

舍得酒业（600702.SH）

2024Q4 经营延续承压，推动产品、区域、渠道调整

中性

核心观点

2024 年收入及利润同比下滑，第四季度降幅扩大。2024 年公司实现营业总收入 53.57 亿元/同比-24.4%，归母净利润 3.46 亿元/同比-80.5%，净利润增速在此前预告值中枢偏低水平；2024 年白酒需求进一步走弱，公司以促动销为工作重心，充分释放渠道风险，报表端收入及利润表现承压。**2024Q4 营业总收入 8.97 亿元/同比-51.2%，亏损 3.23 亿元/同比转负；2024Q4 销售收现 11.82 亿元/同比-37.4%，经营性现金流量净额-5.63 亿元，截至 2024 年底合同负债 1.65 亿元/环比-0.09 亿元，经销商数量环比 2024Q3 末减少 100 个，渠道侧加速结构优化和风险出清。**

2024 年产品结构承压，公司协助经销商提升动销。分产品看，2024 年中高档酒/低档酒实现收入 40.96/6.93 亿元，同比-27.66%/-23.44%；其中大单品品味舍得全年持续聚焦控货挺价，收入下滑拖累中高档酒整体表现；舍之道同比保持较快增长、县乡级市场销售较好；中低端产品下滑主要系开发产品收缩体量所致，其中高线光瓶酒 T68 小基数下实现较快增长。**分区域看**，2024 年省内/省外实现收入 15.11/32.77 亿元，同比-19.72%/-30.3%，传统优势区域四川、山东、河北降幅较小，公司选取 7 个亿元级别城市打造基地市场，聚焦资源进行全价位+全渠道布局，预计成为 2025 年收入增长贡献主力。**分渠道看**，2024 年批发代理渠道/电商渠道收入同比-29.20%/+3.08%，线下渠道面临渠道周转压力，公司协助经销商促动销、去库存，降低渠道回款压力；线上渠道专销、类标品增长较好。

收入下滑叠加费用支出刚性，2024 年净利率同比-18.5pcts。2024 年毛利率同比-9.0pcts，主因 1) 舍之道及 T68 顺势放量，致产品结构下行；2) 成本支出具有刚性，中高档酒/普通酒毛利率分别同比-7.11/-9.23pcts。2024 年税金及附加率同比+5.1pcts，销售费用率+5.6pcts，管理费用率+1.2pcts，收入下滑背景下，公司仍保持积极的费投水平促动销，品牌建设、宴席买赠、扫码红包等支出仍然较多。

盈利预测与投资建议：短期白酒需求仍在磨底复苏，2024Q4 合同负债及收现情况反应 2025 年春节销售仍趋势承压，预计 2025 上半年公司仍以去化库存、稳定价盘为工作重心，下调此前 2025-26 年收入预测并引入 2027 年预测，预计 2025/2026 年公司收入 50.8/53.8/57.6 亿元，同比-5.1%/+5.8%/+7.1%（前值 2025/26 年收入为 60.9/67.5 亿元）。考虑到 1-2 年维度白酒行业存量竞争趋势延续，次高端白酒需求复苏对宏观经济依赖度较高，公司未来仍处于产品、区域、渠道调整阶段，同步下修利润预测，预计 2025-27 年归母净利润 4.2/4.5/5.1 亿元，同比+21.9%/+7.0%/+12.6%（前值 2025/26 年为 11.8/13.2 亿元）。公司坚持长期主义和老酒战略，大单品品味挺价决心坚定，深耕优势市场、加强消费者培育，有望逐步推动产品结构升级。当前股价对应 25-26 年 46.5/40.1 倍 PE，维持“中性”评级。

风险提示：白酒需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，渠道库存增加等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,081	5,357.069	5,082.48	5,375.234	5,756.359
(+/-%)	16.9%	-24.3%	-5.1%	5.8%	7.1%
净利润(百万元)	1771	345.775	421.636	451.009	507.621
(+/-%)	5.1%	-80.5%	21.9%	7.0%	12.6%
每股收益(元)	5.32	1.04	1.27	1.35	1.52
EBIT Margin	31.5%	10.3%	11.1%	11.4%	13.1%
净资产收益率(ROE)	24.5%	5.1%	5.9%	6.5%	8.0%
市盈率(PE)	11.0	56.6	46.4	43.4	38.5
EV/EBITDA	9.7	32.8	27.2	24.3	21.5
市净率(PB)	2.70	2.87	2.75	2.81	3.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	中性(维持)
合理估值	
收盘价	57.07 元
总市值/流通市值	19011/18983 百万元
52 周最高价/最低价	86.25/39.56 元
近 3 个月日均成交额	503.87 百万元

