舍得酒业（600702.SH）

2025Q1 继续释放风险，收入和净利润降幅环比 2024H2 收窄

中性

核心观点

公司发布一季报，2025Q1 公司实现营业总收入 15.76 亿元/同比-25.1%，归母净利润 3.46 亿元/同比-37.1%。

2025Q1 毛利率环比提升，渠道结构得到优化。分产品看，2025Q1 中高档酒收入 12.34 亿元/同比-28.5%，普通酒收入 2.08 亿元/同比-12.6%。品味舍得 2024Q1 收入基数较高，在经历 2024 年去库存后渠道包袱有所减轻，预计 2025Q1 动销有所改善，2025Q1 毛利率 69.4%/同比-4.9pcts/环比 2024H2 改善明显。舍之道前期库存偏高、2025Q1 控制发货节奏；低档酒延续产品聚焦，沱牌 T68 表现稳健。分区域看，2025Q1 省内收入 4.94 亿元/同比-9.0%，省外收入 9.49 亿元/同比-33.2%。省内市场韧性相对强，2024 年打造遂宁基地市场、增速表现好于整体，预计 2025Q1 延续领跑趋势；另外成都市场在 2024 年推动渠道、产品治理，小基数下逐步改善。分渠道看，2025Q1 批发渠道收入 12.37 亿元/同比-31.8%；截至第一季度末经销商 2621 家，较 2024 年末减少 42 家（新增 215，减少 257），我们认为核心客户比较稳定，中小经销商结构得到改善、引入和公司理念一致的客户。电商渠道 2.05 亿元/同比+36.7%，白酒线上化趋势下，类标品、专销品销量增长明显。

旺季保持积极的费用投入，合同负债环比增加。2025Q1 税金及附加率同比-2.6pcts，销售费用率+3.03pcts，管理费用率同比持平，归母净利率 22.0%/同比-4.18pcts。旺季公司仍然保持积极的费用投放促进动销，整体开瓶数据实现较好增长，品味舍得渠道利润有所改善，批价稳定在 330 元。2025 年费用投放政策加大现金返利和兑现，但同时奖优罚劣、提升经销商积极性。2025Q1 销售收现 16.23 亿元/同比-15.3%/降幅小于收入端，经营性现金流量净额 2.24 亿元/同比+106.8%，合同负债环比+0.41 亿元。

再推股权激励，解锁目标具有较强激励性。3 月 27 日公司发布限制性股票激励计划，拟向 168 名激励对象授予股票数量不超过 203.66 万股，占公司总股本 0.61%，授予价格为 28.78 元/股。考核条件为 2025-2027 年公司、个人业绩达标，解除限售比例为 40%/30%/30%。其中公司层面考核条件为以 2024 年为基期，2025-2027 年收入增长率不低于 20%/36%/55%，或净利润增长率不低于 164%/231%/309%，解锁目标具有较强激励性，彰显公司员工进取态度和发展信心。

盈利预测与投资建议：伴随第二季度进入同比低基数期，收入和业绩或将逐步迎来拐点；2024 年公司额外增投很多费用帮助经销商去化库存、提振动销，渠道包袱已有减轻，我们预计今年费投精细化下销售费用率、税率有改善空间，利润率视角或可相对乐观。维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入 50.8/53.8/57.6 亿元，同比-5.1%/+5.8%/+7.1%；预计归母净利润 4.2/4.5/5.1 亿元，同比+21.9%/+7.0%/+12.6%；当前股价对应 25/26 年 45.0/42.1 倍 PE，维持“中性”评级。

风险提示：白酒需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，渠道库存增加等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,081	5,357.069	5,082.48	5,375.234	5,756.359
(+/-%)	16.9%	-24.3%	-5.1%	5.8%	7.1%
净利润(百万元)	1771	345.775	421.636	451.009	507.621
(+/-%)	5.1%	-80.5%	21.9%	7.0%	12.6%
每股收益（元）	5.32	1.04	1.27	1.35	1.52
EBIT Margin	31.5%	10.3%	11.1%	11.4%	13.1%
净资产收益率（ROE）	24.5%	5.1%	5.9%	6.5%	8.0%
市盈率（PE）	10.7	54.9	45.0	42.1	37.4
EV/EBITDA	9.5	32.0	26.6	23.8	21.0
市净率（PB）	2.63	2.79	2.67	2.73	3.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒II

证券分析师：张向伟　　联系人：张未艾
021-61761031
zhangxiangwei@guosen.com.cn　zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	中性(维持)
合理估值	
收盘价	57.01 元
总市值/流通市值	18991/18963 百万元
52 周最高价/最低价	86.25/39.56 元
近 3 个月日均成交额	584.14 百万元

