

舍得酒业 (600702.SH)

业绩承压，渠道出清加速

公司发布 2024 年年报，2024 年公司收入 53.57 亿元，同比-24.41%，归母净利润 3.46 亿元，同比-80.48%，渠道开始出清，报表仍在承压。毛利率下滑，营销投入加大致净利率承压。产品结构下移，省外市场收缩，25 聚焦点状样板市场。静待调整与渠道出清，下调 25-27 年 EPS 预测为 1.12, 1.29 和 1.44 元，维持“增持”评级。

□ **渠道开始出清，报表仍在承压。** 2024 年公司收入 53.57 亿元，同比-24.41%，归母净利润 3.46 亿元，同比-80.48%，夜郎古酒庄实现营收 2.64 亿元，净利润-0.57 亿元。单 Q4 营收 8.97 亿元，同比-51.20%，单季度归母净利润-3.23 亿元，同比-168.11%，四季度更强调动销，投入费用助力经销商去库存，定点排除部分市场潜在渠道风险，业绩调整力度加深。2024 年经营活动现金流净额-7.08 亿元，同比-198.98%，销货现金流减少，现金支出基本持平。2024 年末合同负债 1.65 亿元，同比下降 1.12 亿元。

□ **毛利率下滑，营销投入加大致净利率承压。** 2024 年/24Q4，毛利率录得 65.5%/53.7%，同比-9.0pcts/-18.6pcts，主要系结构下移，及单位生产成本增加。2024 年/24Q4 销售费用率为 23.8%/36.0%，同比+5.6pcts/+19.5pcts，收入下降但公司保持原先渠道投入水平保障动销，费用率提升。2024 年/24Q4 管理费用率 10.2%/11.9%，同比+1.2pct/+4.0pcts。2024 年/24Q4 净利率 6.4%/36.4%，同比-18.7pcts/-62.3 pcts，毛利下行费用率提升，阶段性盈利能力大幅承压。

□ **产品结构下移，省外市场收缩，25 聚焦点状样板市场。** 中高档酒/普通酒收入 40.96 亿/6.93 亿，同比-27.66%/-23.44%，毛利率同比-7.10pct/-9.24pct，品味有所下滑，T68 大幅增长，藏品渠道利润维持较好。省内/省外收入 15.11 亿/32.77 亿，同比-19.72%/-30.03%，四川大本营市场表现稳健，遂宁仍有增长，今年将样板拓展至成都、绵阳、德州等市场。酒类销量 3.10 万千升，同比-28.74%，吨单价 15.45 万元，同比+2.3%，中高档酒/普通酒销量 1.68/1.42 万千升，中高档酒销量占比提升至 54.2%。2024 年末省内/省外经销商 474/2189 家，新增 135/285 家，退出 56/356 家，省外净减少，省内经销商数量增加。

□ **投资建议：静待调整与渠道出清，维持“增持”评级。** 公司 24 年不破不立，控货挺价，减轻历史渠道包袱，定点排除市场风险。我们下调 25-27 年 EPS 预测为 1.12, 1.29 和 1.44 元，静待企业调整与渠道出清，维持“增持”评级。

□ **风险提示：商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7081	5357	4959	5010	5061
同比增长	17%	-24%	-7%	1%	1%
营业利润(百万元)	2304	568	607	693	764
同比增长	3%	-75%	7%	14%	10%
归母净利润(百万元)	1771	346	373	431	479
同比增长	5%	-80%	8%	16%	11%
每股收益(元)	5.32	1	1.12	1.29	1.44

增持 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 56.91 元

基础数据

总股本 (百万股)	333
已上市流通股 (百万股)	333
总市值 (十亿元)	19.0
流通市值 (十亿元)	18.9
每股净资产 (MRQ)	20.4
ROE (TTM)	5.1
资产负债率	39.6%
主要股东	四川沱牌舍得集团有限公司
主要股东持股比例	30.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	34	-32
相对表现	4	17	-43



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《舍得酒业 (600702) — 渠道延续收缩，盈利承压明显》2024-10-29
- 《舍得酒业 (600702) — Q2 调整业绩承压，静待经营改善》2024-08-23
- 《舍得酒业 (600702) — 中档酒发力带动增长，盈利及现金流承压》2024-04-29

