

舍得酒业 (600702.SH) 2024 年主动降速, 2025 年蓄势增质

2025 年 03 月 25 日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (分析师)

张恒玮 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

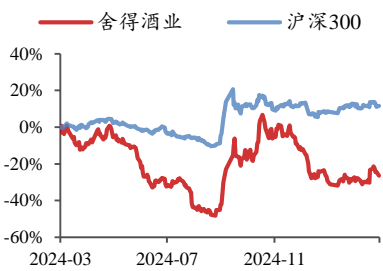
证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

证书编号: S0790524010001

日期	2025/3/24
当前股价(元)	57.07
一年最高最低(元)	86.25/39.56
总市值(亿元)	190.11
流通市值(亿元)	189.83
总股本(亿股)	3.33
流通股本(亿股)	3.33
近 3 个月换手率(%)	151.78

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《压力加速释放, 关注底部反转机会——公司信息更新报告》-2024.10.30
- 《尊重市场主动降速, 长期仍有发展潜力——公司信息更新报告》-2024.8.23
- 《夯实基础, 稳中求进——公司信息更新报告》-2024.4.28

● 主动调整释放压力, 盈利能力承压, 维持“增持”评级

舍得酒业 2024 年实现营收 53.6 亿元, 同比-24.4%、归母净利润 3.5 亿元, 同比-80.5%; Q4 营收 8.97 亿元, 同比-51.2%, 归母净利润-3.2 亿元, 同比-168.1%, 前期业绩已有预告。考虑公司主动释放渠道库存压力, 我们下调 2025-2026 年盈利预测, 并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 7.3 (-4.6) 亿元、9.0 (-2.8) 亿元、11.5 亿元, 同比分别+110.8%、+23.7%、+27.1%, EPS 分别为 2.19 (-1.38) 元、2.71 (-0.82) 元、3.44 元, 当前股价对应 PE 分别为 26.8、21.7、17.1 倍。公司 2024 年做了较大幅度调整, 2025 年预计全年收入仍较难实现增长, 但内在质量提升, 维持“增持”评级。

● 2024 年二季度开始主动控货去库存, 收入降低幅度逐季扩大

2024 年 1-4 季度收入变化幅度分别为+4%/-23%/-31%/-51%, 公司二季度开始, 面对不利需求环境, 对核心单品品味舍得严格采取控量保价策略, 同时对问题市场主动调整, 收入逐渐有较大幅度下降, 为 2025 年收入前低后高趋势奠定基础。

● 产品结构下滑, 省外下降幅度高于省内

中高档/普通酒收入分别同比下滑 27.6%、23.4%, 其中品味舍得严格控货去库存、保价格下滑幅度略高于整体, 普通酒收入下滑主要是沱牌定制产品有明显收缩和清理。省内/省外收入同比分别下滑 19.7%、30.0%, 在区域布局上, 公司资源更加聚焦 7 大区域和 200 个区县。对个别市场有较大幅度的渠道优化和人员调整, 新增经销商 420 家, 退出、清理经销商 412 家, 报告期末共有经销商 2663 家。

● 毛利率下降以及税收支出增加, 盈利能力承压

2024 年核心次高端产品控货, 产品结构明显下移, 毛利率同降 9.0pct 至 65.5%。销售费用率同比+5.6pct 至 23.8%, 主要原因是公司对终端动销、开瓶的拉动没有放松, 持续推进库存去化。公司税金及附加比率税率同比+5.1pct 至 19.4%, 主要是按照合规性要求四季度集中做了一次性补缴, 2025 年预计恢复正常比率。

