2025 年 03 月 24 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩短期承压，期待企稳回升

—舍得酒业（600702.SH）公司事件点评报告

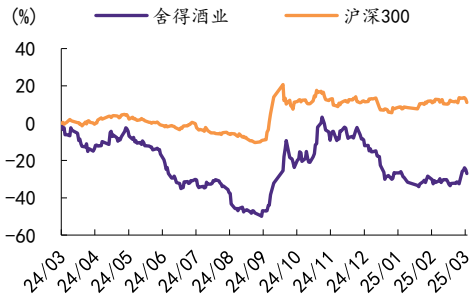
买入(维持)

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyn@cfsc.com.cn

基本数据 2025-03-21

当前股价（元）	58.71
总市值（亿元）	196
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	333
52 周价格范围（元）	40.18-82.9
日均成交额（百万元）	630.28

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《舍得酒业（600702）：调整期业绩承压，发布回购方案彰显信心》2024-10-29

2、《舍得酒业（600702）：利润不及预期，短期去库释放压力》2024-08-22

3、《舍得酒业（600702）：收入符合预期，利润略承压》2024-04-27

事件

2025 年 3 月 21 日，舍得酒业发布 2024 年年报。

投资要点

控货保价调整市场，业绩表现承压

主动调整控货，业绩承压明显。2024 年总营收/归母净利润分别为 53.57/3.46 亿元，分别同比-24%/-80%；2024Q4 分别为 8.97/-3.23 亿元，分别同比-51%/-168%。**产品结构下探，影响盈利水平。**2024 年毛利率/净利率分别为 66%/6%，分别同比-9.0/-18.7pcts。2024Q4 毛利率/净利率分别为 54%/-36%，分别同比-18.6/-62.3pcts。**收入规模下降，费用率整体提升。**2024 年销售/管理费用率分别为 24%/10%，分别同比+5.6/+1.2pcts。**回款增速与收入一致，经营净现金流承压。**2024 年经营净现金流/销售回款分别为-7.08/57.67 亿元，分别同比-199%/-22%。截至 2024 年年末，公司合同负债 1.65 亿元（环比-0.09 亿元）。

品味控货保价，舍之道保质增长

次高端价位带需求疲软，中高档酒产品结构调整。2024/2024Q4 中高档酒营收分别为 40.96/7.54 亿元，分别同减 27.58%/60.31%。2024 年毛利率下降 4.9pcts 至 81.76%；销量/均价增速分别为-12.09%/-13.94%，主品品味舍得控货保价效果明显，目前库存处于合理水平；舍之道在乡镇市场增长较快，凸显宴席用酒定位；后续公司仍将以藏品十年为抓手突破千元价位带。**做好 T68 浓香高线光瓶定位，缩减定制产品。**2024/2024Q4 普通酒营收分别为 6.93/1.56 亿元，分别同减 23.42%/26.34%。2024 年毛利率下降 1.27pcts 至 92.25%；销量/均价增速分别为-41.69%/+29.74%，持续在主力城市打造 T68，提高与大众餐饮适配度，强化铺市率。

重视与经销商同成长，加大基地市场投放力度

分渠道看，2024 年电商/经销营收分别为 4.46/43.43 亿元，分别同比+3.08%/-29.13%，线上渠道有所增长，经销渠道承压，截至目前拥有 2663 家经销商，持续提升小商培育力度。**分区域看，**2024 年省内/省外营收分别为 15.11/32.77 亿元，分别同减 19.72%/29.93%；省内营收占比同比+2.86pcts，提高省内重视程度，加大对基地市场投放力度。

盈利预测

短期白酒消费疲软致公司业绩承压，长期看好商务场景复苏后品味舍得在次高端市场的品牌力持续提升。我们预计公司2025-2027 年 EPS 为 1.31/1.58/1.91 元，当前股价对应 PE 分别为 45/37/31 倍，考虑到公司作为次高端弹性标的，且较早进入业绩调整期，目前基数较低，后续经济复苏后商务宴请预计恢复，公司业绩与股价表现弹性预计较高，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，舍得增速不及预期、老酒战略推进受阻、省外扩张不及预期、夜郎古销售不及预期、股份回购进度低于预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	5,357	5,546	5,933	6,498
增长率（%）	-24.3%	3.5%	7.0%	9.5%
归母净利润（百万元）	346	438	526	636
增长率（%）	-80.5%	26.6%	20.0%	21.0%
摊薄每股收益（元）	1.04	1.31	1.58	1.91
ROE（%）	4.8%	5.9%	6.7%	7.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,543	1,304	1,811	2,400
应收款	518	456	406	392
存货	5,219	6,586	6,543	6,634
其他流动资产	156	191	237	258
流动资产合计	7,437	8,537	8,997	9,683
非流动资产：				
金融类资产	0	80	130	160
固定资产	2,657	2,974	2,974	2,855
在建工程	824	330	132	53
无形资产	423	402	381	361
长期股权投资	18	18	18	18
其他非流动资产	443	443	443	443
非流动资产合计	4,365	4,167	3,947	3,729
资产总计	11,802	12,704	12,944	13,412
流动负债：				
短期借款	711	711	711	711
应付账款、票据	1,442	2,058	1,919	1,895
其他流动负债	1,748	1,748	1,748	1,748
流动负债合计	4,066	4,654	4,508	4,497
非流动负债：				
长期借款	431	434	436	437
其他非流动负债	174	174	174	174
非流动负债合计	605	608	610	611
负债合计	4,671	5,262	5,118	5,108
所有者权益				
股本	333	333	333	333
股东权益	7,131	7,442	7,826	8,305
负债和所有者权益	11,802	12,704	12,944	13,412

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	340	442	542	669
少数股东权益	-5	4	16	33
折旧摊销	187	198	218	217
公允价值变动	5	0	0	0
营运资金变动	-1234	-671	-49	-79
经营活动现金净流量	-708	-27	728	841
投资活动现金净流量	-192	97	148	168
筹资活动现金净流量	660	-128	-156	-190
现金流量净额	-239	-58	720	820

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**5,357**	**5,546**	**5,933**	**6,498**
营业成本	1,847	1,904	2,039	2,224
营业税金及附加	1,042	1,100	1,145	1,235
销售费用	1,276	1,265	1,335	1,429
管理费用	545	527	546	585
财务费用	-26	11	-3	-19
研发费用	95	100	107	117
费用合计	1,890	1,903	1,985	2,112
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	5	0	0	0
投资收益	-10	-4	-5	-5
营业利润	**568**	**632**	**757**	**917**
加:营业外收入	23	12	10	9
减:营业外支出	77	30	25	22
利润总额	514	614	742	904
所得税费用	173	172	200	235
净利润	**340**	**442**	**542**	**669**
少数股东损益	-5	4	16	33
归母净利润	**346**	**438**	**526**	**636**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-24.3%	3.5%	7.0%	9.5%
归母净利润增长率	-80.5%	26.6%	20.0%	21.0%
盈利能力				
毛利率	65.5%	65.7%	65.6%	65.8%
四项费用/营收	35.3%	34.3%	33.5%	32.5%
净利率	6.4%	8.0%	9.1%	10.3%
ROE	4.8%	5.9%	6.7%	7.7%
偿债能力				
资产负债率	39.6%	41.4%	39.5%	38.1%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	10.3	12.2	14.6	16.6
存货周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
每股数据(元/股)				
EPS	1.04	1.31	1.58	1.91
P/E	56.6	44.7	37.2	30.8
P/S	3.7	3.5	3.3	3.0
P/B	2.9	2.7	2.6	2.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	＞ 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	＜ -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	＞ 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	＜ -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。