刘成 S1090523070012
liucheng5@cmschina.com.cn

PE	10.7	54.8	50.9	44.0	39.6
PB	2.6	2.8	2.7	2.6	2.5

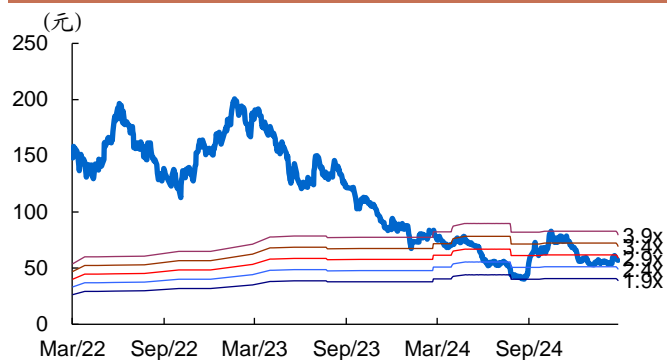
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 舍得酒业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 舍得酒业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《舍得酒业（600702）—渠道延续收缩，盈利承压明显》2024-10-29
- 2、《舍得酒业（600702）—Q2 调整业绩承压，静待经营改善》2024-08-23
- 3、《舍得酒业(600702)—中档酒发力带动增长，盈利及现金流承压》2024-04-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8094	7437	6347	6587	7042
现金	2422	1543	856	1172	1645
交易性投资	602	0	0	0	0
应收票据	215	227	210	212	215
应收款项	264	236	202	204	206
其它应收款	51	55	51	51	52
存货	4424	5219	4882	4802	4779
其他	116	156	145	145	146
非流动资产	3022	4365	4841	4845	4675
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	1600	2657	3181	3229	3098
无形资产商誉	417	423	381	343	308
其他	986	1267	1260	1255	1251
资产总计	11116	11802	11187	11431	11717
流动负债	3401	4066	3227	3201	3194
短期借款	0	711	0	0	0
应付账款	968	1442	1351	1329	1322
预收账款	279	170	159	156	155
其他	2155	1743	1718	1716	1716
长期负债	153	605	605	605	605
长期借款	39	431	431	431	431
其他	114	174	174	174	174
负债合计	3554	4671	3833	3807	3799
股本	333	333	333	333	333
资本公积金	412	357	357	357	357
留存收益	6487	6118	6347	6624	6925
少数股东权益	328	323	317	311	303
归属于母公司所有者权益	7233	6808	7037	7314	7614
负债及权益合计	11116	11802	11187	11431	11717

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	716	(708)	903	747	748
净利润	1771	346	373	431	479
折旧摊销	157	197	254	289	288
财务费用	(28)	(26)	(10)	(8)	(11)
投资收益	(8)	10	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(1169)	(1116)	301	50	10
其它	(8)	(118)	(6)	(6)	(8)
投资活动现金流	(335)	(192)	(724)	(285)	(109)
资本支出	(873)	(1001)	(733)	(293)	(117)
其他投资	538	810	9	9	9
筹资活动现金流	(576)	122	(866)	(146)	(167)
借款变动	272	816	(732)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(368)	(55)	0	0	0
股利分配	(500)	(716)	(143)	(154)	(179)
其他	20	77	10	8	11
现金净增加额	(196)	(778)	(687)	316	472

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7081	5357	4959	5010	5061
营业成本	1806	1847	1731	1702	1694
营业税金及附加	1015	1042	915	924	933
营业费用	1290	1276	1132	1118	1104
管理费用	636	545	505	510	505
研发费用	108	95	88	79	80
财务费用	(28)	(26)	(10)	(8)	(11)
资产减值损失	0	(19)	0	0	0
公允价值变动收益	22	5	5	5	5
其他收益	18	14	14	14	14
投资收益	10	(10)	(10)	(10)	(10)
营业利润	2304	568	607	693	764
营业外收入	34	23	23	23	23
营业外支出	8	77	77	77	77
利润总额	2330	514	553	639	710
所得税	558	173	186	215	238
少数股东损益	1	(5)	(6)	(7)	(7)
归属于母公司净利润	1771	346	373	431	479

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	17%	-24%	-7%	1%	1%
营业利润	3%	-75%	7%	14%	10%
归母净利润	5%	-80%	8%	16%	11%
获利能力					
毛利率	74.5%	65.5%	65.1%	66.0%	66.5%
净利率	25.0%	6.5%	7.5%	8.6%	9.5%
ROE	24.5%	5.1%	5.3%	5.9%	6.3%
ROIC	22.5%	4.4%	5.1%	5.7%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	39.6%	34.3%	33.3%	32.4%
净负债比率	1.2%	9.9%	3.9%	3.8%	3.7%
流动比率	2.4	1.8	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.1	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	19.5	11.4	11.3	12.1	12.1
应付账款周转率	1.9	1.5	1.2	1.3	1.3
每股资料(元)					
EPS	5.32	1.04	1.12	1.29	1.44
每股经营净现金	2.15	-2.12	2.71	2.24	2.25
每股净资产	21.71	20.43	21.12	21.95	22.85
每股股利	2.15	0.43	0.46	0.54	0.60
估值比率					
PE	10.7	54.8	50.9	44.0	39.6
PB	2.6	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	8.4	27.7	24.0	21.0	19.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。