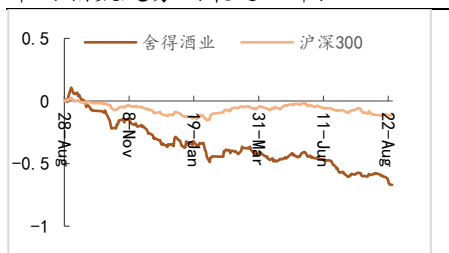


评级： 增持

赵瑞  
分析师  
SAC 执证编号：S0110522120001  
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	43.48
一年内最高/最低价(元)	149.06/43.10
市盈率(当前)	10.04
市净率(当前)	2.07
总股本(亿股)	3.33
总市值(亿元)	144.86

资料来源：聚源数据

相关研究

- 营收迈入70亿台阶，未来稳健增长可期
- 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：**公司发布2024年半年报，24H1营业收入32.71亿元，同比下降7.28%；归母净利润5.91亿元，同比下降35.73%。对应24Q2营业收入11.65亿元，同比下降22.61%；归母净利润0.41亿元，同比下降88.40%。
- **淡季主动控货调整，营收同比表现回落。**1)分产品：24Q2中高档酒/普通酒营收分别为8.76/1.46亿元，同比-19.33%/-47.34%。中高档酒同比下降，主要由于今年白酒商务需求面临一定承压，次高端产品受到较大影响，公司立足长远发展，对大单品品味舍得主动进行控量去库存。2)分渠道：24Q2批发代理/电商渠道营收分别为9.16/1.06亿元，同比-26.94%/-3.02%。24Q2末经销商合计2809家，较2023年末增加154家，其中新增经销商279家，退出经销商125家。
- **盈利水平短期有所承压。**24Q2毛利率60.93%，同比-10.96pct，预计主要由于品味舍得控货，产品结构整体有所下移。24Q2销售/管理/研发/财务费用率分别为27.00%/12.08%/1.80%/-0.32%，同比+11.80%/+2.80%/0.71%/+0.18pct。二季度营收下降叠加部分费用相对刚性，费用率整体同比提升。归母净利率3.48%，同比-19.74pct，盈利水平短期面临承压。现金流方面，24Q2末合同负债1.62亿元，环比24Q1末减少0.73亿元。
- **短期调整释放压力，蓄力长远健康发展。**上半年白酒行业整体处于调整期，次高端白酒商务需求不及预期，公司主动采取控量稳价策略，积极协助经销商提升动销，对次高端大单品品味舍得进行阶段性去库存，短期业绩面临承压。长期来看，公司重视各价位段产品均衡布局，聚焦品味舍得大单品，舍之道、沱牌T68有望延续较快增长；聚焦川冀鲁豫及东北等传统优势市场，品牌全国化逐步推进。随着主动调整后库存压力逐步释放，品牌未来健康发展可期。
- **投资建议：**根据2024年上半年公司经营情况，我们调整盈利预测，预计2024、2025、2026年公司归母净利润分别为12.1亿元、13.3亿元、14.5亿元，同比分别-32%、+10%、+10%，当前股价对应PE分别为12、11、10倍。维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	70.8	64.4	67.4	70.7
营收增速(%)	16.9	-9.1	4.8	4.8
归母净利润(亿元)	17.7	12.1	13.3	14.5
归母净利润增速(%)	5.1	-31.9	9.9	9.6
EPS(元/股)	5.32	3.62	3.98	4.36
PE	8.2	12.0	10.9	10.0

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8094	8274	8814	9454	经营活动现金流	716	1148	1388	1540
现金	2422	2281	2673	3160	净利润	1771	1206	1326	1453
应收账款	264	223	234	245	折旧摊销	157	203	236	267
其它应收款	51	47	49	51	财务费用	1	-16	-18	-20
预付账款	26	28	29	30	投资损失	-8	-49	-49	-49
存货	4424	4815	4936	5061	营运资金变动	-1198	-199	-113	-117
其他	91	82	86	90	其它	-9	2	5	5
非流动资产	3022	3370	3695	4010	投资活动现金流	-335	-506	-516	-536
长期投资	19	19	19	19	资本支出	-873	-555	-565	-585
固定资产	1600	1991	2355	2705	长期投资	3842	0	0	0
无形资产	417	380	347	317	其他	-3303	49	49	49
其他	126	126	126	126	筹资活动现金流	-576	-783	-479	-516
资产总计	11116	11643	12509	13464	短期借款	0	9	0	0
流动负债	3401	3438	3465	3502	长期借款	95	-92	0	0
短期借款	0	9	0	0	其他	-376	-716	-488	-536
应付账款	655	714	732	751	现金净增加额	-196	-141	392	487
其他	71	78	80	82					
非流动负债	153	153	153	153	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	39	39	39	39	成长能力				
其他	73	73	73	73	营业收入	16.9%	-9.1%	4.8%	4.8%
负债合计	3554	3591	3618	3655	营业利润	3.1%	-32.4%	10.1%	9.8%
少数股东权益	328	329	330	330	归属母公司净利润	5.1%	-31.9%	9.9%	9.6%
归属母公司股东权益	7233	7723	8561	9478	获利能力				
负债和股东权益	11116	11643	12509	13464	毛利率	74.5%	69.4%	70.1%	70.7%
					净利率	25.0%	18.7%	19.7%	20.6%
					ROE	24.5%	15.6%	15.5%	15.3%
					ROIC	22.4%	14.4%	14.4%	14.3%
<b>利润表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	7081	6438	6744	7066	资产负债率	32.0%	30.8%	28.9%	27.1%
营业成本	1806	1969	2018	2069	净负债比率	1.2%	0.4%	0.3%	0.3%
营业税金及附加	1015	923	966	1013	流动比率	2.38	2.41	2.54	2.70
营业费用	1290	1365	1389	1413	速动比率	1.08	1.01	1.12	1.25
研发费用	108	97	101	106	营运能力				
管理费用	636	592	620	650	总资产周转率	0.64	0.55	0.54	0.52
财务费用	-28	-16	-18	-20	应收账款周转率	19.48	14.34	15.73	15.74
资产减值损失	0	0	0	0	应付账款周转率	1.93	1.95	1.89	1.89
公允价值变动收益	22	22	22	22	每股指标(元)				
投资净收益	28	28	28	28	每股收益	5.32	3.62	3.98	4.36
营业利润	2304	1558	1716	1884	每股经营现金	2.15	3.45	4.17	4.62
营业外收入	34	34	34	34	每股净资产	21.71	23.18	25.70	28.45
营业外支出	8	8	8	8	估值比率				
利润总额	2330	1584	1742	1910	P/E	8.2	12.0	10.9	10.0
所得税	558	377	415	456	P/B	2.0	1.9	1.7	1.5
净利润	1772	1207	1327	1454					
少数股东损益	1	1	1	1					
归属母公司净利润	1771	1206	1326	1453					
EBITDA	2405	1746	1934	2131					
EPS(元)	5.32	3.62	3.98	4.36					

## 分析师简介

赵瑞，食品饮料及农业行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11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
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级		
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	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 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
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现 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
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		