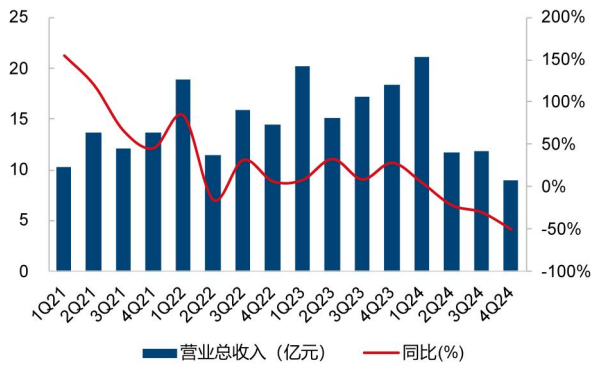
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

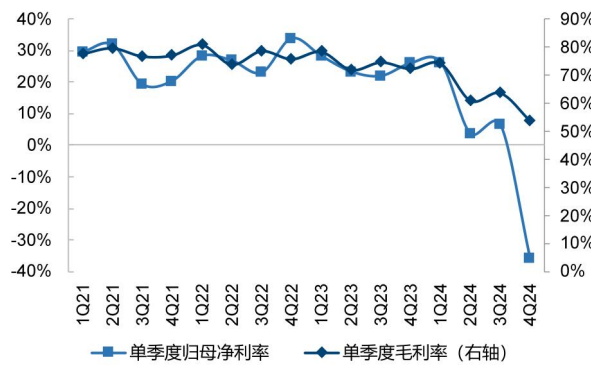
- 《舍得酒业（600702.SH）-第三季度继续释放渠道风险，拟回购股份用于员工激励》——2024-10-29
- 《舍得酒业（600702.SH）-第二季度收入及利润阶段性下滑，释放渠道风险》——2024-08-23
- 《舍得酒业（600702.SH）-产品结构略有承压，费效比提升初显成效》——2024-05-04
- 《舍得酒业（600702.SH）-大众价位复苏明显，持续聚焦库存去化》——2024-03-27
- 《舍得酒业（600702.SH）-适度调整经营节奏，静待需求时钟切换》——2023-10-28

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速


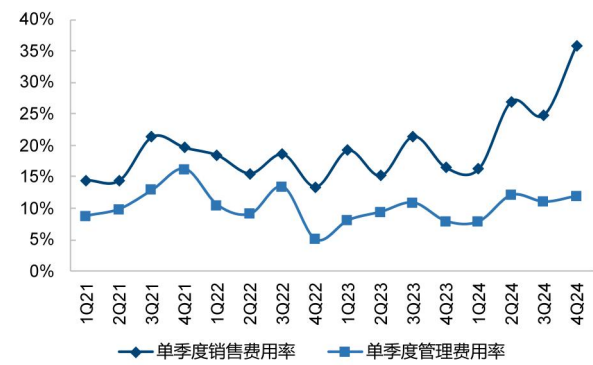
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：舍得酒业盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	5,357	6,094	6,745	5,082	5,375	-16.6%	-20.3%
收入同比增速%	-24.3%	8.0%	10.7%	-5.1%	5.8%	-13.12pcts	-4.92pcts
毛利率%	65.5%	73.4%	73.4%	64.5%	63.7%	-8.98pcts	-9.75pcts
销售费用率%	65.5%	22.0%	21.5%	25.0%	23.9%	3pcts	2.4pcts
管理费用率%	9.7%	10.0%	10.0%	10.5%	10.5%	0.5pcts	0.5pcts
归母净利润（百万元）	346	1,177	1,319	422	451	-64.2%	-65.8%
归母净利润同比增速%	-80.5%	9.9%	12.1%	21.9%	7.0%	12.04pcts	-5.15pcts
净利率%	6.5%	19.3%	19.6%	8.3%	8.4%	-11.01pcts	-11.17pcts
EPS（元）	1.04	3.53	3.96	1.27	1.35	-64.2%	-65.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2025/3/24	2025/3/24		2024A/E	2025E	2024A/E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,574	19,886		858.4	949.5	23.2	20.9
000858.SZ	五粮液	优于大市	135	5,213		327.6	354.6	15.9	14.7
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	131	1,954		141.9	153.1	13.8	12.8
600809.SH	山西汾酒	优于大市	217	2,601		124.4	142.5	20.9	18.2
002304.SZ	洋河股份	中性	77	1,158		83.1	81.2	13.9	14.3

