

舍得酒业（600702）

2024 年报点评：短期持续承压，期待基地市场整固显效

增持（维持）

2025 年 03 月 23 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7087	5357	5096	5646	6367
同比（%）	17.04	(24.41)	(4.88)	10.79	12.77
归母净利润（百万元）	1,769.39	345.78	517.24	728.30	929.55
同比（%）	4.98	(80.46)	49.59	40.81	27.63
EPS-最新摊薄（元/股）	5.31	1.04	1.55	2.19	2.79
P/E（现价&最新摊薄）	11.05	56.56	37.81	26.85	21.04

投资要点

■ **事件：**公司发布 2024 年年报，全年实现营收 53.6 亿元，归母净利 3.5 亿元，同比分别-24.3%、-80.5%；对应 24Q4 单季营收、归母净利润同比分别-51.1%、-167.9%。全年业绩承压，主因次高端需求不振，公司坚持“控量稳价”策略，更多着眼动销去库。

■ **业绩仍处调整期，24H2 收入降幅扩大。**24FY 公司酒类收入实现 47.9 亿元，同比下滑 27.0%；24Q4 酒类收入实现 7.5 亿元，同比下滑 56.1%。

1)分产品看：24FY 公司中高档/普通酒收入分别同比下滑 27.6%、23.4%，其中，正贡献主要来自：舍之道同比保持较快增长，沱牌光瓶 T68、窖龄特曲等产品小体量实现快速增长；负拖累主要来自：品味舍得控量稳价，并做渠道优化和库存清理，导致收入明显下滑；沱牌定制产品也有明显收缩。**2)分区域看：**24FY 省内/省外收入分别为 15.1/32.8 亿元，同比分别下滑 19.7%、29.9%，其中四川、山东、河北降幅相对较小。年内公司更加聚焦基地市场，围绕 7 个过亿规模的城市牵头打造基地市场，以构建业绩护城河。**3)分渠道看：**24FY 公司批发、电商收入分别同比-29.2%、+3.1%。其中，线下渠道仍处梳理整固阶段，24FY 酒类产品新增经销商 420 家（预计主要是沱牌、夜郎古招商贡献），退出、清理经销商 412 家，报告期末共有经销商 2663 家，同比净增 8 家；电商渠道公司做好线上标品价格管控，同时积极开拓专销产品增量。

■ **盈利能力显著承压，主要系刚性支出及税金拖累。****1)收现端：**24Q4 期末公司合同负债 1.6 亿元，同比/环比回落 1.1、0.1 亿元；全年收现比为 1.08，同比+3.7pct，全年营收+△预收增速与收入增速基本匹配。**2)利润端：**24FY 公司净利率同比下降 18.7pct 至 6.4%，主系毛销及税金拖累。**①24FY 毛利率同降 9.0pct 至 65.5%，中高档/普通酒吨价同比-18%/+31%，中高档/普通酒吨成本同比+17%/+55%。**毛利受损 1 是舍得系列控货调整，公司产品结构明显下移；2 是折旧、人工等成本支出相对刚性。**②24FY 公司销售费率同比+5.6pct 至 23.8%，费用金额同比仅下降 1.0%，主因公司针对积压库存进行额外促销投入。**伴随库存逐步清理，预计后续费率增长压力相对可控。**③24FY 公司税金及附加同增 2.7%，税率同比+5.1pct 至 19.4%，主因消费税缴纳较为刚性。**24Q4 公司转盈为亏，收入大幅收缩背景下，但年末刚性成本、费用及税金支出仍然较多。

■ **盈利预测与投资评级：**公司坚持长期主义，持续围绕动销培育及基地市场打造发力，并有序推进酒旅融合项目以强化品牌认知。短期由于需求不振，预计公司业绩仍有调整压力，我们更新 2025~26 年归母净利润预测为 5.2、7.3 亿元（前值 10.3/11.9 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 9.3 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 38、27、21X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	58.71
一年最低/最高价	39.56/86.25
市净率(倍)	2.87
流通 A 股市值(百万元)	19,528.05
总市值(百万元)	19,557.62

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.43
资产负债率(%,LF)	39.58
总股本(百万股)	333.12
流通 A 股(百万股)	332.62

