

# 舍得酒业 (600702)

## 再推激励, 目标进取

增持 (维持)

2025年03月30日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	7087	5357	5163	5727	6538
同比 (%)	17.04	(24.41)	(3.62)	10.92	14.15
归母净利润 (百万元)	1,769.39	345.78	581.64	807.90	1,070.76
同比 (%)	4.98	(80.46)	68.21	38.90	32.54
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.31	1.04	1.75	2.43	3.21
P/E (现价&最新摊薄)	10.86	55.57	33.04	23.78	17.94

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 限制性股票激励计划草案, 拟授予限制性股票不超过 203.66 万股, 约占总股本的 0.61% (现价市值 1.16 亿元), 授予对象不超过 168 人, 授予价格为 28.78 元/股。激励规划分 3 期解锁, 解锁时点为登记完成日满 12/24/36 个月, 每期分别解锁 40%/30%/30%。
- **及时再推新一期股权激励, 完善长效激励, 解锁目标拼搏进取。** 继 2022 年限制性股票激励计划 (考核周期为 2022~2024 年业绩, 第 3 期末解锁)、2023 年员工持股计划后, 公司再推新一期股权激励, 帮助完善对后续年度业绩考核的中高层利益共享。1) **授予对象:** 包括董事、高管 11 人, 以及中层管理人员和核心骨干共 155 人。2) **解锁要求:** 以 2024 年为基期, 解锁要求为 2025/2026/2027 年营业收入增长率不低于 20%/36%/55%, 对应收入为 64.3/72.9/83.0 亿元 (同比增长 20%/13%/14%); 或归母净利润增长率不低于 164%/231%/309%, 对应利润为 9.3/11.4/14.1 亿元 (同比增长 164%/25%/24%)。3) **摊销成本:** 合计 5741.23 万元, 2025~2028 年分别摊销 2443.22、2227.54、870.88、199.58 万元, 其中 2025~2027 年摊销成本除税后对当年解锁净利的占比分别为 2.0%/1.5%/0.5%。对比之前 2 期, 此次股权激励授予人数较少 (3 次拟授予人数分别为 280、247、168 人), 授予价更低 (3 次拟授予价分别为 69.04、69.86、28.78 元/股), 人均授予数量更高 (3 次分别为人均 0.41、0.87、1.21 万股), 激励达成的不确定性及收益弹性均有所放大。
- **2025~2027 年自我高要求, 不松懈不躺平, 激励解锁核心关注高价位产品能否销售修复。** 本次股权激励解锁要求显著超出市场预期, 体现公司内部对于经营业绩修复的强进取心。在次高端需求承压环境下, 公司已逐渐探索形成巩固销售基本盘、提升经营稳定性的策略框架, 期待未来能够成功拉动业绩走出低谷。我们测算 2025 年利润解锁目标难度或小于收入, 剔除 2024 年的成本、费用、税金的一次性冲击影响, 若 2025 年次高端主品品味舍得止跌回升拉动产品结构及毛利率修复, 且公司吨成本回落至接近 2023 年水平, 则净利率有望修复至 15~17%。
- **聚焦基地培育, 持续打磨差异化产品策略。** 2024 年公司去库力度及节奏均领先行业, 坚持通过提升 B 端推力及 C 端拉力提高动销, 避免“以价换量”。1) 渠道及区域布局方面, 围绕“底价做稳、政策做减、费用做严”方针, 公司 2024 年对低价市场进行坚决去库, 并进行销售团队换血, 以强化渠道及终端监管, 更好实现费用及动作落地, 从而推动品味动销及价盘逐渐回温。2025 年, 公司继续聚焦 7 个有 2-3 亿规模基础的城市 (成都、绵阳、遂宁、廊坊、德州、唐山等), 以及 200 个重点区县, 完善渠道网格化覆盖及产品多价位布局, 旨在不利环境下优先打造业绩护城河, 夯实未来发展基石。2) 产品方面, 公司坚定推行老酒战略, 将以更 C 端化的语言宣传突出舍得老酒优势; 同时也在探索打造创新产品以挖掘销售增量, 如面向华东市场推出藏品·舍得 10 年低度产品以更好覆盖低度用户, 面向线上渠道推出多款 IP 文创产品以更好链接年轻用户, 帮助更好夯实不同类型客群的销售基础。

### 市场数据

收盘价(元)	57.68
一年最低/最高价	39.56/86.25
市净率(倍)	2.82
流通 A 股市值(百万元)	19,185.46
总市值(百万元)	19,214.50

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	20.43
资产负债率(%,LF)	39.58
总股本(百万股)	333.12
流通 A 股(百万股)	332.62

### 相关研究

《舍得酒业(600702): 2024 年报点评: 短期持续承压, 期待基地市场稳固显效》

2025-03-23

《舍得酒业(600702): 2024 年三季度报点评: 降速调控, 缓而图之》

2024-10-29

- **盈利预测与投资评级:** 行业需求筑底阶段, 次高端需求修复仍面临较大挑战, 期待公司以更拼搏进取的经营姿态, 取得好于行业的业绩表现。考虑公司控费降本规划坚决, 我们上调 2025~27 年归母净利润预测为 5.8、8.1、10.7 亿元(前值为 5.2、7.3、9.3 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 33、24、18X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 经济向好不确定性, 成本及费用支出超预期, 低档酒增长不及预期。