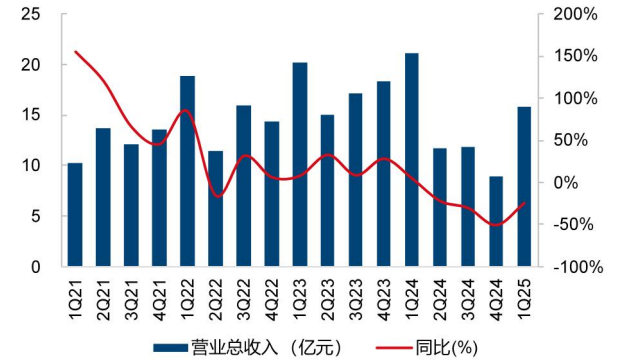
市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

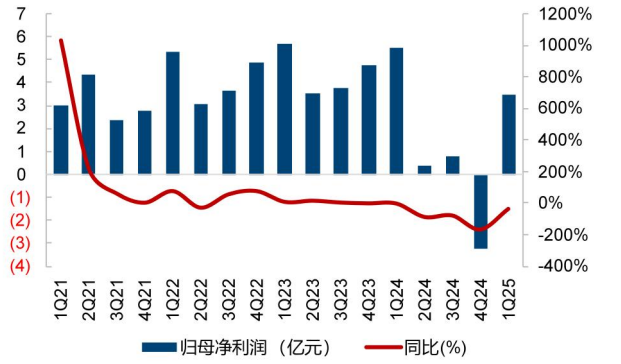
《舍得酒业（600702.SH）-2024Q4 经营延续承压，推动产品、区域、渠道调整》——2025-03-25
《舍得酒业（600702.SH）-第三季度继续释放渠道风险，拟回购股份用于员工激励》——2024-10-29
《舍得酒业（600702.SH）-第二季度收入及利润阶段性下滑，释放渠道风险》——2024-08-23
《舍得酒业（600702.SH）-产品结构略有承压，费效比提升初显成效》——2024-05-04
《舍得酒业（600702.SH）-大众价位复苏明显，持续聚焦库存去化》——2024-03-27

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



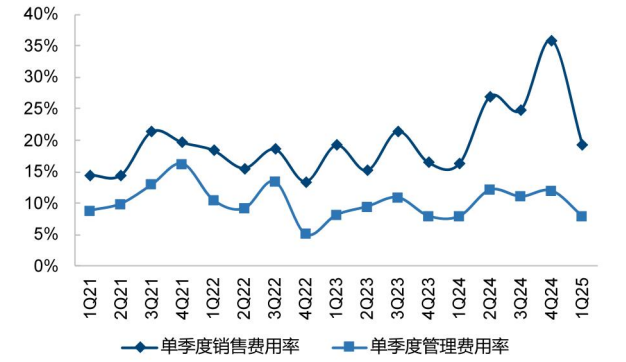
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