相关研究

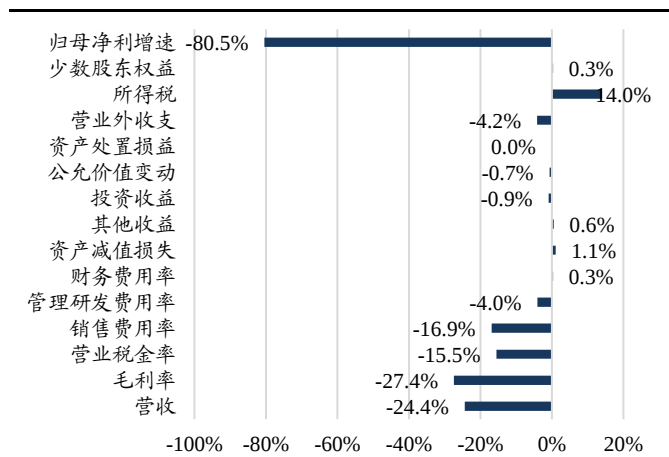
《舍得酒业(600702)：2024 年三季报点评：降速调控，缓而图之》

2024-10-29

《舍得酒业(600702)：2024 年半年报点评：主动调整，砥砺前行》

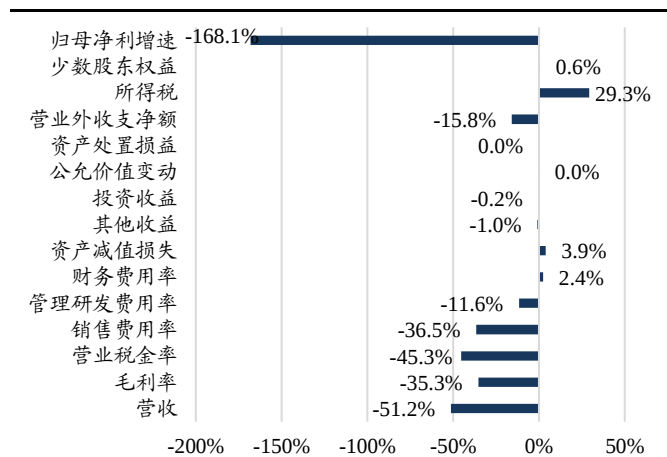
2024-08-22

图1：24FY 舍得酒业归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：24Q4 舍得酒业归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

舍得酒业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,437	7,023	7,388	7,862	营业总收入	5,357	5,096	5,646	6,367
货币资金及交易性金融资产	1,543	1,215	824	749	营业成本(含金融类)	1,847	1,870	2,036	2,261
经营性应收款项	568	526	545	602	税金及附加	1,042	754	819	942
存货	5,219	5,164	5,908	6,391	销售费用	1,276	1,131	1,166	1,248
合同资产	0	0	0	0	管理费用	545	535	553	585
其他流动资产	106	119	110	121	研发费用	95	91	86	82
非流动资产	4,365	4,641	4,844	5,061	财务费用	(26)	(8)	0	1
长期股权投资	18	18	18	18	加:其他收益	14	15	14	15
固定资产及使用权资产	2,663	2,926	3,212	3,438	投资净收益	(10)	(12)	3	3
在建工程	858	881	803	796	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	423	423	423	423	减值损失	(19)	(6)	(7)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	1	2
长期待摊费用	33	23	18	16	营业利润	568	722	998	1,262
其他非流动资产	369	369	369	369	营业外净收支	(54)	(10)	(19)	(29)
资产总计	11,802	11,664	12,232	12,923	利润总额	514	711	980	1,234
流动负债	4,066	3,624	3,670	3,739	减:所得税	173	199	250	302
短期借款及一年内到期的非流动负债	732	732	732	732	净利润	340	512	730	931
经营性应付款项	1,447	1,159	1,111	909	减:少数股东损益	(5)	(5)	1	2
合同负债	165	168	204	271	归属母公司净利润	346	517	728	930
其他流动负债	1,722	1,564	1,622	1,827	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	1.55	2.19	2.79
非流动负债	605	605	605	605	EBIT	565	730	1,000	1,263
长期借款	431	431	431	431	EBITDA	773	948	1,236	1,514
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.52	63.30	63.93	64.48
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	6.45	10.15	12.90	14.60
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	(24.41)	(4.88)	10.79	12.77
负债合计	4,671	4,230	4,275	4,345	归母净利润增长率(%)	(80.46)	49.59	40.81	27.63
归属母公司股东权益	6,808	7,116	7,638	8,257					
少数股东权益	323	318	319	321					
所有者权益合计	7,131	7,434	7,957	8,578					
负债和股东权益	11,802	11,664	12,232	12,923					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(708)	403	277	732	每股净资产(元)	20.44	21.36	22.93	24.79
投资活动现金流	(192)	(516)	(454)	(491)	最新发行在外股份(百万股)	333	333	333	333
筹资活动现金流	122	(216)	(214)	(317)	ROIC(%)	4.68	6.22	8.40	10.11
现金净增加额	(778)	(329)	(390)	(76)	ROE-摊薄(%)	5.08	7.27	9.54	11.26
折旧和摊销	208	218	236	250	资产负债率(%)	39.58	36.26	34.95	33.62
资本开支	(1,001)	(504)	(457)	(494)	P/E (现价&最新股本摊薄)	56.56	37.81	26.85	21.04
营运资本变动	(1,174)	(362)	(717)	(485)	P/B (现价)	2.87	2.75	2.56	2.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>