

## 符合预期，静待行业拐点

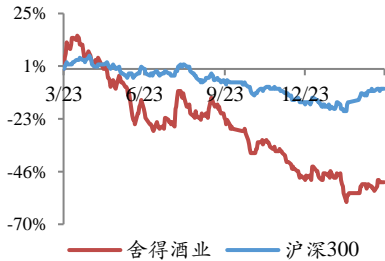
——舍得酒业 23 年报点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-20

收盘价（元）	84.89
近 12 个月最高/最低（元）	204.55/68.00
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	332
流通股比例（%）	99.73
总市值（亿元）	283
流通市值（亿元）	282

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：[dengxin@hazq.com](mailto:dengxin@hazq.com)

### 分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001

邮箱：[luoyuewen@hazq.com](mailto:luoyuewen@hazq.com)

### 相关报告

- 业绩符合预期，期待费改长期效果  
2023-10-26
- 中报点评：压力之下实现高增，期待长期改善  
2023-08-21
- 【华安食饮】舍得酒业 23Q1 业绩点评：业绩符合预期，预收款表现亮眼

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2023 年业绩：

- **23Q4**：收入 18.4 亿（+27.6%），归母 4.8 亿（-1.9%），扣非 4.6 亿（-1.4%）。
- **23 年**：收入 70.8 亿（+16.9%），归母 17.7 亿（+5.1%），扣非 17.2 亿（5.6%）。
- **收入、利润基本符合市场预期。**

#### ● 收入：中高档量增价减

- **23 年收入 70.8 亿，同比+16.9%**。其中，白酒业务实现收入 65.6 亿元，同比+16.0%，销量 4.35 万千升，同比+5.2%，吨价 15.07 万元/千升，同比+10.3%。
- **分价格带看：公司产品结构稳定**。23 年中高档/普通酒实现收入分别为 56.55/9.05 亿元，同比+16.0%/16.1%。其中，中高档酒占比同比持平，达 86.2%，产品结构稳定。其中，品味舍得预计增速 16% 左右，舍之道系列、T68 增速高于公司整体水平。主要系品味舍得消费场景以商务宴席为主，受宏观经济扰动较大；舍之道、T68 消费场景以大众宴席与自饮为主，受宏观经济扰动较小，且有疫后回补效应。
- **分量价看：中高档量增价减，普通酒量减价增**。23 年中高档白/普通酒销量分别为 1.91/2.44 万千升，同比+27.9%/-7.6%；吨价分别为 29.6/3.7 万元/千升，同比-9.3%/+25.7%。中高档量增价减主要系 100-200 元价格带的舍之道系列增长更快，拉低中高档酒均价。普通酒量减价增延续过往趋势。
- **分地区看：省内外并重，经销商规模均出现小幅下滑**。23 年省内外白酒收入分别为 18.8/46.8 亿元，同比+16.8%/+15.6%，省内占比提高 0.2pct 至 28.7%。从渠道质量看，23 年省内/外经销商数量分别净增加 72/425 家，平均经销商规模分别为 477/207 万元，同比-4.5%/-6.1%。

#### ● 盈利：产品结构下滑+费用率维持高位，盈利能力有所扰动

- 23 年公司整体毛利率 74.5%，同比-3.2pct；销售费率/管理费用率同比 +1.4/-0.7pct；归母净利率同比-2.8pct，达 25.0%。
- **从产品结构看：中高档毛利率下降拖累公司整体表现**。23 年中高档/普通酒毛利率分别为 83.2%/49.3%，同比-2.8pct/+0.4pct。中高档毛利率下降，主要系毛利率相对更低的舍之道系列增速更快，导致产品结构下滑所致。
- **从费用率看：销售费用率维持高位，管理费用率略有下降**。23 年公司销售费用率/管理费用率分别为 18.2%/9.0%，同比+1.4pct/-0.7pct。公司销售费用率维持高位主要系公司持续投入费用帮助渠道去化库存，管理费用率有所降低主要系公司持续内部挖潜提效。

● **投资建议：公司经营能力强，静待行业拐点，维持“买入”**

➤ **我们的观点：**

在 23 年次高端白酒行业面临较大压力之际，公司仍努力保持价盘稳定与渠道相对可控，积极帮助渠道去化库存。24 春节期间，公司通过返向红包等费用投放，主力产品（品味舍得/舍之道/沱牌）开瓶率大幅提升，库存持续去化，当前渠道库存处于安全红线以内。库存去化提振经销商回款意愿，预计 3 月下旬集中回款，有望达成 Q1 回款任务。全年来看，公司在成熟市场做深做透，在新兴市场通过首府战役激发区域消费氛围；夜郎古经历整合后，24 有望迎来经营拐点，贡献收入增长弹性。

