

行稳以待风起

核心观点:

- **事件:** 我们参加了公司股东大会, 与公司管理层交流。
- **公司发展节奏:** 2020 年底复星入主; 2021 年公司管理改善、老酒战略效果显现叠加次高端白酒市场扩容, 公司业绩大幅增长; 2022 年外部消费环境承压下公司业绩增速放缓, 但全年来看仍处于较快增长区间。2023 年是舍得酒业融入复星生态体系第三年, 公司战略上继续落实老酒战略、多品牌矩阵、年轻化和国际化, 经营上强调提升品牌影响力、打造爆品以及团队的科学化管理。整体而言, 我们认为更加着眼于企业长期稳健发展, 节奏契合当下消费弱复苏的环境。
- **销售策略:** 产品方面聚焦大单品, 推动品味舍得规模继续增长, 高端藏品舍得 10 年招商, “打两头带中间” 智慧舍得, 加强沱牌特级等运作。厂商关系方面, 骨干经销商合作关系较为稳定, 公司不压货, 减少对渠道投入增加消费者投入, 在全国层面推进平台模式缓解经销商价格压力。针对销售团队, 借助管理工具优化考核, 加强促进终端动销考核。市场层面, 深耕原有重点市场, 期待市场、经销商、渠道之间形成板块化联动, 管理层介绍重点市场如成都市场已经到规模效应起势阶段。
- **价格&库存跟踪:** 我们走访市场, 成都市场品味舍得零售价 390-400 元, 经销商批价约 360 元, 渠道库存约 3 个月, 处可控水平。
- **投资建议:** 我们认为 2023 年公司更加以稳健的长期主义心态经营, 节奏契合当下消费环境, 公司内部管理、厂商关系、市场质量进一步优化提升, 等待外部环境好转后有加速增长机会。我们预计公司 2023-25 年收入 76.3/100.2/123.2 亿元, 归母净利润 21.1/27.3/33.9 亿元, EPS 6.32/8.19/10.17 元, 目前股价对应 P/E 分别为 26.7/20.6/16.6 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 需求不足库存升高, 新品招商不及预期, 竞争加剧。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6055.53	7625.60	10020.00	12324.60
收入增长率%	21.86	25.93	31.40	23.00
净利润(百万元)	1685.44	2106.66	2729.78	3388.58
利润增速%	35.31	24.99	29.58	24.13
毛利率%	77.72	77.00	76.50	76.70
摊薄 EPS(元)	5.06	6.32	8.19	10.17
PE	33.33	26.66	20.58	16.58
PB	8.87	6.66	5.03	3.86
PS	9.28	7.37	5.61	4.56

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

舍得酒业(600702)

推荐(首次)

合理估值区间 205-245 元

分析师

刘来珍

☎: 021 2025 2647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: s0130523040001

市场数据

2023-05-19

A 股收盘价(元)	161.68
股票代码	600702
A 股一年内最高价(元)	208.30
A 股一年内最低价(元)	117.11
上证指数	3,283.54
市盈率	00000.00
总股本(万股)	33,320
实际流通 A 股(万股)	33,074
流通 A 股市值(亿元)	535

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)						
2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7767.41	10205.36	14101.56	17785.24	营业收入	6055.53	7625.60	10020.00	12324.60		
现金	2447.98	3826.66	5984.13	8951.89	营业成本	1348.98	1753.89	2354.70	2871.63		
应收账款	218.62	247.39	364.95	388.22	营业税金及附加	902.80	1128.59	1482.96	1824.04		
其它应收款	47.56	79.53	87.47	117.94	营业费用	1016.41	1334.48	1783.56	2218.43		
预付账款	18.71	24.55	32.97	40.20	管理费用	587.01	594.80	701.40	801.10		
存货	3582.90	4504.47	6091.68	6671.13	财务费用	-40.50	-46.18	-51.76	-58.41		
其他	1451.63	1522.76	1540.37	1615.86	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00		
非流动资产	2030.34	2450.16	2852.40	3352.01	公允价值变动收益	40.94	0.00	0.00	0.00		
长期投资	13.98	13.98	13.98	13.98	投资净收益	3.32	3.81	5.01	6.16		
固定资产	1056.71	1237.97	1479.36	1800.30	营业利润	2235.52	2772.77	3598.74	4471.32		
无形资产	303.37	303.37	303.37	303.37	营业外收入	16.97	16.00	16.00	16.00		
其他	656.27	894.84	1055.69	1234.37	营业外支出	6.37	6.00	6.00	6.00		
资产总计	9797.75	12655.52	16953.96	21137.26	利润总额	2246.12	2782.77	3608.74	4481.32		
流动负债	3132.55	3883.67	5452.32	6247.04	所得税	545.62	676.11	878.96	1092.74		
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1700.50	2106.66	2729.78	3388.58		
应付账款	484.17	490.21	817.96	777.39	少数股东损益	15.06	0.00	0.00	0.00		
其他	2648.38	3393.46	4634.36	5469.65	归属母公司净利润	1685.44	2106.66	2729.78	3388.58		
非流动负债	127.51	127.51	127.51	127.51	EBITDA	2296.65	2838.95	3675.73	4563.13		
长期借款	25.00	25.00	25.00	25.00	EPS (元)	5.06	6.32	8.19	10.17		
其他	102.50	102.50	102.50	102.50							
负债合计	3260.06	4011.18	5579.83	6374.55	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E		
少数股东权益	208.23	208.23	208.23	208.23	营业收入	21.86%	25.93%	31.40%	23.00%		
归属母公司股东权益	6329.46	8436.12	11165.90	14554.48	营业利润	33.52%	24.03%	29.79%	24.25%		
负债和股东权益	9797.75	12655.52	16953.96	21137.26	归属母公司净利润	35.31%	24.99%	29.58%	24.13%		
					毛利率	77.72%	77.00%	76.50%	76.70%		
					净利率	27.83%	27.63%	27.24%	27.49%		
					ROE	26.63%	24.97%	24.45%	23.28%		
					ROIC	24.64%	23.70%	23.44%	22.49%		
					资产负债率	33.27%	31.70%	32.91%	30.16%		
					净负债比率	49.87%	46.40%	49.06%	43.18%		
					流动比率	2.48	2.63	2.59	2.85		
					速动比率	1.32	1.45	1.46	1.77		
					总资产周转率	0.62	0.60	0.59	0.58		
					应收帐款周转率	27.70	30.82	27.46	31.75		
					应付帐款周转率	12.51	15.56	12.25	15.85		
					每股收益	5.06	6.32	8.19	10.17		
					每股经营现金	3.12	5.71	8.04	10.83		
					每股净资产	19.00	25.32	33.51	43.68		
					P/E	33.33	26.66	20.58	16.58		
					P/B	8.87	6.66	5.03	3.86		
					EV/EBITDA	22.05	18.46	13.67	10.36		
					P/S	9.28	7.37	5.61	4.56		

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘来珍：上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验，重点覆盖酒类板块以及部分非酒标的。

刘光意：经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖大众品板块（餐饮供应链、调味品、软饮料等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

周颖：清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入中国银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛羚 010-80927722 tangm