

证券研究报告

公司研究

点评报告

舍得酒业 (600702.SH)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号：S1500523080005

邮箱：zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

舍得酒业 (600702.SH)：保持自信坚韧，坚守长期主义
2024.04.25

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

逆势激励，注入信心

2025年03月28日

事件：公司发布2025年限制性股票激励计划（草案），拟向公司及子公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工共168人，授予限制性股票不超过203.66万股，涉及的标的股票约占激励计划公告日公司股本的0.61%，授予价格为28.78元/股。

点评：

解除限售期	业绩考核目标					解除限售比例
业绩考核目标拆分	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24-27 CAGR
营业收入（亿元）	70.81	53.57	64.28	72.86	83.03	
同比	17.0%	-24.4%	20.0%	13.3%	14.0%	15.7%
归母净利润（亿元）	17.69	3.46	9.13	11.45	14.15	
同比	5.0%	-80.5%	164.0%	25.4%	23.6%	59.9%
归母净利率%	25.0%	6.5%	14.2%	15.7%	17.0%	
PE			21.0	16.8	13.6	
姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占本激励计划授出权益数量的比例	占本激励计划公告日股本总额比例		
蒲吉洲	董事长、董事	12.01	5.90%	0.0360%		
吴毅飞	联席董事长、董事	4.17	2.05%	0.0125%		
黄震	董事	5.00	2.46%	0.0150%		
倪强	董事	1.67	0.82%	0.0050%		
邹超	董事	3.34	1.64%	0.0100%		
周波	董事	3.34	1.64%	0.0100%		
唐晖	总裁	8.41	4.13%	0.0252%		
饶家权	副总裁	3.36	1.65%	0.0101%		
张革富	副总裁	3.06	1.50%	0.0092%		
罗超	副总裁	4.20	2.06%	0.0126%		
王勇	副总裁	2.68	1.31%	0.0080%		
钟龄瑶	首席财务官	3.67	1.80%	0.0110%		
张伟	董事会秘书	3.82	1.88%	0.0115%		
中层管理人员及核心骨干员工（共155人）		144.93	71.16%	0.44%		
合计		203.66	100.00%	0.61%		

资料来源：*iFind*，信达证券研发中心；股价为2025年3月28日收盘价

- **收入端深蹲起跳有压力。**根据业绩考核要求，收入和利润目标只要达成其一即可解锁。我们认为，2025年白酒产业端的调整仍将继续，酒企或普遍降速以匹配需求端变化，去化库存、改善渠道盈利水平仍是主旋律。此外，公司2024年收入下滑24%，行业竞争压力凸显，次高端受宏观环境影响，从水井坊到酒鬼再到舍得，相继进入调整，短时间内公司想实现深蹲起跳的难度较大。我们认为，在此阶段首先要保住市场份额，深耕核心市场，

反思过往发展中出现的问题，解决渠道痛点问题，其次才是在良性增长下提速，扩大成长优势。因此，我们对公司 2025 年的收入目标持谨慎态度，在渠道端的有效改革下，全年实现个位数增长的可能性较大。

- **利润端修复可期待。**公司 2024 年归母净利润下滑 80%，归母净利率仅为 6.45%，大幅背离往年正常经营水平。究其原因：1) 白酒产品结构下行，毛利率降低，同比-8.98pct; 2) 生产端保持稳定，白酒消费税在生产环节征收，受收入下滑影响，税金率同比+5.12pct; 3) 为匹配渠道支持，销售费用仍按计划投入，同样因收入下滑，销售费用率同比+5.61pct。根据激励考核目标，假设 2025 年公司收入端同比持平，归母净利润达到 9.13 亿元，其归母净利率将回升至 17.0%，与公司 2019-2023 年 25% 左右的归母净利率水平相比，仍有一定差距。因此我们认为，2025 年利润目标实现可能性较大。
- **消除估值差距，重视公司改善。**截至 3 月 28 日，公司市值 192 亿元，若 2025 年归母净利润能达成 9.13 亿，对应 PE 为 21.0，基本回归当前白酒板块的估值体系。我们认为，公司或将获得更多的市场关注，随组织调整、经营改善的效果逐渐显现，或有重新定价的机会。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计，公司 2025-2027 年摊薄每股收益分别为 2.75 元、3.54 元、4.73 元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济不确定性风险；次高端竞争加剧风险；商务需求恢复不及预期风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,087	5,357	5,754	6,425	7,487
增长率 YoY %	17.0%	-24.4%	7.4%	11.6%	16.5%
归属母公司净利润 (百万元)	1,769	346	916	1,180	1,578
增长率 YoY%	5.0%	-80.5%	164.8%	28.9%	33.7%
毛利率%	74.6%	65.5%	66.3%	68.1%	70.2%
净资产收益率 ROE%	24.5%	5.1%	11.7%	13.9%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	5.34	1.05	2.75	3.54	4.73
市盈率 P/E(倍)	18.11	62.67	20.99	16.28	12.18
市净率 P/B(倍)	4.45	3.23	2.46	2.26	2.04

