

消费环境疲软，业绩短期承压

核心观点

- 公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 53.57 亿元，同比-24.4%；实现归母净利润 3.46 亿元，同比-80.5%。单四季度来看，公司实现营业收入 8.97 亿元（-51.2%），实现归母净利润-3.23 亿元（-168.1%）。
- 消费场景疲软，省外收入承压。**分产品，中高档酒收入 41 亿元（同比-27.6%），预计因核心次高端单品品味舍得受宴席及商务场景需求疲软拖累，预计舍之道仍保持增长；而普通酒收入 6.9 亿元（同比-23.4%），其中沱牌 T68、沱牌窖龄特曲等产品增速较快。区域表现上，省内收入 15.1 亿元（同比-19.7%），省外收入 32.8 亿元（同比-30.0%），预计省内外渠道库存 3 个月以上，控量去库也导致收入承压。渠道端，截至 24Q4 末，公司共有 2663 家经销商，较 24Q3 末减少 100 家，反映持续优化低效经销商的策略。截至 24Q4 末，公司合同负债为 1.65 亿元，环比 24Q3 末下滑 5%，同比下滑 40%。
- 毛利率下滑、费用率提升，盈利暂时承压。**24 年，公司毛利率为 65.5%（yoy-9.0pct），预计主要因产品结构下移；销售费用率为 23.8%（同比+5.6pct），预计因广告、促销力度加大；管理费用率为 10.2%（同比+1.2pct）；销售净利率为 6.4%（yoy-18.7pct）。24Q4，公司毛利率为 53.7%（yoy-18.6pct），销售费用率同比提升 19.5pct 至 36.0%，管理费用率同比提升 4.0pct 至 11.9%，销售净利率为-36.4%（yoy-62.3pct），单季亏损主因收入下滑与费用刚性支出共振。
- 主动控量去库强化动销，期待经济回暖带来的业绩弹性。**2024 年三季度，预计公司主动暂停部分区域品味舍得的发货，集中消化社会库存；同时加大 C 端投入，有望提升终端动销。品牌段持续实施老酒战略，提升调性。中长期，若宏观经济政策显著带动次高端需求回暖，品味舍得有望受益宴席及商务场景修复，叠加沱牌大众酒韧性支撑，业绩弹性可期。

盈利预测与投资建议

- 根据股权激励考核方案，上调 25、26 年收入；根据 24 年年报，对 25-26 年下调毛利率，上调费用率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.66、3.21、3.64 元（原预测 25-26 年为 3.31、3.80 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 23 倍市盈率，对应目标价为 61.18 元，维持买入评级。

风险提示：消费需求不及预期、夜郎古业绩增速不及预期、市场竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,087	5,357	6,457	7,253	7,995
同比增长(%)	17.0%	-24.4%	20.5%	12.3%	10.2%
营业利润(百万元)	2,302	568	1,189	1,457	1,655
同比增长(%)	3.0%	-75.3%	109.5%	22.5%	13.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,769	346	887	1,070	1,214
同比增长(%)	5.0%	-80.5%	156.4%	20.6%	13.5%
每股收益(元)	5.31	1.04	2.66	3.21	3.64
毛利率(%)	74.6%	65.5%	66.3%	66.5%	67.2%
净利率(%)	25.0%	6.5%	13.7%	14.7%	15.2%
净资产收益率(%)	26.1%	4.9%	11.9%	12.3%	12.4%
市盈率	10.6	54.0	21.1	17.5	15.4
市净率	2.6	2.7	2.3	2.0	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月02日）	56.08 元
目标价格	61.18 元
52 周最高价/最低价	86.25/39.56 元
总股本/流通 A 股（万股）	33,312/33,262
A 股市值（百万元）	18,682
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 04 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.44	0.07	-9.84	-27.36
相对表现%	-0.55	0.22	-11.51	-35.84
沪深 300%	-0.89	-0.15	1.67	8.48



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006

相关报告

业绩暂时承压，静待基本面修复	2024-10-29
预计品味控量稳价，Q2 业绩承压	2024-08-24
动销良性量价齐升，费用增投盈利承压	2024-03-20

投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.66、3.21、3.64 元（原预测 25-26 年为 3.31、3.80 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 23 倍市盈率，对应目标价为 61.18 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2025/4/2	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
洋河股份	002304	76.41	6.65	5.52	5.39	5.74	11.49	13.85	14.18	13.32	
古井贡酒	000596	170.70	8.68	10.66	12.38	14.27	19.66	16.01	13.79	11.96	
水井坊	600779	48.48	2.60	2.80	2.99	3.26	18.63	17.33	16.23	14.88	
酒鬼酒	000799	46.50	1.69	0.23	0.49	0.64	27.58	205.21	94.11	72.75	
山西汾酒	600809	212.80	8.56	10.19	11.68	13.35	24.87	20.88	18.21	15.94	
顺鑫农业	000860	16.95	-0.40	0.44	0.63	0.80	-42.53	38.96	26.70	21.23	
天佑德酒	002646	9.27	0.19	0.12	0.19	0.28	49.87	78.29	49.00	33.41	
老白干酒	600559	18.47	0.73	0.93	1.11	1.31	25.37	19.94	16.57	14.11	
	调整后平均							32	23	19	

