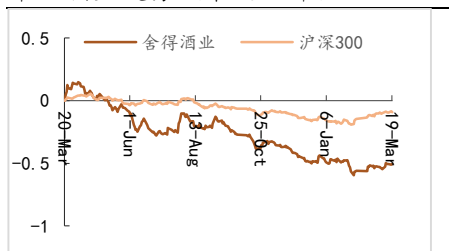


评级： 增持

赵瑞
农业食品饮料分析师
SAC 执证编号：S0110522120001
zhaorui2022@sczq.com.cn

易嘉豪
联系人
yijiahao@sczq.com.cn

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

· 三季度业绩略有降速，中长期战略性配置机遇凸显

核心观点

事件：2024 年 3 月 19 日公司发布 23 年年报，23 年全年实现营业总收入 70.81 亿元，同比增长 16.93%；实现归母净利润 17.71 亿元，同比增长 5.09%。

- **Q4 单季营收提速，净利增速同比略有下降**：23 年第四季度舍得酒业营业总收入 18.36 亿元，同比增长 27.58%，归母净利润 4.76 亿元，同比减少 1.91%。相比于 23 年第三季度，营业总收入增速环比提升 19.72pct，归母净利润增速环比下降 4.92pct。我们推测可能与公司第四季度各项费用活动结算及 22 年同期归母净利润基数较高有关。
- **第四季度中高档酒产品增长提速，普通酒投放有所控量**：23 年第四季度中高档酒实现营业收入 15.05 亿元，同比增长 33.75%；普通酒实现营业收入 2.12 亿元，同比减少 1.72%。中高档酒相较于第三季度增速有所提升，普通酒投放则有所调控。我们推测主要与公司在第四季度稳价格、控库存、强动销的营销策略有关。
- **全国化布局继续推进，招商布局效果初显**：23 年全年，舍得酒业新增经销商 897 家，退出经销商 400 家。截至 2023 年末，全国共有经销商 2655 家，较 2022 年末增加 497 家。我们认为当前阶段经销商数量的增加系公司聚焦战略产品和重点城市的结果，华东、华南及重庆等新区域的布局正在持续有序推进。
- **盈利能力较为优秀，大单品品味舍得批价较为稳定**：23 年全年公司毛利率 74.5%，相比于去年同期下降 3.22pct，净利率 25.03%，相比于去年同期下降 3.05pct。公司盈利能力较为优秀。根据今日酒价数据，品味舍得批价 330 元，近期批价较为稳定，大单品市场接受和消费者认可度较高。
- **投资建议**：根据年报调整盈利预测，预计 24-26 年营业总收入实现 81.04/92.79/106.29 亿元；24-26 年归母净利润预计实现 20.58/23.96/27.22 亿元；24-26 年 EPS 预计实现 6.18/7.19/8.17 元，当前股价对应 PE 分别为 13.7/11.8/10.4 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示**：经济复苏不及预期，行业政策风险，市场竞争加剧，食品安全问题等。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	70.81	81.04	92.79	106.29
营收增速（%）	16.9	14.5	14.5	14.6
归母净利润（亿元）	17.71	20.58	23.96	27.22
归母净利润增速（%）	4.9	16.2	16.4	13.6
EPS(元/股)	5.32	6.18	7.19	8.17
PE	16.0	13.7	11.8	10.4

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8094	9018	10354	11948	经营活动现金流	716	1795	1976	2297
现金	2422	2824	3414	4150	净利润	1771	2058	2396	2722
应收账款	264	281	322	369	折旧摊销	157	203	247	287
其它应收款	51	59	67	77	财务费用	1	-37	-37	0
预付账款	26	28	32	37	投资损失	-8	-52	-82	-82
存货	4424	4874	5517	6255	营运资金变动	-1198	-387	-559	-642
其他	91	104	119	136	其它	-9	7	9	9
非流动资产	3022	3486	3906	4288	投资活动现金流	-335	-621	-591	-591
长期投资	19	19	19	19	资本支出	-873	-672	-672	-672
固定资产	1600	2107	2567	2982	长期投资	3842	0	0	0
无形资产	417	380	347	317	其他	-3303	51	81	81
其他	126	126	126	126	筹资活动现金流	-576	-771	-795	-969
资产总计	11116	12504	14261	16235	短期借款	0	0	0	0
流动负债	3401	3446	3638	3858	长期借款	95	-92	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-876	-716	-832	-969
应付账款	655	723	818	928	现金净增加额	-196	403	589	737
其他	71	79	89	101					
非流动负债	153	153	153	153	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	39	39	39	39	成长能力				
其他	73	73	73	73	营业收入	16.9%	14.5%	14.5%	14.6%
负债合计	3554	3600	3791	4012	营业利润	2.9%	17.7%	16.1%	13.7%
少数股东权益	328	329	331	332	归属母公司净利润	4.9%	16.2%	16.4%	13.6%
归属母公司股东权益	7233	8575	10139	11891	获利能力				
负债和股东权益	11116	12504	14261	16235	毛利率	74.5%	75.4%	75.7%	75.9%
					净利率	25.0%	25.4%	25.8%	25.6%
					ROE	24.5%	24.0%	23.6%	22.9%
					ROIC	22.4%	22.7%	22.4%	22.1%
					偿债能力				
					资产负债率	32.0%	28.8%	26.6%	24.7%
					净负债比率	1.2%	0.3%	0.3%	0.2%
					流动比率	2.38	2.62	2.85	3.10
					速动比率	1.08	1.20	1.33	1.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.65	0.65	0.65
					应收账款周转率	19.48	16.11	16.42	16.42
					应付账款周转率	1.93	1.96	1.98	1.98
					每股指标(元)				
					每股收益	5.32	6.18	7.19	8.17
					每股经营现金	2.15	5.39	5.93	6.89
					每股净资产	21.71	25.74	30.43	35.69
					估值比率				
					P/E	16.0	13.7	11.8	10.4
					P/B	3.91	3.30	2.79	2.38

利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7081	8104	9279	10629
营业成本	1806	1993	2256	2557
营业税金及附加	1015	1161	1330	1523
营业费用	1290	1476	1690	1936
研发费用	108	124	142	163
管理费用	636	728	833	954
财务费用	-28	-37	-37	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	22	22	22	22
投资净收益	28	30	60	60
营业利润	2304	2711	3147	3578
营业外收入	34	5	5	5
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	2330	2708	3145	3575
所得税	558	649	747	852
净利润	1772	2059	2397	2723
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	1771	2058	2396	2722
EBITDA	2405	2878	3358	3865
EPS (元)	5.32	6.18	7.19	8.17

分析师简介

赵瑞：农业及食品饮料行业分析师，复旦大学金融硕士，2022年11月加入首创证券研究发展部。

易嘉豪：南开大学金融硕士，首席研究员，主要覆盖白酒行业，五年行业产业研究经验，一年食品饮料买方研究经历，四年头部白酒企业市场研究及一线运营经历，2023年5月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创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。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现