

调整加速，静待转机

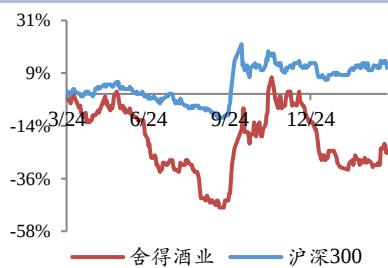
——舍得酒业 2024 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-23

收盘价（元）	58.71
近 12 个月最高/最低（元）	86.25/39.56
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	333
流通股比例（%）	99.85
总市值（亿元）	196
流通市值（亿元）	195

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

相关报告

1. 舍得酒业 24Q3：主动调整，静待转机 2024-10-29
2. 舍得酒业 24Q2：静待市场修复 2024-08-23
3. 舍得酒业 24Q1：蓄势向前 2024-04-30

主要观点：

➤ 公司发布 2024 年业绩：

- **24Q4**：营业总收入 8.97 亿元（-51.2%），归母净利润-3.23 亿元（-168.1%），扣非归母净利润-2.53 亿元（-155.0%）。
- **24 年**：营业总收入 53.57 亿元（-24.4%），归母净利润 3.46 亿元（-80.5%），扣非归母净利润 4.01 亿元（-76.6%）。
- **已发预告，24Q4 业绩略低于预告中枢。**

● 收入：需求走弱拖累

- 分价格带：24Q4 公司中高档/普通酒营收分别同比-60.5%/-26.4%，淡季需求承压，公司更注重渠道健康，未进行压货。24 年中高档/普通酒营收分别同比-27.7%/-23.4%，中高档酒受商务需求走弱影响程度较大。分量价看，中高档酒 24 年量/价分别同比-12.1%/-17.6%，量价齐降，主因品味舍得需求走弱，叠加低价格带的舍之道表现较好拉低中高档酒的产品结构；普通酒 24 年量/价分别同比-41.7%/+31.3%，量减价增，主因公司削减定制酒，同时聚焦 T68 为主的高价产品抬升产品结构。
- 分区域：24Q4 公司省内/外白酒业务营收分别同比-49.8%/-59.0%，省内表现好于省外。24 年公司省内/外白酒业务营收分别同比-19.7%/-30.0%，同期公司省内/外经销商数分别净+79/-71 家，省内持续渠道下沉，省外仍处于收缩状态。
- 回款质量：24Q4 公司销售收现同比-37.4%，同期营收+Δ合同负债同比-50.3%，回款表现与营收表现基本一致，渠道信心仍处于底部盘整阶段。

● 利润：产品结构+规模效应拖累

- 毛利率：24Q4/24A 公司毛利率分别为 53.66%/65.52%，分别同比-18.6/-9.0pct，全年毛利率下降主要源自产品结构持续下移，中高档酒中舍之道表现优于品味，普通酒占比全年白酒业务营收提升 0.7pct 至 14.5%。
- 净利率：24Q4 公司销售/管理费率分别同比+19.5/+4.0pct，24 年公司销售/管理费率分别同比+5.6/+1.2pct，主因营收规模降低而渠道费用与消费者培育费用相对刚性导致规模效应减弱，24Q4/24 年公司归母净利率分别同比-62.3/-18.7pct 至-36.4%/6.4%。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

公司 25 年延续调整趋势，舍之道、T68 聚焦大众价格带，需求韧性相对较强，叠加渠道下沉与空白市场开发，预计仍为营收增长主要来

源；品味仍以控货挺价为主，静待商务需求恢复。

盈利预测：考虑到公司经营调整加速，我们更新公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 56.08/60.57/66.50 亿元（原值 25-26 分别为 59.88/65.01 亿元），分别同比+4.7%/+8.0%/+9.8%；实现归母净利润 4.16/4.87/6.12 亿元（原值 25-26 年分别为 10.01/11.22 亿元），分别同比+20.4%/+16.9%/+25.6%；当前股价对应 PE 分别为 47/40/32 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

