

2023 年 02 月 01 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新管理层落地，春节动销良好

—舍得酒业（600702.SH）公司事件点评报告

买入(维持) 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

1 月 30 日，舍得酒业在公司总部召开 2023 年第一次临时股东大会。

基本数据

2023-01-31

| | |
|-------------|---------------|
| 当前股价（元） | 178.49 |
| 总市值（亿元） | 595 |
| 总股本（百万股） | 333 |
| 流通股本（百万股） | 331 |
| 52 周价格范围（元） | 117.11-203.99 |
| 日均成交额（百万元） | 1181.29 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《舍得酒业（600702）：业绩超预期，入局夜郎古》2022-10-27
- 2、《舍得酒业（600702）：股权激励终落地，团结一心向前看》2022-10-16
- 3、《舍得酒业（600702）：渠道留有余力，下半年全力以赴》2022-08-17

投资要点

■ 新管理层落地，战略方向不变

根据股东大会决议，董事会选举倪强先生为董事长，选举副董事长蒲吉洲先生为联席董事长，并聘任王勇先生、王维龙先生为公司副总裁。2021 年复星入主以来，助力舍得进行资源对接、管理改革等工作，前董事长张树平圆满卸任后豫园股份副总裁、执行总裁倪强顺利接棒，这体现复星对公司高度重视，为后续复星生态资源与公司深度融合打下坚实基础。我们认为新管理层将延续战略方向，继续坚持“老酒战略”和双品牌战略，叠加股权激励政策下激活经营活力，有望加速品牌复兴。

■ 春节反馈良好，会战持续进行

春节反馈来看，公司动销表现优异，扫码红包活动刺激消费，四川、山东、河南等地表现良好，我们预计库存水平已消化至正常水平。区域扩张方面，在聚焦深耕川冀鲁豫、东北、西北基础上，公司继续以会战模式开发重点城市，保持品味舍得大单品地位，同时重视中档产品舍之道布局。随着经济复苏及消费场景恢复，公司全国化进程有望加速。

■ 盈利预测

疫情常态化后，我们看好消费场景加快复苏，公司继续享次高端发展红利。考虑股权激励及公司中长期布局，我们略调整 2022-2024 年 EPS 为 4.85/6.12/7.72 元（前值分别为 4.42/5.59/7.27 元），当前股价对应 PE 分别为 37/29/23 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、舍得增速不及预期、老酒战略推进受阻、省外扩张不及预期等。

| 预测指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|-------|-------|--------|
| 主营收入（百万元） | 4,969 | 6,396 | 8,119 | 10,115 |
| 增长率（%） | 83.8% | 28.7% | 26.9% | 24.6% |
| 归母净利润（百万元） | 1,246 | 1,609 | 2,032 | 2,562 |
| 增长率（%） | 114.3% | 29.2% | 26.3% | 26.1% |
| 摊薄每股收益（元） | 3.75 | 4.85 | 6.12 | 7.72 |
| ROE（%） | 24.9% | 24.8% | 24.2% | 23.8% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 流动资产： | | | | | 营业收入 | 4,969 | 6,396 | 8,119 | 10,115 |
| 现金及现金等价物 | 1,973 | 3,044 | 4,630 | 6,887 | 营业成本 | 1,102 | 1,373 | 1,722 | 2,151 |
| 应收款 | 241 | 263 | 289 | 305 | 营业税金及附加 | 731 | 959 | 1,210 | 1,497 |
| 存货 | 2,794 | 2,875 | 3,053 | 3,199 | 销售费用 | 876 | 1,151 | 1,518 | 1,881 |
| 其他流动资产 | 1,583 | 2,108 | 2,444 | 2,559 | 管理费用 | 603 | 736 | 926 | 1,143 |
| 流动资产合计 | 6,590 | 8,290 | 10,415 | 12,950 | 财务费用 | -20 | -85 | -130 | -193 |
| 非流动资产： | | | | | 研发费用 | 33 | 42 | 53 | 66 |
| 金融类资产 | 1,416 | 1,916 | 2,216 | 2,316 | 费用合计 | 1,491 | 1,843 | 2,367 | 2,898 |
| 固定资产 | 858 | 860 | 826 | 780 | 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 98 | 39 | 16 | 6 | 公允价值变动 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 304 | 289 | 274 | 259 | 投资收益 | 4 | 4 | 3 | 2 |
| 长期股权投资 | 14 | 14 | 14 | 14 | 营业利润 | 1,674 | 2,234 | 2,830 | 3,577 |
| 其他非流动资产 | 229 | 229 | 229 | 229 | 加：营业外收入 | 19 | 12 | 10 | 9 |
| 非流动资产合计 | 1,503 | 1,431 | 1,358 | 1,289 | 减：营业外支出 | 8 | 5 | 6 | 7 |
| 资产总计 | 8,093 | 9,720 | 11,774 | 14,238 | 利润总额 | 1,685 | 2,241 | 2,834 | 3,579 |
| 流动负债： | | | | | 所得税费用 | 414 | 583 | 740 | 938 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 1,271 | 1,659 | 2,095 | 2,641 |
| 应付账款、票据 | 552 | 639 | 723 | 750 | 少数股东损益 | 25 | 50 | 63 | 79 |
| 其他流动负债 | 1,798 | 1,798 | 1,798 | 1,798 | 归母净利润 | 1,246 | 1,609 | 2,032 | 2,562 |
| 流动负债合计 | 3,008 | 3,138 | 3,299 | 3,379 | | | | | |
| 非流动负债： | | | | | 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 88 | 88 | 88 | 88 | 营业收入增长率 | 83.8% | 28.7% | 26.9% | 24.6% |
| 非流动负债合计 | 88 | 88 | 88 | 88 | 归母净利润增长率 | 114.3% | 29.2% | 26.3% | 26.1% |
| 负债合计 | 3,097 | 3,226 | 3,388 | 3,467 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 77.8% | 78.5% | 78.8% | 78.7% |
| 股本 | 332 | 332 | 332 | 332 | 四项费用/营收 | 30.0% | 28.8% | 29.2% | 28.6% |
| 股东权益 | 4,997 | 6,494 | 8,386 | 10,771 | 净利率 | 25.6% | 25.9% | 25.8% | 26.1% |
| 负债和所有者权益 | 8,093 | 9,720 | 11,774 | 14,238 | ROE | 24.9% | 24.8% | 24.2% | 23.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 资产负债率 | 38.3% | 33.2% | 28.8% | 24.4% |
| 净利润 | 1271 | 1659 | 2095 | 2641 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 25 | 50 | 63 | 79 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 折旧摊销 | 98 | 72 | 72 | 69 | 应收账款周转率 | 20.6 | 24.3 | 28.1 | 33.2 |
| 公允价值变动 | 15 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 0.4 | 0.8 | 1.0 | 1.1 |
| 营运资金变动 | 820 | 1 | -78 | -98 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 2229 | 1782 | 2152 | 2692 | EPS | 3.75 | 4.85 | 6.12 | 7.72 |
| 投资活动现金净流量 | -1045 | -443 | -243 | -45 | P/E | 47.6 | 36.8 | 29.2 | 23.1 |
| 筹资活动现金净流量 | -112 | -161 | -203 | -256 | P/S | 11.9 | 9.3 | 7.3 | 5.9 |
| 现金流量净额 | 1,071 | 1,178 | 1,706 | 2,391 | P/B | 12.4 | 9.5 | 7.3 | 5.7 |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。