

2023年06月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

渠道坚持良性运作，信心坚定向前发展

—舍得酒业（600702.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

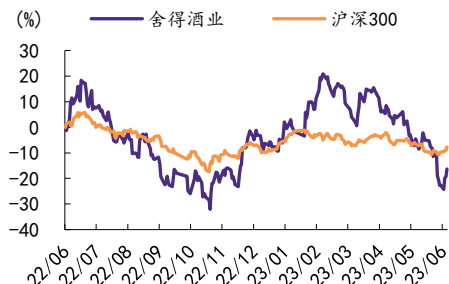
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-06-15

当前股价(元)	144.08
总市值(亿元)	480
总股本(百万股)	333
流通股本(百万股)	331
52周价格范围(元)	117.11-208.3
日均成交额(百万元)	1073.91

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《舍得酒业（600702）：继续深耕核心市场，渠道健康运作不变》 2023-05-20
- 《舍得酒业（600702）：业绩略超预期，二季度望加速》 2023-04-28
- 《舍得酒业（600702）：藏品十年全新上市，老酒战略坚定向前》 2023-04-11

渠道良性运行，坚定信心发展

渠道方面，公司坚持老酒战略与长期主义，发挥十大共享仓库作用，与经销商成为利益共同体，目前库存较年初优化较多且维持合理库存状态，其中舍得事业部库存表现更好。动销方面，婚宴市场回补带来舍之道等单品增速较快，品味舍得增速亦有良好表现；同时端午节临近，公司着力培养终端，以扫码抽奖形式增强市场活跃度。目前公司信心充足，以考核目标为锚坚定发展。

各事业部定位清晰，夜郎古贡献增量

事业部结构方面：1) 以舍得事业部为主，其中以品味舍得和舍之道为核心单品，站稳次高端价位带。2) 老酒事业部核心打造藏品十年，对标高端市场。3) 要客事业部打造鉴藏等高端圈层产品。4) 沱牌事业部聚焦高线光瓶 T68，未来作为百元价位第一大单品，目前增长势头良好。夜郎古方面，以夜郎古销售公司为唯一销售路径，次高端夜郎古大金奖收入占比 50% 以上，有望贡献增量。

盈利预测

我们预计 2023-2025 年 EPS 为 6.45/8.04/9.87 元，当前股价对应 PE 分别为 22/18/15 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、夜郎古销售不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	6,056	7,628	9,408	11,425
增长率(%)	21.9%	26.0%	23.3%	21.4%
归母净利润(百万元)	1,685	2,149	2,680	3,288
增长率(%)	35.3%	27.5%	24.7%	22.7%
摊薄每股收益(元)	5.06	6.45	8.04	9.87
ROE(%)	25.8%	25.3%	24.4%	23.3%

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,448	4,936	7,508	10,723
应收款	296	313	335	344
存货	3,583	3,418	3,484	3,490
其他流动资产	1,441	1,541	1,608	1,640
流动资产合计	7,767	10,209	12,935	16,197
非流动资产:				
金融类资产	1,308	1,388	1,438	1,468
固定资产	1,057	1,238	1,256	1,212
在建工程	419	168	67	27
无形资产	303	288	273	259
长期股权投资	14	14	14	14
其他非流动资产	237	237	237	237
非流动资产合计	2,030	1,945	1,847	1,749
资产总计	9,798	12,153	14,782	17,946
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	899	760	825	818
其他流动负债	1,936	1,936	1,936	1,936
流动负债合计	3,133	3,531	3,663	3,693
非流动负债:				
长期借款	25	28	30	31
其他非流动负债	103	103	103	103
非流动负债合计	128	131	133	134
负债合计	3,260	3,662	3,796	3,826
所有者权益				
股本	333	333	333	333
股东权益	6,538	8,492	10,987	14,119
负债和所有者权益	9,798	12,153	14,782	17,946

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1701	2169	2763	3462
少数股东权益	15	20	83	173
折旧摊销	99	86	97	97
公允价值变动	41	30	28	25
营运资金变动	-815	526	28	12
经营活动现金净流量	1041	2830	2999	3769
投资活动现金净流量	-428	-10	33	54
筹资活动现金净流量	1875	-212	-266	-328
现金流量净额	2,488	2,608	2,765	3,495

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,056	7,628	9,408	11,425
营业成本	1,349	1,628	1,945	2,290
营业税金及附加	903	1,144	1,402	1,691
销售费用	1,016	1,312	1,609	1,942
管理费用	587	763	931	1,120
财务费用	-41	-137	-209	-299
研发费用	76	96	118	144
费用合计	1,639	2,034	2,450	2,907
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动	41	30	28	25
投资收益	3	4	3	2
营业利润	2,236	2,866	3,651	4,571
加: 营业外收入	17	12	10	9
减: 营业外支出	6	5	6	7
利润总额	2,246	2,873	3,655	4,573
所得税费用	546	704	892	1,111
净利润	1,701	2,169	2,763	3,462
少数股东损益	15	20	83	173
归母净利润	1,685	2,149	2,680	3,288

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	21.9%	26.0%	23.3%	21.4%
归母净利润增长率	35.3%	27.5%	24.7%	22.7%
盈利能力				
毛利率	77.7%	78.7%	79.3%	80.0%
四项费用/营收	27.1%	26.7%	26.0%	25.4%
净利率	28.1%	28.4%	29.4%	30.3%
ROE	25.8%	25.3%	24.4%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	33.3%	30.1%	25.7%	21.3%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	20.5	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	5.06	6.45	8.04	9.87
P/E	28.5	22.3	17.9	14.6
P/S	7.9	6.3	5.1	4.2
P/B	7.6	5.8	4.5	3.5

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6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。