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价

附：舍得酒业历次实施的激励方案

1.2018年限制性股票激励计划

- 授予日：2018年12月24日
- 授予数量：919.0万股
- 授予人数：418人
- 授予价格：10.51元/股
- 股票来源：公司从二级市场回购的本公司A股普通股

表1：2018年激励计划解除限售期及各期解除限售时间安排

解除限售期	解除限售时间	解除限售比例
限制性股票第一个解除限售期	自授予登记完成之日起18个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起30个月内的最后一个交易日当日止	30%
限制性股票第二个解除限售期	自授予登记完成之日起30个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起42个月内的最后一个交易日当日止	30%
限制性股票第三个解除限售期	自授予登记完成之日起42个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起54个月内的最后一个交易日当日止	20%
限制性股票第四个解除限售期	自授予登记完成之日起54个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起66个月内的最后一个交易日当日止	20%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表2：2018年激励计划限制性股票在各激励对象间的分配情况

序号	姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占激励计划公告日总股本的比例
1	刘力	董事长，董秘(代)	20.0	2.18%	0.059%
2	李强	总经理，副董事长	15.0	1.63%	0.044%
3	张树平	常务副总经理，董事	15.0	1.63%	0.044%
4	郭建亚	副总经理，董事	8.0	0.87%	0.024%
5	蒲吉洲	副总经理，董事	7.0	0.76%	0.021%
6	吴健	董事	15.0	1.63%	0.044%
7	李富全	副总经理，财务负责人	10.0	1.09%	0.030%
8	曾家斌	副总经理	8.0	0.87%	0.024%
中层管理人员及核心骨干(410人)			821.0	89.34%	2.435%
合计(418人)			919.0	100%	2.725%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表3：2018年激励计划业绩考核要求及完成情况

考核年度	2019	2020	2021	2022
剔除本限制性股票激励计划成本影响后的归属于母公司所有者的净利润增长率目标值	比 2017 年增长 260%	比 2017 年增长 350%	比 2017 年增长 460%	比 2017 年增长 600%
完成情况	5.43 亿元，相比 2017 年增长 278.12%，达到考核目标	6.01 亿元，相比 2017 年增长 318.49%，实际完成比例 $=318.49\% / 350\% \approx 91\%$	12.52 亿元，相比 2017 年增长 771.82%，达到考核目标	16.88 亿元，相比 2017 年增长 1075.63%，达到考核目标
实际达到的剔除本限制性股票激励计划成本影响后的归属于母公司所有者的净利润增长率占当年所设目标值的实际完成比例 (A)				
各年度对应公司层面可解除限售比例 (M)				
当实际完成比例 (A) <80%时	M=0			
当 80% ≤ 实际完成比例 (A) <100% 时	M=A			
当实际完成比例 (A) ≥100% 时	M=100%			

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2022 年限制性股票激励计划

- 授予日：2022 年 11 月 24 日
- 授予数量：116.91 万股
- 授予人数：284 人
- 授予价格：69.04 元/股
- 股票来源：公司向激励对象定向发行的公司 A 股普通股股票

表 4：2018 年激励计划解除限售期及各期解除限售时间安排

解除限售期	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至限制性股票授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	33%
第二个解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至限制性股票授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	33%
第三个解除限售期	自限制性股票授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至限制性股票授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	34%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 5：2022 年激励计划限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授出权益 数量的比例	占本激励计划公告日 股本总额比例
张树平	董事长、董事	4.95	4.23%	0.0149%

蒲吉洲	副董事长、董事、总裁	4.95	4.23%	0.0149%
魏 煜	副总裁	1.73	1.48%	0.0052%
邹庆利	副总裁、首席财务官	2.17	1.86%	0.0065%
饶家权	副总裁	2.17	1.86%	0.0065%
张萃富	副总裁	2.17	1.86%	0.0065%
罗 超	副总裁	1.86	1.59%	0.0056%
张 伟	董事会秘书	1.70	1.45%	0.0051%
中层管理人员及核心骨干员工(共 276人)		95.21	81.44%	0.29%
合计		116.91	100.00%	0.35%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 6：2022 年激励计划业绩考核要求及完成情况

