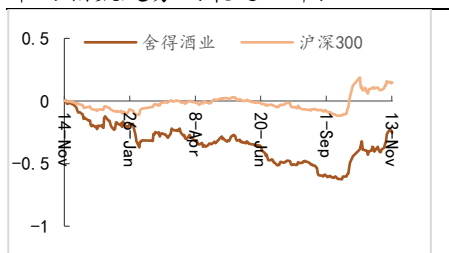


评级： 增持

核心观点

赵瑞
分析师
SAC 执业编号: 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)	80.10
一年内最高/最低价 (元)	109.98/39.56
市盈率 (当前)	12.93
市净率 (当前)	3.76
总股本 (亿股)	3.33
总市值 (亿元)	266.87

资料来源：聚源数据

相关研究

- 主动控量稳价，蓄力长远发展
- 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

- 事件：**公司发布 2024 年三季报，24Q1-3 营业收入 44.60 亿元，同比下降 15.03%，归母净利润 6.69 亿元，同比下降 48.35%；24Q3 营业收入 11.89 亿元，同比下降 30.92%，归母净利润 0.78 亿元，同比下降 79.23%。
- 控量调整持续，短期业绩仍承压。**1) 分产品：24Q3 中高档酒/普通酒营收分别为 8.97/1.53 亿元，同比-35.66%/-14.96%，中高档酒营收同比下滑较明显，主要由于今年白酒商务及宴席需求较为疲软，次高端产品普遍受到较大影响，公司对大单品品味舍得持续控量去库存。2) 分区域：24Q3 省内/省外营收分别为 3.47/7.03 亿元，同比-21.59%/-37.87%。24Q3 末经销商合计 2763 家，较 23 年末增加 108 家，其中新增经销商 280 家，退出经销商 172 家。
- 盈利水平同比表现回落。**24Q3 毛利率 63.66%，同比-10.97pct，预计主要由于品味舍得控货，中高档酒同比下降较多，产品结构整体有所下移。销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.84%/11.01%/1.30%/-0.37%，同比+3.38/+0.15/-0.61/-0.09pct。销售费用率同比提升较明显，预计主要由于三季度营收下降叠加部分费用相对刚性所致。归母净利率 6.56%，同比-15.31pct，盈利水平同比表现回落。现金流方面，24Q3 销售收现 11.47 亿元，同比-21.06%；24Q3 末合同负债 1.74 亿元，同比-46.61%，环比+7.29%。
- 主动降速提质，压力持续释放。**面对行业深度调整期，公司加强终端消费群体的营销投入，以及主动进行控量稳价，渠道库存压力正在逐步释放，在本轮调整期过后业绩有望迎来向上弹性。中长期看，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；坚持聚焦川冀鲁豫及东北，突破华东华南，提升西北市场的总体战略，稳步推进全国化布局。此外，公司董事会审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》，预计回购金额 1-2 亿元，回购价格不超过人民币 91 元/股，回购股份拟用于公司员工持股计划或股权激励，彰显公司自身对未来发展的信心。
- 投资建议：**根据 2024 年前三季度公司经营情况，我们调整盈利预测，预计 2024、2025、2026 年公司归母净利润分别为 8.7 亿元、9.6 亿元、10.8 亿元，同比分别-51.0%、10.7%、12.5%，当前股价对应 PE 分别为 31、28、25 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	57.7	60.9	66.4
营收增速 (%)	16.9	-18.5	5.4	9.0
归母净利润 (亿元)	17.7	8.7	9.6	10.8
归母净利润增速 (%)	5.1	-51.0	10.7	12.5
EPS(元/股)	5.32	2.61	2.89	3.25
PE	15.1	30.7	27.7	24.7

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	8209	8428	8820	经营活动现金流	716	872	1045	979
现金	2422	2281	2383	2362	净利润	1771	868	962	1082
应收账款	264	200	211	230	折旧摊销	157	203	236	267
其它应收款	51	42	44	48	财务费用	1	-16	-18	-20
预付账款	26	28	29	31	投资损失	-8	-49	-49	-49
存货	4424	4807	4896	5261	营运资金变动	-1198	-135	-90	-307
其他	91	74	78	85	其它	-9	0	5	6
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	-506	-426	-464
资产总计	11116	11579	12123	12830	短期借款	0	286	192	97
流动负债	3401	3712	3645	3659	长期借款	95	-92	0	0
短期借款	0	286	192	97	其他	-376	-717	-351	-389
应付账款	655	713	726	780	现金净增加额	-196	-141	103	-22
其他	71	78	79	85					
非流动负债	153	153	153	153	主要财务比率				
长期借款	39	39	39	39	成长能力				
其他	73	73	73	73	营业收入	16.9%	-18.5%	5.4%	9.0%
负债合计	3554	3865	3799	3812	营业利润	3.1%	-51.7%	11.1%	12.9%
少数股东权益	328	329	329	330	归属母公司净利润	5.1%	-51.0%	10.7%	12.5%
归属母公司股东权益	7233	7385	7995	8688	获利能力				
负债和股东权益	11116	11579	12123	12830	毛利率	74.5%	66.0%	67.1%	67.6%
					净利率	25.0%	15.0%	15.8%	16.3%
					ROE	24.5%	11.8%	12.0%	12.5%
					ROIC	22.4%	10.3%	10.8%	11.4%
					偿债能力				
					资产负债率	32.0%	33.4%	31.3%	29.7%
					净负债比率	1.2%	2.8%	1.9%	1.1%
					流动比率	2.38	2.21	2.31	2.41
					速动比率	1.08	0.92	0.97	0.97
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.50	0.50	0.52
					应收账款周转率	19.48	13.51	15.78	16.04
					应付账款周转率	1.93	1.95	1.88	1.93
					每股指标(元)				
					每股收益	5.32	2.61	2.89	3.25
					每股经营现金	2.15	2.62	3.14	2.94
					每股净资产	21.71	22.18	24.01	26.09
					估值比率				
					P/E	15.1	30.7	27.7	24.7
					P/B	3.7	3.6	3.3	3.1
利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
营业收入	7081	5774	6087	6636					
营业成本	1806	1966	2002	2151					
营业税金及附加	1015	827	872	951					
营业费用	1290	1299	1363	1466					
研发费用	108	87	91	100					
管理费用	636	548	590	644					
财务费用	-28	-16	-18	-20					
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	28	28	28					
营业利润	2304	1112	1235	1393					
营业外收入	34	34	34	34					
营业外支出	8	8	8	8					
利润总额	2330	1138	1261	1420					
所得税	558	269	299	337					
净利润	1772	869	962	1082					
少数股东损益	1	0	1	1					
归属母公司净利润	1771	868	962	1082					
EBITDA	2405	1299	1453	1640					
EPS (元)	5.32	2.61	2.89	3.25					

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
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