表1: 舍得酒业 2025 年限制性股票激励相关安排

股份数量(万股)	总股本占比	授予价格(元/股)	授予金额合计(万元)	股份来源
203.66	0.61%	28.78	5861.33	公司回购

  

限售期	存续期	起始日	到期操作
12、24、36 个月; 分别解锁 40%、40%、 30%	48 个月	自授予登记完 成之日起	根据公司薪酬与绩效考核相关管理办法, 在公司业绩目标达成的前提下, 若激励对象考 核当年个人绩效考核达到 B-良好及以上, 则激励对象可按照规定比例解除限售。 若激励对象考核当年个人绩效考核结果为 C-待改善及以下, 则激励对象对应当年计划解 除限售的限制性股票由公司授予价格回购注销。

  

限制性股票授予价格 (元/股)	草案日股票价格 (元/股)	溢价率	考核要求
28.78	56.97	97.95%	2025 年营收或归母净利润增长率不低于 20%或 164%(64.3/9.3 亿元) 2026 年增长率不低于 36%或 231% (72.9/11.4 亿元, 同比 13%/25%) 2027 年增长率不低于 55%/309% (83.0/14.1 亿元, 同比 14%/24%) (均以 2024 年的营业收入/归母净利润为基数)

数据来源: 公司公告《舍得酒业股份有限公司 2025 年限制性股票激励计划(草案)》, 东吴证券研究所

## 舍得酒业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>7,437</b>	<b>6,992</b>	<b>7,502</b>	<b>8,046</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,357</b>	<b>5,163</b>	<b>5,727</b>	<b>6,538</b>
货币资金及交易性金融资产	1,543	1,413	953	1,192	营业成本(含金融类)	1,847	1,827	1,989	2,205
经营性应收款项	568	537	546	628	税金及附加	1,042	774	830	968
存货	5,219	4,921	5,892	6,103	销售费用	1,276	1,136	1,183	1,269
合同资产	0	0	0	0	管理费用	545	532	548	579
其他流动资产	106	120	110	124	研发费用	95	91	86	82
<b>非流动资产</b>	<b>4,365</b>	<b>4,641</b>	<b>4,844</b>	<b>5,061</b>	财务费用	(26)	(8)	(2)	0
长期股权投资	18	18	18	18	加:其他收益	14	15	14	15
固定资产及使用权资产	2,663	2,926	3,212	3,438	投资净收益	(10)	(12)	3	3
在建工程	858	881	803	796	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	423	423	423	423	减值损失	(19)	(6)	(7)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	1	2
长期待摊费用	33	23	18	16	<b>营业利润</b>	<b>568</b>	<b>810</b>	<b>1,105</b>	<b>1,450</b>
其他非流动资产	369	369	369	369	营业外净收支	(54)	(10)	(19)	(29)
<b>资产总计</b>	<b>11,802</b>	<b>11,633</b>	<b>12,346</b>	<b>13,107</b>	<b>利润总额</b>	<b>514</b>	<b>800</b>	<b>1,087</b>	<b>1,421</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,066</b>	<b>3,530</b>	<b>3,640</b>	<b>3,638</b>	减:所得税	173	224	277	348
短期借款及一年内到期的非流动负债	732	732	732	732	<b>净利润</b>	<b>340</b>	<b>576</b>	<b>810</b>	<b>1,073</b>
经营性应付款项	1,447	1,099	1,119	851	减:少数股东损益	(5)	(6)	2	2
合同负债	165	164	199	265	<b>归属母公司净利润</b>	<b>346</b>	<b>582</b>	<b>808</b>	<b>1,071</b>
其他流动负债	1,722	1,534	1,589	1,790	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	1.75	2.43	3.21
非流动负债	605	605	605	605	EBIT	565	818	1,105	1,450
长期借款	431	431	431	431	EBITDA	773	1,036	1,342	1,700
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.52	64.62	65.28	66.27
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	6.45	11.26	14.11	16.38
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	(24.41)	(3.62)	10.92	14.15
<b>负债合计</b>	<b>4,671</b>	<b>4,135</b>	<b>4,245</b>	<b>4,244</b>	归母净利润增长率(%)	(80.46)	68.21	38.90	32.54
归属母公司股东权益	6,808	7,181	7,782	8,543					
少数股东权益	323	317	319	321					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,131</b>	<b>7,498</b>	<b>8,101</b>	<b>8,863</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,802</b>	<b>11,633</b>	<b>12,346</b>	<b>13,107</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(708)	602	207	1,047	每股净资产(元)	20.44	21.56	23.36	25.64
投资活动现金流	(192)	(515)	(454)	(491)	最新发行在外股份(百万股)	333	333	333	333
筹资活动现金流	122	(216)	(214)	(317)	ROIC(%)	4.68	6.95	9.19	11.35
现金净增加额	(778)	(130)	(460)	239	ROE-摊薄(%)	5.08	8.10	10.38	12.53
折旧和摊销	208	218	236	250	资产负债率(%)	39.58	35.55	34.39	32.38
资本开支	(1,001)	(503)	(457)	(494)	P/E (现价&最新股本摊薄)	55.57	33.04	23.78	17.94
营运资本变动	(1,174)	(227)	(866)	(313)	P/B (现价)	2.82	2.68	2.47	2.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>