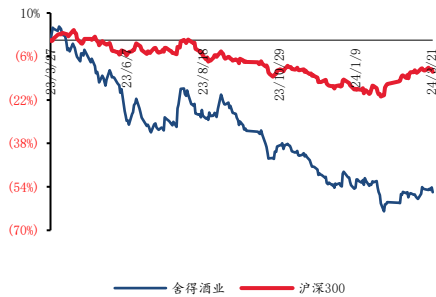


全年业绩符合预期，战略清晰具备长期潜力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	3/3
总市值/流通(亿元)	275/1,110,006,357
12个月内最高/最低价(元)	205/68

相关研究报告

<<舍得酒业：业绩符合预期，坚持良性发展主动控速>>--2023-10-26

<<舍得酒业：业绩符合预期，全国化持续推进>>--2023-05-04

<<舍得酒业：产品结构持续优化，盈利能力有所提升>>--2022-11-08

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：公司公告2023年实现营收70.81亿元，同比+16.93%，归母净利润17.71亿元，同比+5.09%，2023Q4实现营收18.36亿元，同比+27.58%，归母净利润4.76亿元，同比-1.91%，扣非净利润4.60亿元，同比-1.38%。

收入符合预期，中低档产品扩张提速。2023年公司顺利达成回款目标，舍得沱牌双品牌齐头并进，业绩符合预期。分产品来看，2023年公司中高档酒/普通酒营收为56.55/9.05亿元，同比+15.96%/+16.11%。预计沱牌增速快于舍得系列，舍得系列中站位200元价格带的舍之道全年实现较显著增长，主要源于乡镇宴席需求旺盛催化，并承接部分来自次高端消费降级以及100元价格带升级需求。全年品味舍得增速略慢于整体增速，主因控价为品味舍得全年首要任务，在整体次高端行业发展放缓的情况下，公司将站稳400元价格带为核心目标以蓄力长远发展。沱牌系列T68为公司打造高光瓶领先品牌战略的主要发力产品，体量较小加上市场全面聚焦，2023年T68实现高速增长。2023年公司并表夜郎古公司，全年夜郎古实现收入1.8亿，亏损0.35亿元，目前夜郎古仍处于整合培育阶段。

全国化市场推进战略清晰，省内、省外均衡发展。分区域看，全年省内/省外实现营收为18.83/46.78亿元，同比+16.82%/+15.65%，传统市场四川、山东、东北网点布局进一步下沉，持续夯实基地市场份额；并持续推进首府市场，锁定11个城市，增加人员布局及费用投放，有效辐射首府周边市场形成板块效应。在公司“聚焦川冀鲁豫，提升东北西北，突破华东华南”的市场战略下实现省内省外同步发展。招商进度来看，截止2023年末经销商整体净增加497家至2655家，其中Q4经销商净增长102家，相比Q3招商节奏略有放缓。截止2023年末公司合同负债为2.77亿元，环比下降0.49亿，同比-7.1%。

产品结构变化+并表影响，盈利有所承压。2023年公司毛利率同比下滑3.22pct至74.50%，其中Q4毛利率同比下滑3.48pct，主因舍之道及沱牌T68占比提升，加上夜郎古并表影响，导致毛利率有所承压。费用方面，2023年销售费用率/管理费用率同比+2.4/-0.7pct，全年公司加大线下活动推广力度，尤其对新兴市场的投入力度加大，一线销售人员、终端推广活动以及促销政策相应增加，整体销售费用率有所上升。同时，公司严控管理费用支出以支持营销资源投放，全年管理费用率下降近1pct。综上，全年公司净利率同比下滑2.8pct至25.02%。

投资建议：今年公司将继续夯实基地市场份额，加快推进首府城市建设，充分挖潜新兴市场，对新兴市场的培育投入力度预计不减。同时，公司将持续聚焦舍得与沱牌双品牌老酒战略，继续重点打造风口产品舍之道及沱牌T68，推进“藏品十年”产品补齐千元价格带产品

