

买入

舍得酒业 (600702.SH)

管理层落定护航成长，春节旺季需求回补显著

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	陈青青	0755-22940855	chenqingq@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110001
		0755-81983057		
联系人：	李文华	021-60375461	liwenhua2@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：2022 公司董事会选举倪强先生为公司董事长，选举副董事长蒲吉洲先生为公司联席董事长。经公司总裁蒲吉洲先生提名，董事会同意聘任王勇先生、王维龙先生为公司副总裁。

国信食饮观点：1) 倪强顺利接棒舍得董事长，团队稳定&激励充分助力老酒战略“开花结果”。2) 春节期间舍得动销明显回暖，2023 全年预计将显著受益行业需求复苏。3) 2023 年公司或以区域精耕为主，持续打造舍得+沱牌“双品牌战略”。我们预计 2022-2024 年实现营收约 63.63/82.39/102.17 亿元，同比增长 28.0%/29.5%/24.0%；归母净利润 16.15/22.00/28.83 亿元，同比增长 29.6%/36.2%/31.0%；对应 PE 37.5/27.5/21.0X。考虑到老酒战略&双品牌战略&渠道扎实运作，维持“买入”评级。

评论：

◆ 倪强顺利接棒公司董事长，团队稳定&激励充分助力老酒战略开花结果

倪强先生成功选举为董事长，标志着公司高管层面人员调整基本结束。其次，蒲吉洲先生被选举为联席董事长，有助于保证公司营销业务团队的稳定性和营销政策的连贯性。我们认为，舍得酒业在复星入主后，重新实现了老市场、老客户、老团队的回归，本次高管层面的人员调整也是大股东复星保证上市公司管理层稳定、业务团队稳定、营销政策连贯性的必然选择。后续，积极看好公司业务团队在高管落定&股权激励的双重加持下，进一步激活营销队伍的积极性，为公司“老酒战略”保驾护航。

◆ 春节期间舍得动销明显回暖，23 全年预计将显著受益行业需求复苏

前期，市场或担忧公司库存压力过大，担心春节备货期较短影响一季度任务进度，但是我们认为：1) 短期看，在疫情放开后，春节返乡人数大幅增多，大众宴席、商务宴请等消费场景需求大幅改善，预计舍得以四川、山东、河南等优势市场动销明显改善。2) 展望 2-3 月，预计春节后出现企业团购和婚喜宴等需求回补，预计公司基本盘环比加速改善。3) 从渠道库存去化看，公司在春节旺季保持战略定力，帮助渠道较好消化上年遗留库存。后续，在行业需求持续复苏下，预计舍得酒业有望轻装上阵。4) 从 2023 年全年看，中期维度制约次高端的疫情扰动和经济下行均出现根本性好转，预计公司随着商务需求回暖下展现较强业绩弹性。

◆ 2023 年公司或以区域精耕为主，持续打造舍得+沱牌“双品牌战略”

展望 2023 年，从区域发展上看，舍得酒业在前期广覆盖的基础上，将持续围绕川冀鲁豫东北等地区实现渠道下沉和市场精耕。公司在重庆双会战基础上，通过会战模式开发南京等新一线城市。从产品结构上看，公司继续坚持执行“双品牌战略”，在保证品味舍得全国大单品的同时，加快舍之道在三四线城市的招商布点。在沱牌方面，公司继续降低开发定制的占比，持续发展沱牌曲酒、陶醉、T68 和沱牌六粮等主线产品的发展。

◆ 投资建议：管理层长期稳定护航老酒战略，持续看好舍得实现次高端全国化，维持“买入”评级

我们预计 2022-2024 年实现营收约 63.63/82.39/102.17 亿元，同比增长 28.0%/29.5%/24.0%；归母净利润 16.15/22.00/28.83 亿元，同比增长 29.6%/36.2%/31.0%；对应 PE 37.5/27.5/21.0X。积极看好春节旺季次高端业绩弹性，考虑到老酒战略&双品牌战略&管理层稳定&渠道扎实运作，我们维持“买入”评级。

◆ 风险提示

疫情反复；动销不及预期；竞争加剧。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 01 月 30 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600809.SH	山西汾酒	买入	296.9	3,622.8	6.5	8.3	10.7	45.9	35.7	27.6
000799.SZ	酒鬼酒	买入	145.1	471.5	4.0	5.5	7.3	36.5	26.2	19.9
600702.SH	舍得酒业	买入	182.5	608.1	4.9	6.6	8.7	37.5	27.5	21.0

