



舍得酒业 (600702.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

24 年报表释压，持续调架构稳基本盘

业绩简评

2025年3月21日，公司披露24年年报，期间实现营收53.6亿元，同比-24.4%；实现归母净利润3.5亿元，同比-80.5%。其中24Q4实现营收9.0亿元，同比-51.1%；实现归母净利润-3.2亿元、录得亏损，位于此前业绩预告偏下沿。

经营分析

公司经营状态在行业景气度加速回落阶段明显承压，缺乏营收支撑使得24Q4录得净亏损、EPS大幅出清。

从营收结构来看，24年分产品中高档/普通酒分别实现营收41.0/6.9亿元，同比分别-27.6%/-23.4%，其中24Q4同比分别-60.3%/-26.3%，中高档酒受景气冲击影响更强、去库加速；24年夜郎古实现营收2.6亿元，同比+47.8%，其中24H2同比-10.0%，全年亏损0.57亿。整体结构弱化叠加成本端等因素，24年毛利率同比-9.0pct至65.5%。

分区域来看，24年省内/省外/电商分别实现营收15.1/32.8/4.5亿元，同比分别-19.7%/-29.9%/+3.1%；公司区域规划仍是聚焦基地市场打造下的全国化思路。截至24年末，公司留存经销商2663个，期内新增420个/退出412个，净增加8个。

从报表结构来看，缺乏营收支撑对报表质量影响较强：1) 24年归母净利润同比-18.6pct至6.5%，源于前述毛利率-9.0pct、销售费用率/营业税金及附加占比+5.6pct/+5.1pct。2) 24年末合同负债余额1.6亿元，环比-0.1亿元，考虑合同负债环比变量后24Q4营收-50%；24Q4销售收现11.8亿元，同比-37.4%。3) 24年分红率40.9%，同比+0.7pct，增产扩能等项目仍有资本开支资金需求。

盈利预测、估值与评级

考虑白酒需求持续承压，我们下调公司25-26年归母净利润57%/56%，预计25-27年收入分别+1.5%/+6.6%/+13.4%；归母净利润分别+30.9%/+17.1%/+25.0%，对应归母净利润分别4.53/5.30/6.62亿元；EPS为1.36/1.59/1.99元，公司股票现价对应PE估值分别为43.2/36.9/29.5倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期；行业政策风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：58.71元

相关报告：

- 《舍得酒业公司点评：调整期仍承压，拟再回购用以员工激励》，2024.10.29
- 《舍得酒业公司点评：Q2业绩承压，品味去库控量稳价》，2024.8.22
- 《舍得酒业公司点评：Q1业绩符合预期，消费培育仍在途》，2024.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,081	5,357	5,437	5,799	6,576
营业收入增长率	16.9%	-24.3%	1.5%	6.6%	13.4%
归母净利润(百万元)	1,771	346	453	530	662
归母净利润增长率	5.1%	-80.5%	30.9%	17.1%	25.0%
摊薄每股收益(元)	5.316	1.038	1.358	1.591	1.988
每股经营性现金流净额	2.15	-2.12	0.98	0.96	1.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.49%	5.08%	6.39%	7.16%	8.50%
P/E	18.19	63.53	43.22	36.90	29.53
P/B	4.45	3.23	2.76	2.64	2.51

