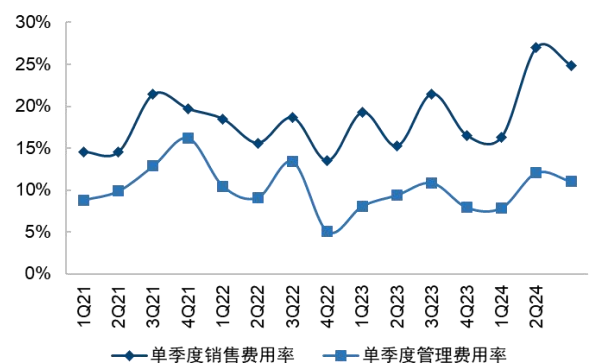
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 舍得酒业盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,081	6,119	6,648	5,643	6,094	-7.8%	-8.3%
收入同比增速%	16.9%	-13.6%	8.6%	-20.3%	8.0%	-6.72pcts	-0.65pcts
毛利率%	74.5%	75.2%	74.9%	74.0%	73.4%	-1.19pcts	-1.49pcts
销售费用率%	74.5%	22.0%	21.0%	23.0%	22.0%	1pcts	1pcts
管理费用率%	8.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	0pcts	0pcts
归母净利润 (百万元)	1,771	1,279	1,417	1,071	1,177	-16.3%	-17.0%
归母净利润同比增速%	5.1%	-27.8%	10.8%	-39.6%	9.9%	-11.76pcts	-0.89pcts
净利率%	25.0%	20.9%	21.3%	19.0%	19.3%	-1.93pcts	-2.01pcts
EPS (元)	5.32	3.84	4.25	3.21	3.53	-16.3%	-17.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/10/28	2024/10/28	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,565	19,659	864.2	976.5	22.7	20.1		
000858.SZ	五粮液	优于大市	154	5,977	337.8	376.9	17.7	15.9		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	143	2,100	152.0	174.4	13.8	12.0		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	204	2,494	128.6	153.5	19.4	16.3		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	87	1,314	102.3	108.3	12.8	12.1		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	55	177	3.7	4.3	47.9	41.1		

600702.SH	舍得酒业	中性	68	227	10.7	11.8	21.2	19.3
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	199	1,053	58.5	71.7	18.0	14.7
603589.SH	口子窖	优于大市	43	257	19.4	21.7	13.3	11.8
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	68	544	29.0	35.7	18.8	15.3
603369.SH	今世缘	优于大市	48	599	38.0	45.9	15.8	13.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除舍得酒业以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

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	3433	3230	3234	营业收入	6056	7081	5643	6094	6745
应收款项	296	530	423	456	505	营业成本	1349	1806	1466	1619	1793
存货净额	3583	4424	3504	3714	4046	营业税金及附加	903	1015	875	929	1025
其他流动资产	132	116	93	100	111	销售费用	1016	1290	1298	1341	1450
流动资产合计	7767	8094	8054	8103	8497	管理费用	587	636	581	626	691
固定资产	1514	2325	3103	3892	4718	研发费用	76	108	113	122	135
无形资产及其他	303	417	400	383	367	财务费用	(41)	(28)	(67)	(77)	(75)
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	20	20
资产总计	9798	11116	11837	12658	13861	其他收入	(50)	(89)	(113)	(122)	(135)
短期借款及交易性金融负债	11	92	92	92	92	营业利润	2236	2304	1408	1560	1750
应付款项	899	968	775	821	894	营业外净收支	11	26	20	10	10
其他流动负债	2222	2342	2483	2417	2607	利润总额	2246	2330	1428	1570	1760
流动负债合计	3133	3401	3350	3330	3593	所得税费用	546	558	357	392	440
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	归属于母公司净利润	1685	1771	1071	1177	1319
长期负债合计	128	153	176	192	209	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3260	3554	3526	3522	3802	净利润	1685	1771	1071	1177	1319
少数股东权益	208	328	329	329	330	资产减值准备	(3)	0	0	0	0
股东权益	6329	7233	7982	8806	9729	折旧摊销	99	147	225	305	373
负债和股东权益总计	9798	11116	11837	12658	13861	公允价值变动损失	(41)	(22)	(25)	(20)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	(41)	(28)	(67)	(77)	(75)
每股收益	5.06	5.32	3.21	3.53	3.96	营运资本变动	(664)	(921)	1023	(255)	(112)
每股红利	0.80	1.51	0.96	1.06	1.19	其它	15	1	0	0	1
每股净资产	19.00	21.71	23.96	26.43	29.20	经营活动现金流	1093	976	2293	1207	1562
ROIC	37.40%	28.06%	15%	16%	16%	资本开支	0	(961)	(961)	(1057)	(1163)
ROE	26.63%	24.49%	13%	13%	14%	其它投资现金流	108	706	0	0	0
毛利率	78%	75%	74%	73%	73%	投资活动现金流	108	(260)	(961)	(1057)	(1163)
EBIT Margin	35%	31%	23%	24%	24%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	34%	27%	29%	30%	负债净变化	25	14	0	0	0
收入增长	22%	17%	-20%	8%	11%	支付股利、利息	(265)	(503)	(321)	(353)	(396)
净利润增长率	35%	5%	-40%	10%	12%	其它融资现金流	(245)	234	0	0	0
资产负债率	35%	35%	33%	30%	30%	融资活动现金流	(726)	(743)	(321)	(353)	(396)
股息率	1.2%	2.2%	1.4%	1.6%	1.7%	现金净变动	475	(26)	1011	(203)	3
P/E	13.5	12.8	21.2	19.3	17.2	货币资金的期初余额	1973	2448	2422	3433	3230
P/B	3.6	3.1	2.8	2.6	2.3	货币资金的期末余额	2448	2422	3433	3230	3234
EV/EBITDA	11.7	11.1	17.1	14.9	13.1	企业自由现金流	0	(42)	1270	86	337
						权益自由现金流	0	207	1320	144	393

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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