● 风险提示: 宏观经济波动致使需求下滑, 省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,087	5,357	4,937	5,257	5,798
YOY(%)	17.0	-24.4	-7.8	6.5	10.3
归母净利润(百万元)	1,769	346	729	902	1,146
YOY(%)	5.0	-80.5	110.8	23.7	27.1
毛利率(%)	74.6	65.5	65.6	68.2	71.9
净利率(%)	25.0	6.4	14.8	17.1	19.7
ROE(%)	23.4	4.8	9.3	10.7	12.5
EPS(摊薄/元)	5.31	1.04	2.19	2.71	3.44
P/E(倍)	11.1	56.6	26.8	21.7	17.1
P/B(倍)	2.7	2.9	2.6	2.4	2.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8099	7437	7447	8892	8506
现金	2422	1543	3239	3073	4395
应收票据及应收账款	483	463	408	520	504
其他应收款	52	55	43	61	54
预付账款	26	65	19	71	28
存货	4424	5219	3647	5077	3433
其他流动资产	693	91	91	91	91
非流动资产	3023	4365	4060	3984	3999
长期投资	19	18	19	20	21
固定资产	1600	2657	2528	2564	2635
无形资产	417	423	459	477	495
其他非流动资产	987	1267	1054	923	848
资产总计	11122	11802	11507	12876	12505
流动负债	3404	4066	3134	4061	3030
短期借款	0	711	711	711	711
应付票据及应付账款	968	1442	773	1406	720
其他流动负债	2436	1913	1649	1944	1599
非流动负债	153	605	511	422	336
长期借款	39	431	337	248	162
其他非流动负债	114	174	174	174	174
负债合计	3557	4671	3645	4483	3366
少数股东权益	328	323	325	325	321
股本	333	333	333	333	333
资本公积	844	816	816	816	816
留存收益	6471	6107	6671	7362	8257
归属母公司股东权益	7236	6808	7537	8068	8817
负债和股东权益	11122	11802	11507	12876	12505

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	715	-708	1605	388	1980
净利润	1770	340	731	901	1142
折旧摊销	157	197	220	232	240
财务费用	-28	-26	-12	-38	-58
投资损失	-8	10	-4	-4	-3
营运资金变动	-1177	-1214	687	-685	677
其他经营现金流	-1	-15	-19	-19	-19
投资活动现金流	-335	-192	108	-132	-232
资本支出	873	1001	-85	155	255
长期投资	693	600	-1	-1	-1
其他投资现金流	-155	210	24	24	23
筹资活动现金流	-576	122	-18	-422	-425
短期借款	0	711	0	0	0
长期借款	14	392	-94	-89	-86
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	31	-28	0	0	0
其他筹资现金流	-622	-953	77	-333	-339
现金净增加额	-196	-778	1696	-166	1323

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7087	5357	4937	5257	5798
营业成本	1802	1847	1698	1671	1630
营业税金及附加	1015	1042	741	789	870
营业费用	1293	1276	1037	1104	1217
管理费用	644	545	444	447	493
研发费用	108	95	75	85	95
财务费用	-28	-26	-12	-38	-58
资产减值损失	0	-19	0	0	0
其他收益	18	14	15	16	16
公允价值变动收益	22	5	20	20	20
投资净收益	8	-10	4	4	3
资产处置收益	2	-0	0	0	0
营业利润	2302	568	993	1240	1591
营业外收入	34	23	29	26	27
营业外支出	8	77	25	29	35
利润总额	2328	514	997	1237	1583
所得税	557	173	265	336	441
净利润	1770	340	731	901	1142
少数股东损益	1	-5	2	-1	-4
归属母公司净利润	1769	346	729	902	1146
EBITDA	2415	736	1206	1431	1766
EPS(元)	5.31	1.04	2.19	2.71	3.44

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	17.0	-24.4	-7.8	6.5	10.3
营业利润(%)	3.0	-75.3	75.0	24.8	28.3
归属于母公司净利润(%)	5.0	-80.5	110.8	23.7	27.1
获利能力					
毛利率(%)	74.6	65.5	65.6	68.2	71.9
净利率(%)	25.0	6.4	14.8	17.1	19.7
ROE(%)	23.4	4.8	9.3	10.7	12.5
ROIC(%)	39.9	5.6	13.4	14.5	20.5
偿债能力					
资产负债率(%)	32.0	39.6	31.7	34.8	26.9
净负债比率(%)	-29.4	-3.6	-25.2	-22.7	-36.3
流动比率	2.4	1.8	2.4	2.2	2.8
速动比率	1.1	0.5	1.2	0.9	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	29.1	21.3	21.3	21.3	21.3
应付账款周转率	3.2	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.31	1.04	2.19	2.71	3.44
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	-2.12	4.82	1.16	5.94
每股净资产(最新摊薄)	21.72	20.44	22.63	24.22	26.47
估值比率					
P/E	11.1	56.6	26.8	21.7	17.1
P/B	2.7	2.9	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	7.1	26.7	14.8	12.6	9.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn