

公司研究

报表继续出清，股权激励目标积极

——舍得酒业（600702.SH）2024 年年报及 2025 年股权激励（草案）点评

要点

事件：舍得酒业发布 2024 年年报，公司 24 年实现总营收 53.57 亿元、同比下降 24.4%，实现归母净利润 3.46 亿元、同比下降 80.5%。其中 Q4 单季总营收 8.97 亿元、同比下降 51.2%，归母净利润亏损 3.23 亿元、同比下降 168.1%，24 年业绩符合此前业绩预告。公司 24 年拟派发现金红利 1.42 亿元（含税）、占 24 年归母净利润 40.94%。公司近期发布 2025 年限制性股票激励计划（草案），拟授予 168 名激励对象不超过 203.66 万股限制性股票、占公司股本总额 0.61%。

24 年控量挺价，收入同比承压。公司 24 年主动控量挺价，收入端同比有所下滑。1) 分产品看，24 年中高档酒/普通酒收入分别为 40.96/6.93 亿元、同比 -27.7%/-23.4%，Q4 单季收入同比 -64.3%/-26.3%，中高档酒收入下降主要受品味舍得影响，24 年品味舍得以稳价去库为主，舍之道收入保持增长。普通酒收入下滑主要受定制产品规模收缩影响，沱牌 T68 继续保持增长。2) 分地区看，24 年省内/省外收入分别为 15.11/32.77 亿元、同比 -19.7%/-30.0%，Q4 收入同比 -49.8%/-58.8%，省外收入下滑幅度更大主要系弱势区域调整影响，省内如遂宁作为大本营市场表现相对较好。

产品结构调整/费用投入增加，盈利能力下降。24 年综合毛利率 65.5%、同比下降 9.0pct，主要系品味舍得收入明显下滑导致产品结构下移，其中中高档酒/普通酒毛利率分别同比 -7.1/-9.2pct。24 年税金及附加项占营收比重 19.5%、同比 +5.1pct，销售费用率 23.8%、同比 +5.6pct，管理及研发费用率 12.0%、同比 +1.4pct，公司 24 年追加费用投入以推动库存去化，同时正常投入品牌建设等市场费用，费用率明显提升。综合看 24 年归母净利率 6.5%、同比下降 18.6pct。

新推股权激励，目标积极进取。公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案），拟授予 168 名激励对象不超过 203.66 万股、占公司股本总额 0.61%。激励计划对 2025-27 年收入/净利润进行考核，目标以 2024 年为基数，25 年营收增长不低于 20%/归母净利润增长不低于 164%，26 年营收增长不低于 36%/归母净利润增长不低于 231%，27 年营收增长不低于 55%/归母净利润增长不低于 309%。本次限制性股票授予价格 28.78 元/股（截至 3.28 日收盘价 57.68 元/股）、激励力度较大，且针对收入/利润的目标较为积极，或有效提振管理层积极性。

盈利预测、估值与评级：考虑行业拐点仍需确认，下调 2025-26 年归母净利润预测为 7.22/7.82 亿元（较前次预测下调 50%/52%），新增 27 年归母净利润预测 8.59 亿元，折合 EPS 为 2.17/2.35/2.58 元，当前股价对应 P/E 为 27/25/22 倍。公司 25 年将深耕基地市场，同时加强费用管控、利润表现有望改善，期待渠道风险出清/需求回暖后公司释放弹性，维持“买入”评级。

风险提示：白酒消费恢复不及预期，次高端白酒竞争加剧，渠道费用投放不及时。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,081	5,357	5,498	5,879	6,369
营业收入增长率	16.93%	-24.35%	2.64%	6.92%	8.35%
归母净利润（百万元）	1,771	346	722	782	859
归母净利润增长率	5.09%	-80.48%	108.85%	8.30%	9.83%
EPS（元）	5.32	1.04	2.17	2.35	2.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.49%	5.08%	9.78%	9.95%	10.24%
P/E	11	56	27	25	22
P/B	2.7	2.8	2.6	2.4	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-28

买入（维持）

当前价：57.68 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.33
总市值(亿元):	192.14
一年最低/最高(元):	39.56/86.25
近 3 月换手率:	155.67%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.28	-10.72	-35.17
绝对	2.93	-12.82	-26.29