解除限售期	业绩考核目标	完成情况
第一个解除限售期	2022年营业收入不低于59.4亿元或2022年归母净利润不低于14.0亿元	2022年营业收入为60.56亿元，归母净利润为16.85亿元， 达到考核目标
第二个解除限售期	2023年营业收入不低于74.1亿元或2023年归母净利润不低于15.7亿元	2023年归母净利润为17.71亿元， 达到考核目标
第三个解除限售期	2024年营业收入不低于100.2亿元或2024年归母净利润不低于20.5亿元	两项指标均 未达到考核目标

资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,099	7,437	7,360	7,898	8,705		营业收入	7,087	5,357	5,754	6,425	7,487
货币资金	2,422	1,543	1,367	1,705	2,040		营业成本	1,802	1,847	1,940	2,049	2,231
应收票据	215	227	236	264	308		营业税金及附加	1,015	1,042	978	1,028	1,123
应收账款	268	236	236	264	308		销售费用	1,293	1,276	1,036	1,156	1,348
预付账款	26	65	58	61	67		管理费用	644	545	541	578	636
存货	4,424	5,219	5,314	5,444	5,807		研发费用	108	95	86	96	112
其他	745	146	147	158	176		财务费用	-28	-26	-11	-18	-24
非流动资产	3,023	4,365	4,599	4,823	5,038		减值损失合计	0	-19	5	5	5
长期股权投资	19	18	18	18	18		投资净收益	8	-10	6	6	7
固定资产	1,600	2,657	2,811	2,961	3,106		其他	41	19	17	19	22
无形资产	417	423	458	493	528		营业利润	2,302	568	1,212	1,565	2,095
其他	987	1,267	1,311	1,351	1,386		营业外收支	26	-54	10	10	10
资产总计	11,122	11,802	11,958	12,721	13,743		利润总额	2,328	514	1,222	1,575	2,105
流动负债	3,404	4,066	3,264	3,288	3,471		所得税	557	173	306	394	526
短期借款	0	711	0	0	0		净利润	1,770	340	917	1,181	1,579
应付票据	313	260	266	281	306		少数股东损益	1	-5	1	1	2
应付账款	655	1,182	1,063	954	917		归属母公司净利润	1,769	346	916	1,180	1,578
其他	2,436	1,913	1,936	2,054	2,248		EBITDA	2,416	773	1,350	1,703	2,232
非流动负债	153	605	568	605	506		EPS(当年)(元)	5.34	1.05	2.75	3.54	4.73
长期借款	39	431	431	431	431							
其他	114	174	137	174	75							
负债合计	3,557	4,671	3,833	3,894	3,977							
少数股东权益	328	323	324	325	327							
归属母公司股东权益	7,236	6,808	7,802	8,502	9,439							
负债和股东权益	11,122	11,802	11,958	12,721	13,743							
重要财务指标						单位:百万元	现金流量表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,087	5,357	5,754	6,425	7,487		经营活动现金流	715	-708	902	1,183	1,474
同比 (%)	17.0%	-24.4%	7.4%	11.6%	16.5%		净利润	1,770	340	917	1,181	1,579
归属母公司净利润	1,769	346	916	1,180	1,578		折旧摊销	173	208	176	186	195
同比 (%)	5.0%	-80.5%	164.8%	28.9%	33.7%		财务费用	1	6	19	13	13
毛利率 (%)	74.6%	65.5%	66.3%	68.1%	70.2%		投资损失	-8	10	-6	-6	-7
ROE%	24.5%	5.1%	11.7%	13.9%	16.7%		营运资金变动	-1,189	-1,174	-189	-176	-291
EPS(摊薄)(元)	5.34	1.05	2.75	3.54	4.73		其它	-33	-98	-15	-15	-15
P/E	18.11	62.67	20.99	16.28	12.18		投资活动现金流	-335	-192	-389	-389	-388
P/B	4.45	3.23	2.46	2.26	2.04		资本支出	-870	-1,001	-390	-390	-390
EV/EBITDA	12.39	27.93	13.56	10.55	7.90		长期投资	693	600	0	0	0
							其他	-158	210	1	1	2
							筹资活动现金流	-576	122	-689	-456	-752
							吸收投资	0	0	0	0	0
							借款	14	1,103	-711	0	0
							支付利息或股息	-503	-721	-389	-493	-653
							现金流净增加额	-196	-778	-176	338	335

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零销量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。