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,056	7,081	5,357	5,437	5,799	6,576
增长率		16.9%	-24.3%	1.5%	6.6%	13.4%
主营业务成本	-1,349	-1,806	-1,847	-1,948	-2,068	-2,326
%销售收入	22.3%	25.5%	34.5%	35.8%	35.7%	35.4%
毛利	4,707	5,275	3,510	3,489	3,731	4,250
%销售收入	77.7%	74.5%	65.5%	64.2%	64.3%	64.6%
营业税金及附加	-903	-1,015	-1,042	-1,000	-1,044	-1,164
%销售收入	14.9%	14.3%	19.4%	18.4%	18.0%	17.7%
销售费用	-1,016	-1,290	-1,276	-1,267	-1,334	-1,486
%销售收入	16.8%	18.2%	23.8%	23.3%	23.0%	22.6%
管理费用	-587	-636	-545	-533	-557	-612
%销售收入	9.7%	9.0%	10.2%	9.8%	9.6%	9.3%
研发费用	-76	-108	-95	-82	-87	-99
%销售收入	1.3%	1.5%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	2,124	2,227	551	607	710	890
%销售收入	35.1%	31.5%	10.3%	11.2%	12.2%	13.5%
财务费用	41	28	26	-24	-27	-33
%销售收入	-0.7%	-0.4%	-0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
资产减值损失	3	0	-19	0	0	0
公允价值变动收益	41	22	5	0	0	0
投资收益	3	8	-10	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.4%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,236	2,304	568	599	702	877
营业利润率	36.9%	32.5%	10.6%	11.0%	12.1%	13.3%
营业外收支	11	26	-54	0	0	0
税前利润	2,246	2,330	514	599	702	877
利润率	37.1%	32.9%	9.6%	11.0%	12.1%	13.3%
所得税	-546	-558	-173	-150	-175	-219
所得税率	24.3%	23.9%	33.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,701	1,772	340	450	526	658
少数股东损益	15	1	-5	-3	-4	-4
归属于母公司的净利润	1,685	1,771	346	453	530	662
净利率	27.8%	25.0%	6.5%	8.3%	9.1%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,701	1,772	340	450	526	658
少数股东损益	15	1	-5	-3	-4	-4
非现金支出	148	173	226	233	258	278
非经营收益	-21	-39	-100	17	4	-2
营运资金变动	-787	-1,191	-1,174	-375	-467	-273
经营活动现金净流	1,041	716	-708	325	321	662
资本开支	-582	-870	-1,001	-479	-484	-390
投资	100	693	600	0	0	0
其他	54	-158	210	0	0	0
投资活动现金净流	-428	-335	-192	-479	-484	-390
股权募资	80	0	0	0	0	0
债权募资	25	96	1,079	-209	-31	100
其他	-200	-672	-957	-230	-254	-309
筹资活动现金净流	-95	-576	122	-439	-285	-209
现金净流量	518	-196	-778	-593	-448	62

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,448	2,422	1,543	949	501	563
应收款项	371	582	557	555	576	635
存货	3,583	4,424	5,219	5,765	6,401	7,073
其他流动资产	1,366	666	117	39	41	47
流动资产	7,767	8,094	7,437	7,309	7,519	8,318
%总资产	79.3%	72.8%	63.0%	61.1%	60.4%	62.0%
长期投资	49	56	56	56	56	56
固定资产	1,514	2,325	3,515	3,698	3,858	3,898
%总资产	15.5%	20.9%	29.8%	30.9%	31.0%	29.0%
无形资产	344	454	456	495	533	570
非流动资产	2,030	3,022	4,365	4,653	4,930	5,102
%总资产	20.7%	27.2%	37.0%	38.9%	39.6%	38.0%
资产总计	9,798	11,116	11,802	11,962	12,449	13,420
短期借款	11	92	732	523	493	593
应付款项	1,846	2,037	2,654	2,455	2,543	2,821
其他流动负债	1,275	1,273	679	969	1,073	1,260
流动负债	3,133	3,401	4,066	3,948	4,110	4,673
长期贷款	25	39	431	431	431	431
其他长期负债	103	114	174	182	194	208
负债	3,260	3,554	4,671	4,562	4,735	5,313
普通股股东权益	6,329	7,233	6,808	7,080	7,398	7,795
其中：股本	333	333	333	333	333	333
未分配利润	4,958	6,229	5,861	6,133	6,451	6,848
少数股东权益	208	328	323	320	316	312
负债股东权益合计	9,798	11,116	11,802	11,962	12,449	13,420

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.058	5.316	1.038	1.358	1.591	1.988
每股净资产	18.996	21.709	20.435	21.253	22.208	23.401
每股经营现金净流	3.125	2.148	-2.124	0.976	0.962	1.986
每股股利	1.500	2.150	0.430	0.543	0.636	0.795
回报率						
净资产收益率	26.63%	24.49%	5.08%	6.39%	7.16%	8.50%
总资产收益率	17.20%	15.94%	2.93%	3.78%	4.26%	4.94%
投入资本收益率	24.38%	21.90%	4.38%	5.41%	6.11%	7.24%
增长率						
主营业务收入增长率	21.86%	16.93%	-24.35%	1.50%	6.65%	13.41%
EBIT增长率	30.74%	4.85%	-75.24%	10.10%	16.96%	25.33%
净利润增长率	35.31%	5.09%	-80.48%	30.87%	17.13%	24.97%
总资产增长率	21.06%	13.45%	6.18%	1.35%	4.07%	7.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.1	12.4	17.0	16.0	15.0	14.0
存货周转天数	862.7	809.3	952.7	1,080.0	1,130.0	1,110.0
应付账款周转天数	103.2	115.1	181.5	190.0	180.0	175.0
固定资产周转天数	63.7	82.5	181.0	183.9	176.2	152.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.90%	-38.25%	-5.32%	0.07%	5.49%	5.69%
EBIT利息保障倍数	-52.4	-80.7	-21.1	25.8	26.2	26.7
资产负债率	33.27%	31.98%	39.58%	38.14%	38.03%	39.59%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	9	12	40
增持	1	3	7	7	4
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.38	1.44	1.37	1.25

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究