

2025 年 04 月 01 日

渠道理顺轻装上阵，股权激励保驾护航

舍得酒业(600702)

评级:	增持	股票代码:	600702
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	86.25/39.56
目标价格:		总市值(亿)	183.12
最新收盘价:	54.97	自由流通市值(亿)	182.84
		自由流通股数(百万)	332.62

事件概述

2025 年 3 月 21 日，舍得酒业发布 2024 年报。2024 年，公司实现营业总收入 53.57 亿元，同比-24.41%，实现归母净利润 3.46 亿元，同比-80.46%，收入符合我们预期，利润低于市场预期。

分析判断：

► 需求承压、渠道治理致业绩下滑，品味舍得持续去库。

2024 年，公司营业收入出现一定幅度下滑，我们认为系次高端需求承压叠加公司消化渠道库存所致。收入下滑的同时，税金及附加费用、期间费用较同期变化不大，导致业绩出现较大幅度下滑。

分产品来看，2024 年，公司中高档酒/普通酒营业收入分别同比-27.66%/-23.42%，以舍得品牌、舍之道为代表的中高档酒下滑更多，我们推测为次高端行业需求影响偏大，以及上半年品味舍得处于阶段性去库存状态导致，推测中高档酒中品味舍得下滑较多。从销量及吨价来看，2024 年中高档酒/普通酒销量分别同比-12.09%/-41.69%，吨价分别同比-17.71%/+31.33%，中高档酒量价齐跌，我们推测与公司次高端大单品品味舍得下滑较多有关，普通酒虽然销量下滑较多，但吨价改善明显，且作为沱牌战略大单品的 T68 仍实现了较大增幅，我们推测为沱牌品牌内部大单品效应显著、结构优化所致。

2024 年，公司与夜郎古酒业合资成立的夜郎古酒庄实现营业收入 2.64 亿元，同比+47.78%，2024 年是夜郎古加速融入复星、拥抱舍得的一年，在酱酒普遍承压的环境下，夜郎古酒庄能够实现逆势增长，离不开对舍得成熟营销网络体系的借力，以及覆盖全国各地核心战略市场的品牌赋能活动。

► 省外调整幅度更大，经销体系相对稳定，对经销商控量导致收入下降。

2024 年，公司省内/省外分别实现酒类收入 15.11/32.77 亿元，分别同比-19.72%/-29.93%，省外下滑幅度更大。从经销体系变化来看，2024 年末，公司省内/省外分别有 474/2189 家经销商，全年省内分别新增/减少 135/56 家经销商，净增 79 家经销商，省外分别新增/减少 285/356 家经销商，净减 71 家经销商，省内外均有一定经销商退出率，我们推测是由公司主动清退低质经销商以及部分经销商主动退出共同构成。从经销商单体规模来看，2024 年，省内/省外经销商单体经销规模分别为 347.85/147.33 万元，同比分别-33.67%/-35.51%，省内外经销商单体规模下滑幅度相差不大，结合公司经销商总数相比 2023 年变化不大来看，我们推测收入下降更多是因为公司针对经销商进行控货，经销商单体规模缩减，而非经销商数量减少所致。

► 渠道向精细化转型，股权激励为业绩保驾护航。

市场策略方面，2025 年，公司将围绕大单品、高端化、全国化、国际化这四个方向坚定不移

继续践行，同时，聚焦打造数个小区域、高占有的基地市场，由单纯的渠道扩张向渠道精耕转型。我们认为，舍得作为二线名酒的代表品牌之一，在行业景气度高时，可依靠品牌力实现渠道快速扩张，从而带来业绩的高速成长，然而企业的组织力、消费者培育若未能同步匹配，则渠道扩张无法沉淀为消费者动销，一旦行业进入调整期，以往快速扩张的部分就容易形成反噬，造成渠道库存积压、市场价格混乱、流窜货多发等不良情况，这或许是造成公司 2024 年经营业绩下滑的主因之一。

2025 年 3 月 28 日，公司发布公告，推出限制性股票激励计划，拟向包含公司及子公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工在内的共计 168 人授予限制性股票不超过 203.66 万股，约占公告日公司股本总额的 0.61%，授予价格为 28.78 元/股，分三期解除限售，每一期解除限售比例分别为 40%/30%/30%，解除限售条件为 2025-2027 年营业收入/归母净利润其一能够达成设定目标，具体来说，是以 2024 年的营业收入/归母净利润为基数，2025-2027 三年营业收入增长率分别不低于 20%/36%/55%，归母净利润增长率分别不低于 164%/231%/309%，经计算，分别对应 2025-2027 年营业收入不低于 64.28/72.86/83.03 亿元，归母净利润不低于 9.13/11.45/14.14 亿元。此次推出股权激励计划，较 2022 年底推出的股权激励计划来看，增加了授予股份数量，缩小了激励对象覆盖范围，降低了达成解锁要求的业绩目标，大幅降低了授予价格，我们认为此次股权激励方案加大了激励力度，且激励对象指向更明确，整体看更为务实。

投资建议

经过 2024 年的坚定调整，公司社会库存及动销状况持续向好，品味舍得经阶段性去库存，下半年批价从 325 元上涨至 330 元后保持稳定，大单品价格体系维护初见成效，2025 年有望恢复一定成长性。

