



舍得酒业 (600702.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

25Q1 经营仍承压, 关注内外聚焦成效

业绩简评

2025年4月25日, 公司披露25年一季度, 期间实现营收15.8亿元, 同比-25.1%; 实现归母净利3.5亿元, 同比-37.1%。

经营分析

营收结构拆分: 1) 分产品看, 25Q1 中高档/普通酒分别实现营收12.3/2.1亿元, 同比分别-28.5%/-12.6%, 预计内部结构仍有下移、期内毛利率同比-4.8pct至69.4%。2) 分区域看, 25Q1 省内/省外/电商分别实现营收4.9/9.5/2.0亿元, 同比-9.0%/-33.2%/+36.7%, 电商渠道突破、营收占比提至约14%。期内经销商新增215家, 退出257家, 净减少42家, 25Q1末留存2621家。

报表结构拆分: 1) 25Q1 归母净利同比-4.2pct至22.0%, 其中毛利率同比-4.8pct、销售费用率+3.0pct、营业税金及附加占比-2.6pct。2) 25Q1末合同负债余额2.1亿元, 环比+0.4亿元, 考虑合同负债环比变量后25Q1营收同比-22%。相对应的, 25Q1销售收现16.2亿元, 同比-15.3%。

公司近期披露股权激励规划, 其中2025年考核为营收增长不低于20%或归母净利增长不低于164%。考虑24年净利率仅6%, 参考19~23年净利率均在20%+, 低基数下我们预计利润目标达成预期会相对更高。目前品味舍得&舍之道为营收贡献核心, 品味舍得偏刚性的价格管控稳住了品牌调性, 大众价位舍之道&T68预计仍将承担主要增量。组织及制度上公司推进扁平化、核心区域聚焦、结果导向考核等; 经营底部建议持续关注。

盈利预测、估值与评级

24年公司在渠道加大费投去库存, 叠加消费税、所得税等税费缴纳节奏影响, 24年实际净利率表现偏低。参考25Q1净利率约22%、环比24Q2-Q4大幅改善, 我们预计25年起公司净利率水平会逐步修复至正常水平, 因此上调25-27年归母净利102%/116%/114%。预计25-27年收入分别+4.7%/+14.1%/+18.8%; 归母净利分别+164.0%/+25.5%/+23.8%, 对应归母净利分别9.13/11.45/14.18亿元; EPS为2.74/3.44/4.26元, 公司股票现价对应PE估值分别为20.8/16.6/13.4倍, 维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期; 省外市场渠道去库不及预期; 行业政策风险; 食品安全风险。

食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

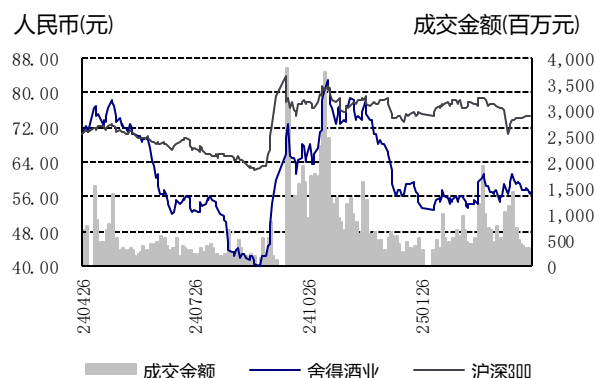
分析师: 叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 57.01元

相关报告:

- 《舍得酒业公司点评: 24年报表释压, 持续调架构稳基本盘》, 2025.3.23
- 《舍得酒业公司点评: 调整期仍承压, 拟再回购用以员工激励》, 2024.10.29
- 《舍得酒业公司点评: Q2业绩承压, 品味去库控量稳价》, 2024.8.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,081	5,357	5,610	6,399	7,600
营业收入增长率	16.9%	-24.3%	4.7%	14.1%	18.8%
归母净利润(百万元)	1,771	346	913	1,145	1,418
归母净利润增长率	5.1%	-80.5%	164.0%	25.5%	23.8%
摊薄每股收益(元)	5.316	1.038	2.741	3.438	4.258
每股经营性现金流净额	2.15	-2.12	3.18	2.25	3.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.49%	5.08%	12.41%	14.24%	15.95%
P/E	18.19	63.53	20.80	16.58	13.39
P/B	4.45	3.23	2.58	2.36	2.14