**盈利预测：**考虑到次高端价格带需求复苏仍需时间，我们调整 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 81.11/95.51/113.75 亿元（前 24-25 年预测值 82.68/101.03 亿元），同比+14.5%/+17.8%/+19.1%；实现归母净利润 20.55/24.66/30.28 亿元（前 24-25 年预测值 22.12/27.59 亿元），同比 +16.0%/ +20.0%/ +22.8%；当前股价对应 PE 分别为 13.76/11.47/9.34 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

需求恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7081	8111	9551	11375
收入同比 (%)	16.9%	14.5%	17.8%	19.1%
归属母公司净利润	1771	2055	2466	3028
净利润同比 (%)	5.1%	16.0%	20.0%	22.8%
毛利率 (%)	74.5%	75.0%	75.2%	75.9%
ROE (%)	24.5%	22.4%	22.3%	22.8%
每股收益 (元)	5.35	6.17	7.40	9.09
P/E	18.09	13.76	11.47	9.34
P/B	4.45	3.08	2.56	2.13
EV/EBITDA	12.38	8.52	6.61	4.61

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 3 月 19 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	8094	12417	14415	18455	<b>营业收入</b>	7081	8111	9551	11375
现金	2422	4840	6797	10090	营业成本	1806	2030	2369	2743
应收账款	264	637	159	473	营业税金及附加	1015	1136	1337	1593
其他应收款	51	1300	291	341	销售费用	1290	1517	1786	2104
预付账款	26	122	118	82	管理费用	636	673	793	944
存货	4424	4597	5931	6260	财务费用	-28	-48	-97	-136
其他流动资产	907	921	1118	1209	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3022	3009	2989	2968	公允价值变动收益	22	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	8	8	10	11
固定资产	1600	1594	1585	1571	<b>营业利润</b>	2304	2723	3268	4013
无形资产	417	437	452	467	营业外收入	34	0	0	0
其他非流动资产	986	958	934	911	营业外支出	8	0	0	0
<b>资产总计</b>	11116	15426	17405	21423	<b>利润总额</b>	2330	2723	3268	4013
<b>流动负债</b>	3401	5755	5883	7628	所得税	558	667	801	983
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1772	2056	2467	3030
应付账款	655	473	449	618	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	2746	5282	5434	7010	<b>归属母公司净利润</b>	1771	2055	2466	3028
<b>非流动负债</b>	153	153	153	153	EBITDA	2418	2769	3271	3977
长期借款	39	39	39	39	EPS (元)	5.35	6.17	7.40	9.09
其他非流动负债	114	114	114	114					
<b>负债合计</b>	3554	5908	6036	7782					
少数股东权益	328	329	331	332					
股本	333	333	333	333					
资本公积	838	738	738	738					
留存收益	6062	8117	9966	12237					
归属母公司股东权益	7233	9188	11038	13309					
<b>负债和股东权益</b>	11116	15426	17405	21423					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	716	2599	2655	4128	<b>成长能力</b>				
净利润	1772	2056	2467	3030	营业收入	16.9%	14.5%	17.8%	19.1%
折旧摊销	173	103	110	111	营业利润	3.1%	18.2%	20.0%	22.8%
财务费用	1	0	0	0	归属于母公司净利	5.1%	16.0%	20.0%	22.8%
投资损失	-8	-8	-10	-11	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-1191	449	88	998	毛利率 (%)	74.5%	75.0%	75.2%	75.9%
其他经营现金流	2931	1607	2380	2032	净利率 (%)	25.0%	25.3%	25.8%	26.6%
<b>投资活动现金流</b>	-335	-82	-80	-79	ROE (%)	24.5%	22.4%	22.3%	22.8%
资本支出	-870	-90	-90	-90	ROIC (%)	22.2%	20.8%	20.7%	21.2%
长期投资	693	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-158	8	10	11	资产负债率 (%)	32.0%	38.3%	34.7%	36.3%
<b>筹资活动现金流</b>	-576	-99	-616	-757	净负债比率 (%)	47.0%	62.1%	53.1%	57.0%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.38	2.16	2.45	2.42
长期借款	14	0	0	0	速动比率	1.06	1.33	1.42	1.58
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	25	-99	0	0	总资产周转率	0.68	0.61	0.58	0.59
其他筹资现金流	-616	0	-616	-757	应收账款周转率	29.34	18.00	24.00	36.00
<b>现金净增加额</b>	-196	2418	1958	3292	应付账款周转率	3.17	3.60	5.14	5.14
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	5.35	6.17	7.40	9.09
					每股经营现金流 (摊)	2.15	7.80	7.97	12.39
					每股净资产	21.71	27.58	33.13	39.95
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.09	13.76	11.47	9.34
					P/B	4.45	3.08	2.56	2.13
					EV/EBITDA	12.38	8.52	6.61	4.61

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。