渠道轻装上阵，叠加股权激励提振核心团队干劲，为业绩保驾护航，我们预计公司 2025 年有望实现业绩恢复性成长，小幅调整 25-26 年盈利预测，25-26 年营业总收入由 60.16/65.27 亿元上调至 60.61/65.86 亿元，归母净利润由 9.43/10.72 亿元下调至 9.15/10.44 亿元，EPS 由 2.83/3.22 元下调至 2.75/3.13 元，新增 27 年盈利预测，预计 27 年实现营业总收入 70.14 亿元，实现归母净利润 11.49 亿元，对应 EPS 为 3.45 元，预计 25-27 年营业总收入同比分别 +13.1%/+8.7%/+6.5%，归母净利润同比分别 +164.6%/+14.1%/+10.1%。2025 年 3 月 31 日收盘价 54.97 元，分别对应 25-27 年 20/18/16 倍 PE 估值，维持“增持”评级。

风险提示

经济恢复不及预期，控货稳价策略不延续，次高端竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,087	5,357	6,061	6,586	7,014
YoY (%)	17.0%	-24.4%	13.1%	8.7%	6.5%
归母净利润(百万元)	1,769	346	915	1,044	1,149
YoY (%)	5.0%	-80.5%	164.6%	14.1%	10.1%
毛利率 (%)	74.6%	65.5%	66.4%	67.8%	68.8%
每股收益 (元)	5.34	1.05	2.75	3.13	3.45
ROE	24.5%	5.1%	11.9%	12.0%	11.7%
市盈率	10.29	52.25	20.02	17.55	15.93

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：

分析师：郭辉

邮箱：

分析师：沈嘉雯

邮箱：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

kouxing@hx168.com.cn guohui1@hx168.com.cn shenjw@hx168.com.cn

SAC NO:

SAC NO:

SAC NO:

S1120520040004

S1120524120002

S1120524070001

联系电话:

联系电话:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,357	6,061	6,586	7,014	净利润	340	913	1,038	1,140
YoY (%)	-24.4%	13.1%	8.7%	6.5%	折旧和摊销	208	215	248	240
营业成本	1,847	2,036	2,119	2,186	营运资金变动	-1,174	992	-887	288
营业税金及附加	1,042	879	988	1,052	经营活动现金流	-708	2,118	400	1,672
销售费用	1,276	1,224	1,317	1,403	资本开支	-1,001	-798	-1,032	-1,023
管理费用	545	594	632	652	投资	600	1	0	0
财务费用	-26	0	0	0	投资活动现金流	-192	-797	-1,033	-1,028
研发费用	95	91	99	112	股权募资	0	-68	0	0
资产减值损失	-19	0	0	0	债务募资	1,079	355	355	474
投资收益	-10	0	-2	-5	筹资活动现金流	122	288	355	474
营业利润	568	1,256	1,448	1,624	现金净流量	-778	1,608	-278	1,118
营业外收支	-54	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	514	1,256	1,448	1,624	成长能力				
所得税	173	343	410	484	营业收入增长率	-24.4%	13.1%	8.7%	6.5%
净利润	340	913	1,038	1,140	净利润增长率	-80.5%	164.6%	14.1%	10.1%
归属于母公司净利润	346	915	1,044	1,149	盈利能力				
YoY (%)	-80.5%	164.6%	14.1%	10.1%	毛利率	65.5%	66.4%	67.8%	68.8%
每股收益	1.05	2.75	3.13	3.45	净利率	6.5%	15.1%	15.8%	16.4%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	2.9%	7.0%	6.9%	7.1%
货币资金	1,543	3,151	2,873	3,991	净资产收益率 ROE	5.1%	11.9%	12.0%	11.7%
预付款项	65	43	50	58	偿债能力				
存货	5,219	4,546	5,668	5,143	流动比率	1.83	1.81	1.71	1.77
其他流动资产	609	395	796	535	速动比率	0.52	0.78	0.66	0.82
流动资产合计	7,437	8,136	9,387	9,728	现金比率	0.38	0.70	0.52	0.73
长期股权投资	18	17	16	14	资产负债率	39.6%	39.0%	40.4%	37.5%
固定资产	2,657	3,135	3,720	4,360	经营效率				
无形资产	423	463	516	549	总资产周转率	0.47	0.49	0.47	0.45
非流动资产合计	4,365	4,950	5,735	6,519	每股指标 (元)				
资产合计	11,802	13,086	15,122	16,247	每股收益	1.05	2.75	3.13	3.45
短期借款	711	1,066	1,422	1,896	每股净资产	20.44	22.98	26.11	29.56
应付账款及票据	1,442	877	1,581	1,044	每股经营现金流	-2.12	6.36	1.20	5.02
其他流动负债	1,913	2,561	2,499	2,547	每股股利	0.43	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,066	4,504	5,502	5,487	估值分析				
长期借款	431	431	431	431	PE	52.25	20.02	17.55	15.93
其他长期负债	174	174	174	174	PB	3.23	2.39	2.11	1.86
非流动负债合计	605	605	605	605					
负债合计	4,671	5,109	6,108	6,093					
股本	333	332	332	332					
少数股东权益	323	321	315	306					
股东权益合计	7,131	7,976	9,014	10,154					
负债和股东权益合计	11,802	13,086	15,122	16,247					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。