000799.SZ	酒鬼酒	中性	50	161	0.7	1.6	218.4	100.2
600702.SH	舍得酒业	中性	59	190	3.5	4.2	56.6	46.5
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	176	938	56.5	65.6	16.6	14.3
603589.SH	口子窖	优于大市	37	221	16.7	17.7	13.2	12.5
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	57	450	27.1	31.3	16.6	14.4
603369.SH	今世缘	优于大市	52	644	36.1	40.5	17.8	15.9
603919.SH	金徽酒	优于大市	19	96	3.9	4.6	24.9	20.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除舍得酒业以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2422	1543	2435	2133	2037	营业收入	7081	5357	5082	5375	5756
应收款项	530	518	492	520	557	营业成本	1806	1847	1806	1953	2081
存货净额	4424	5219	4349	4539	4690	营业税金及附加	1015	1042	788	833	863
其他流动资产	116	156	148	157	168	销售费用	1290	1276	1271	1285	1324
流动资产合计	8094	7437	7424	7349	7452	管理费用	636	545	551	581	621
固定资产	2325	3515	4308	5118	5969	研发费用	108	95	102	108	115
无形资产及其他	417	423	406	389	372	财务费用	(28)	(26)	22	49	106
投资性房地产	260	409	409	409	409	投资收益	8	(10)	5	3	0
长期股权投资	19	18	18	18	18	资产减值及公允价值变动	22	23	25	20	20
资产总计	11116	11802	12565	13284	14221	其他收入	(89)	(118)	(102)	(108)	(115)
短期借款及交易性金融负债	92	732	1448	2266	3751	营业利润	2304	568	573	589	666
应付款项	968	1442	987	1030	1064	营业外净收支	26	(54)	20	20	20
其他流动负债	2342	1891	2063	2016	2046	利润总额	2330	514	593	609	686
流动负债合计	3401	4066	4498	5312	6861	所得税费用	558	173	178	164	185
长期借款及应付债券	39	431	431	431	431	少数股东损益	1	(5)	(6)	(6)	(7)
其他长期负债	114	174	202	236	276	归属于母公司净利润	1771	346	422	451	508
长期负债合计	153	605	634	667	708	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3554	4671	5132	5979	7569	净利润	1771	346	422	451	508
少数股东权益	328	323	330	337	344	资产减值准备	0	19	10	5	6
股东权益	7233	6808	7103	6968	6308	折旧摊销	147	187	341	434	513
负债和股东权益总计	11116	11802	12565	13284	14221	公允价值变动损失	(22)	(23)	(25)	(20)	(20)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(28)	(26)	22	49	106
每股收益	5.32	1.04	1.27	1.35	1.52	营运资本变动	(921)	(870)	660	(193)	(89)
每股红利	1.51	2.17	0.38	1.76	3.50	其它	1	(13)	(3)	2	2
每股净资产	21.71	20.44	21.32	20.91	18.93	经营活动现金流	976	(354)	1404	679	919
ROIC	28.06%	5.19%	4%	4%	5%	资本开支	0	(1396)	(1102)	(1212)	(1333)
ROE	24.49%	5.08%	6%	6%	8%	其它投资现金流	706	602	0	0	0
毛利率	75%	66%	64%	64%	64%	投资活动现金流	701	(793)	(1102)	(1212)	(1333)
EBIT Margin	31%	10%	11%	11%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	14%	18%	20%	22%	负债净变化	14	392	0	0	0
收入增长	17%	-24%	-5%	6%	7%	支付股利、利息	(503)	(721)	(126)	(586)	(1168)
净利润增长率	5%	-80%	22%	7%	13%	其它融资现金流	(728)	927	716	818	1485
资产负债率	35%	42%	43%	48%	56%	融资活动现金流	(1704)	269	589	232	317
股息率	2.6%	3.7%	0.6%	3.0%	6.0%	现金净变动	(26)	(878)	891	(302)	(96)
P/E	11.0	56.6	46.4	43.4	38.5	货币资金的期初余额	2448	2422	1543	2435	2133
P/B	2.7	2.9	2.8	2.8	3.1	货币资金的期末余额	2422	1543	2435	2133	2037
EV/EBITDA	9.7	32.8	27.2	24.3	21.5	企业自由现金流	0	(1713)	295	(522)	(360)
						权益自由现金流	0	(393)	995	260	1047

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032