矩阵、打造品牌势能，品味舍得更多以站稳 400 元价格带为主，放眼长期增长。公司长期战略清晰，看好经济逐步修复带来盈利弹性增长。我们预计 2024-2026 年实现营收 80.9 亿/92.6 亿/105.0 亿，同比 +14%/15%/13%；实现归母净利润 20.2/23.2/26.5 亿元，同比 +14%/15%/14%，对应 PE 14/12/11X。我们按照 2024 年业绩给 20 倍 PE，一年目标价 120.1 元，维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,081	8,086	9,259	10,500
营业收入增长率(%)	16.93%	14.20%	14.50%	13.40%
归母净利（百万元）	1,771	2,017	2,319	2,647
净利润增长率(%)	5.09%	13.89%	14.97%	14.13%
摊薄每股收益（元）	5.35	6.05	6.96	7.94
市盈率（PE）	18.09	14.19	12.35	10.82

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,448	2,422	3,931	5,289	7,012
应收和预付款项	267	505	470	557	644
存货	3,583	4,424	5,120	5,800	6,577
其他流动资产	1,470	744	792	806	828
流动资产合计	7,767	8,094	10,313	12,452	15,061
长期股权投资	14	19	5	0	-6
投资性房地产	35	36	24	18	11
固定资产	1,057	1,600	1,869	2,157	2,433
在建工程	457	726	986	1,264	1,534
无形资产开发支出	303	417	478	547	620
长期待摊费用	40	38	27	29	29
其他非流动资产	7,891	8,280	10,493	12,617	15,215
资产总计	9,798	11,116	13,882	16,631	19,836
短期借款	0	0	-74	-112	-155
应付和预收款项	900	970	1,162	1,327	1,490
长期借款	25	39	39	39	39
其他负债	2,335	2,545	3,274	3,572	4,006
负债合计	3,260	3,554	4,401	4,826	5,381
股本	333	333	333	333	333
资本公积	813	838	838	838	838
留存收益	5,204	6,474	8,492	10,811	13,458
归母公司股东权益	6,329	7,233	9,150	11,469	14,116
少数股东权益	208	328	330	335	339
股东权益合计	6,538	7,561	9,480	11,804	14,455
负债和股东权益	9,798	11,116	13,882	16,631	19,836

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,041	716	2,382	2,187	2,567
投资性现金流	-428	-335	-676	-794	-803
融资性现金流	-95	-576	-197	-35	-40
现金增加额	518	-196	1,510	1,358	1,723

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,056	7,081	8,086	9,259	10,500
营业成本	1,349	1,806	2,022	2,296	2,614
营业税金及附加	903	1,015	1,179	1,348	1,525
销售费用	1,016	1,290	1,496	1,741	2,016
管理费用	587	636	687	741	924
财务费用	-41	-28	-8	3	-188
资产减值损失	0	0	1	1	1
投资收益	3	8	8	9	11
公允价值变动	41	22	0	0	0
营业利润	2,236	2,304	2,631	3,033	3,462
其他非经营损益	11	26	26	26	26
利润总额	2,246	2,330	2,657	3,059	3,488
所得税	546	558	638	735	837
净利润	1,701	1,772	2,019	2,324	2,651
少数股东损益	15	1	2	5	4
归母股东净利润	1,685	1,771	2,017	2,319	2,647

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	77.72%	74.50%	75.00%	75.20%	75.10%
销售净利率	27.83%	25.02%	24.95%	25.05%	25.21%
销售收入增长率	21.86%	16.93%	14.20%	14.50%	13.40%
EBIT 增长率	31.19%	4.65%	18.02%	15.60%	7.75%
净利润增长率	35.31%	5.09%	13.89%	14.97%	14.13%
ROE	26.63%	24.49%	22.05%	20.22%	18.75%
ROA	17.20%	15.94%	14.53%	13.95%	13.34%
ROIC	24.64%	22.18%	21.15%	19.70%	17.40%
EPS (X)	5.10	5.35	6.05	6.96	7.94
PE (X)	31.21	18.09	14.19	12.35	10.82
PB (X)	8.38	4.45	3.13	2.50	2.03
PS (X)	8.76	4.55	3.54	3.09	2.73
EV/EBITDA (X)	22.05	12.38	8.71	7.11	6.09

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。