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,081	5,357	5,498	5,879	6,369
营业成本	1,806	1,847	1,979	2,122	2,288
折旧和摊销	147	187	185	200	216
税金及附加	1,015	1,042	797	852	924
销售费用	1,290	1,276	1,155	1,229	1,325
管理费用	636	545	539	576	624
研发费用	108	95	82	88	96
财务费用	-28	-26	-9	-22	-21
投资收益	8	-10	0	0	0
营业利润	2,304	568	970	1,049	1,152
利润总额	2,330	514	970	1,049	1,152
所得税	558	173	242	262	288
净利润	1,772	340	727	787	864
少数股东损益	1	-5	5	5	5
归属母公司净利润	1,771	346	722	782	859
EPS(元)	5.32	1.04	2.17	2.35	2.58

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	716	-708	961	743	774
净利润	1,771	346	722	782	859
折旧摊销	147	187	185	200	216
净营运资金增加	1,076	455	153	294	382
其他	-2,279	-1,695	-99	-533	-683
投资活动产生现金流	-335	-192	-430	-460	-500
净资本支出	-870	-1,001	-420	-460	-500
长期投资变化	19	18	0	0	0
其他资产变化	516	791	-10	0	0
融资活动现金流	-576	122	-867	-283	-209
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	95	1,033	-732	0	101
无息负债变化	200	84	289	256	275
净现金流	-196	-778	-335	0	65

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	74.5%	65.5%	64.0%	63.9%	64.1%
EBITDA 率	33.9%	14.6%	20.8%	20.9%	21.2%
EBIT 率	31.7%	10.9%	17.5%	17.5%	17.8%
税前净利润率	32.9%	9.6%	17.6%	17.9%	18.1%
归母净利润率	25.0%	6.5%	13.1%	13.3%	13.5%
ROA	15.9%	2.9%	6.1%	6.2%	6.4%
ROE (摊薄)	24.5%	5.1%	9.8%	9.9%	10.2%
经营性 ROIC	28.3%	5.0%	9.0%	9.0%	9.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	32%	40%	35%	35%	36%
流动比率	2.38	1.83	2.06	2.05	2.01
速动比率	1.08	0.55	0.54	0.52	0.51
归母权益/有息债务	55.18	5.85	17.12	18.23	15.76
有形资产/有息债务	80.67	9.57	26.69	28.41	24.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	11,116	11,802	11,942	12,680	13,589
货币资金	2,422	1,543	1,208	1,209	1,274
交易性金融资产	602	0	0	0	0
应收账款	264	236	217	237	263
应收票据	215	227	233	249	270
其他应收款 (合计)	51	55	110	118	127
存货	4,424	5,219	5,601	6,005	6,474
其他流动资产	91	91	98	117	142
流动资产合计	8,094	7,437	7,567	8,040	8,664
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	1,600	2,657	2,844	3,034	3,232
在建工程	698	824	839	871	915
无形资产	417	423	414	406	398
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	81	121	128	128	128
非流动资产合计	3,022	4,365	4,376	4,640	4,925
总负债	3,554	4,671	4,227	4,483	4,859
短期借款	0	711	0	0	101
应付账款	655	1,182	1,263	1,349	1,450
应付票据	313	260	278	298	322
预收账款	2	5	5	6	6
其他流动负债	74	72	86	124	173
流动负债合计	3,401	4,066	3,673	3,929	4,305
长期借款	39	431	431	431	431
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	66	121	121	121	121
非流动负债合计	153	605	554	554	554
股东权益	7,561	7,131	7,715	8,197	8,730
股本	333	333	333	333	333
公积金	1,083	1,061	1,061	1,061	1,061
未分配利润	6,229	5,861	6,440	6,917	7,445
归属母公司权益	7,233	6,808	7,387	7,864	8,392
少数股东权益	328	323	328	333	338

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	18.21%	23.82%	21.00%	20.90%	20.80%
管理费用率	8.98%	10.17%	9.80%	9.80%	9.80%
财务费用率	-0.39%	-0.49%	-0.16%	-0.38%	-0.33%
研发费用率	1.53%	1.78%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	24%	34%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	2.15	0.43	0.92	0.99	1.09
每股经营现金流	2.15	-2.12	2.89	2.23	2.32
每股净资产	21.71	20.44	22.18	23.61	25.19
每股销售收入	21.25	16.08	16.51	17.65	19.12

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	56	27	25	22
PB	2.7	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	7.5	26.1	17.3	16.2	14.9
股息率	3.7%	0.7%	1.6%	1.7%	1.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP