

2023 年 02 月 09 日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

动销环比加快，继续聚焦核心产品

—舍得酒业（600702.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

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

基本数据

2023-02-08

当前股价（元）	184.55
总市值（亿元）	615
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）	1178.56

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）：新管理层落地，春节动销良好》2023-02-01
- 2、《舍得酒业（600702）：业绩超预期，入局夜郎古》2022-10-27
- 3、《舍得酒业（600702）：股权激励终落地，团结一心向前看》2022-10-16

春节动销同比加速，开瓶率大幅提升

春节期间终端动销较去年同期大幅增长，主要得益于舍得品牌知名度的提升及春节扫码活动力度的加大。今年春晚舍得作为合作品牌，通过“软广+硬广”相结合的方式强势加大加密品牌露出，加深品牌文化与形象。同时，今年春节扫码领红包及赢金条奖励，刺激消费者扫码开瓶，有效拉动终端消费，尤其是四川、河南、山东等传统优势市场。

全年思路清晰，全国化扩张提速

公司新管理层分工明确，复星继续深入赋能，2023 年计划将重点单品放量及核心城市开发作为增长点。**品牌方面：**公司仍坚持老酒战略不动摇，倪强总作为豫园轮值总裁，计划将豫园东方美学与舍得相结合，进一步提高舍得文化和品牌形象。**产品方面：**公司从超高端、次高端、高线光瓶三条主线布局，着力打造品味舍得和藏品十年两大单品，分别对标次高端和千元价位带；舍之道作为 100-200 元价位带热门婚宴单品，将继续在县级市场发力，并提高全产品宴席占比。**渠道方面：**公司实行养商战略，持续扩大原有经销商单商规模，目前年销售额 500 万以上经销商数量占比近 20%，未来仍将继续提高。2023 年公司费用率预计维持稳定，但费用投向将从渠道返利费用逐步转向终端，加大老酒盛宴、消费者品鉴等活动，加强与消费者互动，正面进行品牌宣传。**全国化扩张方面：**今年公司将借鉴重庆会战的经验，选择南京等 10 个城市进行精准布局。

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。公司提高对千元价格带布局重视，考虑公司具备品味舍得大单品放量的成功经验，叠加复星品牌赋能，期待藏品十年贡献增量，同时全国化战略聚焦 10 个城市，预计开展顺利。我们预计 2022-2024 年 EPS 为 4.85/6.12/7.72 元，当前股价对应 PE 分别为 38/30/24 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、品味舍得增速不及预期、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
流动资产：				
现金及现金等价物	1,973	3,044	4,630	6,887
应收款	241	263	289	305
存货	2,794	2,875	3,053	3,199
其他流动资产	1,583	2,108	2,444	2,559
流动资产合计	6,590	8,290	10,415	12,950
非流动资产：				
金融类资产	1,416	1,916	2,216	2,316
固定资产	858	860	826	780
在建工程	98	39	16	6
无形资产	304	289	274	259
长期股权投资	14	14	14	14
其他非流动资产	229	229	229	229
非流动资产合计	1,503	1,431	1,358	1,289
资产总计	8,093	9,720	11,774	14,238
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	552	639	723	750
其他流动负债	1,798	1,798	1,798	1,798
流动负债合计	3,008	3,138	3,299	3,379
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	88	88	88	88
非流动负债合计	88	88	88	88
负债合计	3,097	3,226	3,388	3,467
所有者权益				
股本	332	332	332	332
股东权益	4,997	6,494	8,386	10,771
负债和所有者权益	8,093	9,720	11,774	14,238

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1271	1659	2095	2641
少数股东权益	25	50	63	79
折旧摊销	98	72	72	69
公允价值变动	15	0	0	0
营运资金变动	820	1	-78	-98
经营活动现金净流量	2229	1782	2152	2692
投资活动现金净流量	-1045	-443	-243	-45
筹资活动现金净流量	-112	-161	-203	-256
现金流量净额	1,071	1,178	1,706	2,391

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,969	6,396	8,119	10,115
营业成本	1,102	1,373	1,722	2,151
营业税金及附加	731	959	1,210	1,497
销售费用	876	1,151	1,518	1,881
管理费用	603	736	926	1,143
财务费用	-20	-85	-130	-193
研发费用	33	42	53	66
费用合计	1,491	1,843	2,367	2,898
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	15	0	0	0
投资收益	4	4	3	2
营业利润	1,674	2,234	2,830	3,577
加：营业外收入	19	12	10	9
减：营业外支出	8	5	6	7
利润总额	1,685	2,241	2,834	3,579
所得税费用	414	583	740	938
净利润	1,271	1,659	2,095	2,641
少数股东损益	25	50	63	79
归母净利润	1,246	1,609	2,032	2,562

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	83.8%	28.7%	26.9%	24.6%
归母净利润增长率	114.3%	29.2%	26.3%	26.1%
盈利能力				
毛利率	77.8%	78.5%	78.8%	78.7%
四项费用/营收	30.0%	28.8%	29.2%	28.6%
净利率	25.6%	25.9%	25.8%	26.1%
ROE	24.9%	24.8%	24.2%	23.8%
偿债能力				
资产负债率	38.3%	33.2%	28.8%	24.4%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	20.6	24.3	28.1	33.2
存货周转率	0.4	0.8	1.0	1.1
每股数据(元/股)				
EPS	3.75	4.85	6.12	7.72
P/E	49.2	38.1	30.2	23.9
P/S	12.3	9.6	7.5	6.1
P/B	12.8	9.8	7.6	5.9

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。

■ 免责声明

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。