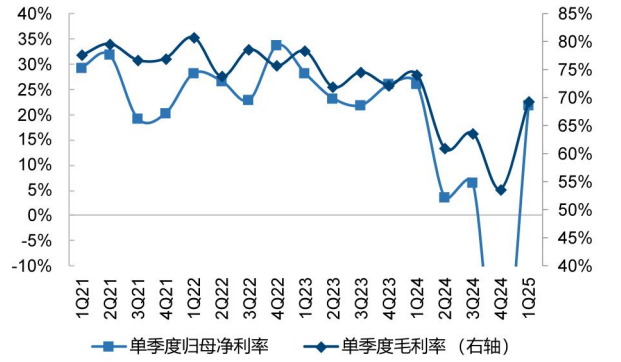
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）2025/4/25	总市值（亿元）2025/4/25	归母净利润（亿元）		PE	
					2024A/E	2025E	2024A/E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,550	19,471	862.3	943.8	22.6	20.6
000858.SZ	五粮液	优于大市	129	5,009	318.5	354.6	15.7	14.1
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	125	1,845	141.9	153.1	13.0	12.1
600809.SH	山西汾酒	优于大市	211	2,576	124.4	142.5	20.7	18.1
002304.SZ	洋河股份	中性	72	1,091	83.1	81.2	13.1	13.4
000799.SZ	酒鬼酒	中性	44	143	0.7	1.6	194.6	89.3
600702.SH	**舍得酒业**	**中性**	**57**	**190**	**3.46**	**4.22**	**54.9**	**45.0**
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	167	883	55.1	64.7	16.0	13.7
603589.SH	口子窖	优于大市	35	211	16.7	17.6	12.7	12.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	50	400	27.1	31.3	14.8	12.8
603369.SH	今世缘	优于大市	49	607	36.1	40.4	16.8	15.0
603919.SH	金徽酒	优于大市	19	99	3.9	4.2	25.4	23.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除舍得酒业以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2422	1543	2435	2133	2037
应收款项	530	518	492	520	557
存货净额	4424	5219	4349	4539	4690
其他流动资产	116	156	148	157	168
流动资产合计	**8094**	**7437**	**7424**	**7349**	**7452**
固定资产	2325	3515	4308	5118	5969
无形资产及其他	417	423	406	389	372
投资性房地产	260	409	409	409	409
长期股权投资	19	18	18	18	18
资产总计	**11116**	**11802**	**12565**	**13284**	**14221**
短期借款及交易性金融负债	92	732	1448	2266	3751
应付款项	968	1442	987	1030	1064
其他流动负债	2342	1891	2063	2016	2046
流动负债合计	**3401**	**4066**	**4498**	**5312**	**6861**
长期借款及应付债券	39	431	431	431	431
其他长期负债	114	174	202	236	276
长期负债合计	**153**	**605**	**634**	**667**	**708**
负债合计	**3554**	**4671**	**5132**	**5979**	**7569**
少数股东权益	328	323	330	337	344
股东权益	7233	6808	7103	6968	6308
负债和股东权益总计	**11116**	**11802**	**12565**	**13284**	**14221**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	5.32	1.04	1.27	1.35	1.52
每股红利	1.51	2.17	0.38	1.76	3.50
每股净资产	21.71	20.44	21.32	20.91	18.93
ROIC	28.06%	5.19%	4%	4%	5%
ROE	24.49%	5.08%	6%	6%	8%
毛利率	75%	66%	64%	64%	64%
EBIT Margin	31%	10%	11%	11%	13%
EBITDA Margin	34%	14%	18%	20%	22%
收入增长	17%	-24%	-5%	6%	7%
净利润增长率	5%	-80%	22%	7%	13%
资产负债率	35%	42%	43%	48%	56%
股息率	2.6%	3.8%	0.7%	3.1%	6.1%
P/E	10.7	54.9	45.0	42.1	37.4
P/B	2.6	2.8	2.7	2.7	3.0
EV/EBITDA	9.5	32.0	26.6	23.8	21.0

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**7081**	**5357**	**5082**	**5375**	**5756**
营业成本	1806	1847	1806	1953	2081
营业税金及附加	1015	1042	788	833	863
销售费用	1290	1276	1271	1285	1324
管理费用	636	545	551	581	621
研发费用	108	95	102	108	115
财务费用	(28)	(26)	22	49	106
投资收益	8	(10)	5	3	0
资产减值及公允价值变动	22	23	25	20	20
其他收入	(89)	(118)	(102)	(108)	(115)
营业利润	2304	568	573	589	666
营业外净收支	26	(54)	20	20	20
利润总额	**2330**	**514**	**593**	**609**	**686**
所得税费用	558	173	178	164	185
少数股东损益	1	(5)	(6)	(6)	(7)
归属于母公司净利润	**1771**	**346**	**422**	**451**	**508**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1771	346	422	451	508
资产减值准备	0	19	10	5	6
折旧摊销	147	187	341	434	513
公允价值变动损失	(22)	(23)	(25)	(20)	(20)
财务费用	(28)	(26)	22	49	106
营运资本变动	(921)	(870)	660	(193)	(89)
其它	1	(13)	(3)	2	2
经营活动现金流	**976**	**(354)**	**1404**	**679**	**919**
资本开支	0	(1396)	(1102)	(1212)	(1333)
其它投资现金流	706	602	0	0	0
投资活动现金流	**701**	**(793)**	**(1102)**	**(1212)**	**(1333)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	14	392	0	0	0
支付股利、利息	(503)	(721)	(126)	(586)	(1168)
其它融资现金流	(728)	927	716	818	1485
融资活动现金流	**(1704)**	**269**	**589**	**232**	**317**
现金净变动	**(26)**	**(878)**	**891**	**(302)**	**(96)**
货币资金的期初余额	2448	2422	1543	2435	2133
货币资金的期末余额	2422	1543	2435	2133	2037
企业自由现金流	0	(1713)	295	(522)	(360)
权益自由现金流	0	(393)	995	260	1047

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032