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

- 《舍得酒业（600702.SH）-股权激励绑定核心管理层，老酒战略持续引领全国化扩张》——2022-10-18
- 《舍得酒业（600702.SH）-品味舍得战略性提价，关注国庆宴席需求回补情况》——2022-09-29
- 《舍得酒业（600702.SH）-2 逆境中坚守低库存运作，积极看好动销逐季改善》——2022-08-18
- 《舍得酒业（600702.SH）-2021 年业绩增长 114%，舍得沱牌齐头并进》——2022-03-21
- 《舍得酒业（600702.SH）-2022 年 1 季度收入增长 80%，发展后劲仍足》——2022-03-17

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	1348	1973	1718	3042	4596	营业收入	2704	4969	6363	8239	10217
应收款项	696	241	797	1032	1280	营业成本	653	1102	1372	1707	2034
存货净额	2554	2794	5034	6366	7730	营业税金及附加	385	731	935	1203	1492
其他流动资产	335	167	500	648	804	销售费用	537	876	1145	1450	1737
流动资产合计	4932	6590	9466	12504	15826	管理费用	340	603	750	943	1136
固定资产	877	964	1106	1255	1413	研发费用	21	33	38	37	41
无形资产及其他	275	304	292	280	267	财务费用	7	(20)	(36)	(43)	(84)
投资性房地产	256	221	221	221	221	投资收益	2	4	4	3	4
长期股权投资	114	14	(39)	(116)	(181)	资产减值及公允价值变动	10	18	12	13	14
资产总计	6454	8093	11046	14143	17547	其他收入	(27)	(25)	(38)	(37)	(41)
短期借款及交易性金融负债	446	0	429	292	240	营业利润	768	1674	2174	2959	3879
应付款项	404	552	858	1085	1317	营业外净收支	33	10	10	10	10
其他流动负债	1778	2456	3281	4371	5026	利润总额	801	1685	2184	2969	3889
流动负债合计	2628	3008	4568	5748	6583	所得税费用	194	414	537	724	949
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	26	25	32	44	58
其他长期负债	45	88	100	119	144	归属于母公司净利润	581	1246	1615	2200	2883
长期负债合计	45	88	100	119	144	现金流量表（百万元）					
负债合计	2673	3097	4668	5866	6727	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	201	202	230	267	317	净利润	581	1246	1615	2200	2883
股东权益	3580	4794	6148	8010	10503	资产减值准备	1	(7)	1	0	0
负债和股东权益总计	6454	8093	11046	14143	17547	折旧摊销	75	98	108	125	141
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(10)	(18)	(12)	(13)	(14)
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	7	(20)	(36)	(43)	(84)
每股收益	1.73	3.75	4.86	6.63	8.68	营运资本变动	(250)	1281	(1987)	(379)	(855)
每股红利	0.36	0.34	0.79	1.02	1.17	其它	20	30	27	37	50
每股净资产	10.65	14.44	18.51	24.12	31.63	经营活动现金流	417	2630	(249)	1971	2204
ROIC	14.47%	32.64%	37%	41%	46%	资本开支	0	(179)	(226)	(249)	(273)
ROE	16.23%	25.98%	26%	27%	27%	其它投资现金流	0	(1416)	0	0	0
毛利率	76%	78%	78%	79%	80%	投资活动现金流	7	(1495)	(172)	(172)	(208)
EBIT Margin	28%	33%	33%	35%	37%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	35%	35%	37%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	2%	84%	28%	29%	24%	支付股利、利息	(121)	(113)	(261)	(338)	(390)
净利润增长率	14%	114%	30%	36%	31%	其它融资现金流	(435)	(285)	429	(137)	(51)
资产负债率	45%	41%	44%	43%	40%	融资活动现金流	(677)	(510)	167	(475)	(441)
股息率	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	现金净变动	(253)	625	(254)	1324	1554
P/E	105.6	48.7	37.5	27.5	21.0	货币资金的期初余额	1601	1348	1973	1718	3042
P/B	17.1	12.6	9.9	7.6	5.8	货币资金的期末余额	1348	1973	1718	3042	4596
EV/EBITDA	75.9	37.0	29.3	22.0	17.2	企业自由现金流	0	2426	(505)	1689	1868
						权益自由现金流	0	2141	(49)	1585	1880

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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