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,056	7,081	5,357	5,610	6,399	7,600
增长率		16.9%	-24.3%	4.7%	14.1%	18.8%
主营业务成本	-1,349	-1,806	-1,847	-1,893	-2,145	-2,521
%销售收入	22.3%	25.5%	34.5%	33.7%	33.5%	33.2%
毛利	4,707	5,275	3,510	3,718	4,255	5,079
%销售收入	77.7%	74.5%	65.5%	66.3%	66.5%	66.8%
营业税金及附加	-903	-1,015	-1,042	-870	-960	-1,117
%销售收入	14.9%	14.3%	19.4%	15.5%	15.0%	14.7%
销售费用	-1,016	-1,290	-1,276	-1,066	-1,152	-1,353
%销售收入	16.8%	18.2%	23.8%	19.0%	18.0%	17.8%
管理费用	-587	-636	-545	-539	-595	-692
%销售收入	9.7%	9.0%	10.2%	9.6%	9.3%	9.1%
研发费用	-76	-108	-95	-56	-64	-76
%销售收入	1.3%	1.5%	1.8%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	2,124	2,227	551	1,187	1,484	1,842
%销售收入	35.1%	31.5%	10.3%	21.2%	23.2%	24.2%
财务费用	41	28	26	-6	10	11
%销售收入	-0.7%	-0.4%	-0.5%	0.1%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	3	0	-19	0	0	0
公允价值变动收益	41	22	5	0	0	0
投资收益	3	8	-10	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.4%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,236	2,304	568	1,197	1,512	1,873
营业利润率	36.9%	32.5%	10.6%	21.3%	23.6%	24.6%
营业外收支	11	26	-54	0	0	0
税前利润	2,246	2,330	514	1,197	1,512	1,873
利润率	37.1%	32.9%	9.6%	21.3%	23.6%	24.6%
所得税	-546	-558	-173	-287	-371	-459
所得税率	24.3%	23.9%	33.7%	24.0%	24.5%	24.5%
净利润	1,701	1,772	340	910	1,142	1,414
少数股东损益	15	1	-5	-3	-4	-4
归属于母公司的净利润	1,685	1,771	346	913	1,145	1,418
净利率	27.8%	25.0%	6.5%	16.3%	17.9%	18.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,701	1,772	340	910	1,142	1,414
少数股东损益	15	1	-5	-3	-4	-4
非现金支出	148	173	226	233	258	278
非经营收益	-21	-39	-100	0	-30	-37
营运资金变动	-787	-1,191	-1,174	-85	-621	-405
经营活动现金净流	1,041	716	-708	1,058	749	1,249
资本开支	-582	-870	-1,001	-479	-484	-390
投资	100	693	600	0	0	0
其他	54	-158	210	0	0	0
投资活动现金净流	-428	-335	-192	-479	-484	-390
股权募资	80	0	0	0	0	0
债权募资	25	96	1,079	-732	0	0
其他	-200	-672	-957	-397	-467	-576
筹资活动现金净流	-95	-576	122	-1,130	-467	-576
现金净流量	518	-196	-778	-551	-202	283

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,448	2,422	1,543	992	790	1,073
应收款项	371	582	557	573	636	734
存货	3,583	4,424	5,219	5,600	6,640	7,665
其他流动资产	1,366	666	117	38	43	51
流动资产	7,767	8,094	7,437	7,203	8,108	9,523
%总资产	79.3%	72.8%	63.0%	60.8%	62.2%	65.1%
长期投资	49	56	56	56	56	56
固定资产	1,514	2,325	3,515	3,698	3,858	3,898
%总资产	15.5%	20.9%	29.8%	31.2%	29.6%	26.7%
无形资产	344	454	456	495	533	570
非流动资产	2,030	3,022	4,365	4,653	4,930	5,102
%总资产	20.7%	27.2%	37.0%	39.2%	37.8%	34.9%
资产总计	9,798	11,116	11,802	11,856	13,038	14,625
短期借款	11	92	732	0	0	0
应付款项	1,846	2,037	2,654	2,335	2,566	2,979
其他流动负债	1,275	1,273	679	1,231	1,487	1,800
流动负债	3,133	3,401	4,066	3,566	4,053	4,779
长期贷款	25	39	431	431	431	431
其他长期负债	103	114	174	182	194	208
负债	3,260	3,554	4,671	4,180	4,678	5,419
普通股股东权益	6,329	7,233	6,808	7,356	8,043	8,894
其中：股本	333	333	333	333	333	333
未分配利润	4,958	6,229	5,861	6,409	7,096	7,947
少数股东权益	208	328	323	320	316	312
负债股东权益合计	9,798	11,116	11,802	11,856	13,038	14,625

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.058	5.316	1.038	2.741	3.438	4.258
每股净资产	18.996	21.709	20.435	22.082	24.145	26.700
每股经营现金净流	3.125	2.148	-2.124	3.177	2.248	3.750
每股股利	1.500	2.150	0.430	1.096	1.375	1.703
回报率						
净资产收益率	26.63%	24.49%	5.08%	12.41%	14.24%	15.95%
总资产收益率	17.20%	15.94%	2.93%	7.70%	8.79%	9.70%
投入资本收益率	24.38%	21.90%	4.38%	11.05%	12.64%	14.30%
增长率						
主营业务收入增长率	21.86%	16.93%	-24.35%	4.73%	14.06%	18.75%
EBIT增长率	30.74%	4.85%	-75.24%	115.35%	24.95%	24.12%
净利润增长率	35.31%	5.09%	-80.48%	164.04%	25.46%	23.83%
总资产增长率	21.06%	13.45%	6.18%	0.46%	9.97%	12.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.1	12.4	17.0	16.0	15.0	14.0
存货周转天数	862.7	809.3	952.7	1,080.0	1,130.0	1,110.0
应付账款周转天数	103.2	115.1	181.5	190.0	180.0	175.0
固定资产周转天数	63.7	82.5	181.0	178.2	159.7	131.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.90%	-38.25%	-5.32%	-7.31%	-4.29%	-6.97%
EBIT利息保障倍数	-52.4	-80.7	-21.1	201.4	-153.0	-174.3
资产负债率	33.27%	31.98%	39.58%	35.26%	35.88%	37.05%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	10	22	26	52
增持	1	8	17	21	2
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.44	1.48	1.48	1.11

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究