商务宴席景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5357	5608	6057	6650
收入同比（%）	-24.4%	4.7%	8.0%	9.8%
归属母公司净利润	346	416	487	612
净利润同比（%）	-80.5%	20.4%	16.9%	25.6%
毛利率（%）	65.5%	62.7%	63.0%	64.2%
ROE（%）	5.1%	5.8%	6.5%	7.7%
每股收益（元）	1.05	1.25	1.46	1.84
P/E	62.67	46.96	40.16	31.97
P/B	3.23	2.73	2.60	2.45
EV/EBITDA	27.93	28.07	23.83	18.41

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 3 月 21 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	7437	8554	9325	10294	
现金	1543	2323	3088	4296	
应收账款	236	387	118	252	
其他应收款	55	880	129	240	
预付账款	65	126	112	71	
存货	5219	4671	5524	5051	
其他流动资产	318	167	355	384	
非流动资产	4365	4324	4277	4227	
长期投资	18	18	18	18	
固定资产	2657	2637	2611	2579	
无形资产	423	443	458	473	
其他非流动资产	1267	1226	1190	1157	
资产总计	11802	12878	13602	14521	
流动负债	4066	4798	5164	5634	
短期借款	711	711	711	711	
应付账款	1182	16	978	344	
其他流动负债	2173	4071	3475	4580	
非流动负债	605	605	605	605	
长期借款	431	431	431	431	
其他非流动负债	174	174	174	174	
负债合计	4671	5404	5770	6240	
少数股东权益	323	317	309	299	
股本	333	333	333	333	
资本公积	816	749	749	749	
留存收益	5659	6076	6441	6900	
归属母公司股东权	6808	7158	7523	7982	
负债和股东权益	11802	12878	13602	14521	

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-708	937	978	1452
净利润	340	410	479	602
折旧摊销	208	131	138	140
财务费用	6	7	7	7
投资损失	10	-6	-6	-7
营运资金变动	-1174	395	359	710
其他经营现金流	1416	15	120	-107
投资活动现金流	-192	-84	-84	-83
资本支出	-1001	-90	-90	-90
长期投资	600	0	0	0
其他投资现金流	210	6	6	7
筹资活动现金流	122	-74	-129	-160
短期借款	711	0	0	0
长期借款	392	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-28	-67	0	0
其他筹资现金流	-953	-7	-129	-160
现金净增加额	-778	779	765	1209

资料来源：wind，华安证券研究所

利润表	单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5357	5608	6057	6650
营业成本	1847	2094	2238	2379
营业税金及附加	1042	897	969	1064
销售费用	1276	1458	1563	1702
管理费用	545	561	606	665
财务费用	-26	-24	-39	-55
资产减值损失	-19	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资净收益	-10	6	6	7
营业利润	568	554	648	814
营业外收入	23	0	0	0
营业外支出	77	0	0	0
利润总额	514	554	648	814
所得税	173	144	168	212
净利润	340	410	479	602
少数股东损益	-5	-6	-8	-9
归属母公司净利润	346	416	487	612
EBITDA	773	655	740	892
EPS（元）	1.05	1.25	1.46	1.84

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-24.4%	4.7%	8.0%	9.8%
营业利润	-75.3%	-2.4%	16.9%	25.6%
归属于母公司净利	-80.5%	20.4%	16.9%	25.6%
获利能力				
毛利率 (%)	65.5%	62.7%	63.0%	64.2%
净利率 (%)	6.5%	7.4%	8.0%	9.2%
ROE (%)	5.1%	5.8%	6.5%	7.7%
ROIC (%)	4.5%	4.5%	5.0%	5.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	39.6%	42.0%	42.4%	43.0%
净负债比率 (%)	65.5%	72.3%	73.7%	75.3%
流动比率	1.83	1.78	1.81	1.83
速动比率	0.52	0.77	0.70	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.45	0.46	0.47
应收账款周转率	21.26	18.00	24.00	36.00
应付账款周转率	2.01	3.50	4.50	3.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	1.25	1.46	1.84
每股经营现金流 (摊)	-2.12	2.81	2.93	4.36
每股净资产	20.44	21.49	22.58	23.96
估值比率				
P/E	62.67	46.96	40.16	31.97
P/B	3.23	2.73	2.60	2.45
EV/EBITDA	27.93	28.07	23.83	18.41

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。