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

消费需求不及预期风险。公司的收入增长来源主要是定位次高端的舍得系列酒，若白酒消费持续疲软，或对品味舍得需求造成冲击，将对公司收入、盈利和估值带来不利影响。

夜郎古业绩增速不及预期风险。如果夜郎古业绩增速低于预期，可能会影响舍得酒业的报表端业绩增速。

市场竞争加剧风险。目前次高端及川酒市场竞争仍较为强烈，酒企销售费用较高，若公司增加费用支出，加大广告投放和促销力度，盈利水平将承受压力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,422	1,543	2,260	2,539	2,798
应收票据、账款及款项融资	535	503	575	637	704
预付账款	26	65	65	73	80
存货	4,424	5,219	5,665	6,309	6,827
其他	692	107	110	121	127
流动资产合计	8,099	7,437	8,674	9,679	10,537
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	1,600	2,657	3,396	3,941	4,291
在建工程	698	824	813	657	479
无形资产	417	423	402	381	359
其他	289	443	346	377	347
非流动资产合计	3,023	4,365	4,975	5,374	5,495
资产总计	11,122	11,802	13,649	15,053	16,032
短期借款	0	711	957	1,233	1,073
应付票据及应付账款	968	1,442	1,525	1,577	1,444
其他	2,436	1,913	2,114	2,085	2,130
流动负债合计	3,404	4,066	4,597	4,895	4,647
长期借款	39	431	431	431	431
应付债券	0	0	0	0	0
其他	114	174	139	155	147
非流动负债合计	153	605	570	587	578
负债合计	3,557	4,671	5,167	5,482	5,225
少数股东权益	328	323	339	359	381
实收资本（或股本）	333	333	333	333	333
资本公积	418	357	816	816	816
留存收益	6,471	6,107	6,993	8,063	9,277
其他	13	12	0	0	0
股东权益合计	7,565	7,131	8,482	9,571	10,807
负债和股东权益总计	11,122	11,802	13,649	15,053	16,032

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,770	340	903	1,089	1,236
折旧摊销	148	62	121	143	160
财务费用	(28)	(26)	27	29	27
投资损失	(8)	10	5	5	5
营运资金变动	(881)	(787)	(234)	(733)	(666)
其它	(287)	(308)	10	(32)	5
经营活动现金流	715	(708)	832	502	766
资本支出	(1,041)	(1,203)	(801)	(501)	(301)
长期投资	(7)	(0)	0	0	0
其他	713	1,011	12	3	3
投资活动现金流	(335)	(192)	(790)	(499)	(299)
债权融资	106	313	(1)	29	(20)
股权融资	(362)	(62)	459	0	0
其他	(320)	(130)	217	247	(187)
筹资活动现金流	(576)	122	675	276	(207)
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0
现金净增加额	(196)	(778)	717	278	260

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,087	5,357	6,457	7,253	7,995
营业成本	1,802	1,847	2,179	2,427	2,626
销售费用	1,293	1,276	1,253	1,371	1,511
管理费用	644	545	607	682	760
研发费用	108	95	115	129	142
财务费用	(28)	(26)	27	29	27
资产、信用减值损失	(0)	19	11	11	11
公允价值变动收益	22	5	10	8	8
投资净收益	8	(10)	(5)	(5)	(5)
其他	(995)	(1,027)	(1,082)	(1,150)	(1,266)
营业利润	2,302	568	1,189	1,457	1,655
营业外收入	34	23	30	30	30
营业外支出	8	77	15	15	15
利润总额	2,328	514	1,204	1,472	1,670
所得税	557	173	301	383	434
净利润	1,770	340	903	1,089	1,236
少数股东损益	1	(5)	16	20	22
归属于母公司净利润	1,769	346	887	1,070	1,214
每股收益（元）	5.31	1.04	2.66	3.21	3.64

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	17.0%	-24.4%	20.5%	12.3%	10.2%
营业利润	3.0%	-75.3%	109.5%	22.5%	13.6%
归属于母公司净利润	5.0%	-80.5%	156.4%	20.6%	13.5%
获利能力					
毛利率	74.6%	65.5%	66.3%	66.5%	67.2%
净利率	25.0%	6.5%	13.7%	14.7%	15.2%
ROE	26.1%	4.9%	11.9%	12.3%	12.4%
ROIC	24.2%	4.5%	10.0%	10.4%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	39.6%	37.9%	36.4%	32.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.38	1.83	1.89	1.98	2.27
速动比率	1.08	0.55	0.65	0.69	0.80
营运能力					
应收账款周转率	29.1	21.3	26.1	26.5	26.2
存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	5.31	1.04	2.66	3.21	3.64
每股经营现金流	2.15	-2.12	2.50	1.51	2.30
每股净资产	21.72	20.44	24.44	27.65	31.30
估值比率					
市盈率	10.6	54.0	21.1	17.5	15.4
市净率	2.6	2.7	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.5	30.3	13.7	11.2	9.9
EV/EBIT	8.0	33.7	15.0	12.3	10.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。