

舍得酒业 (600702.SH)

增持 (维持)

Q1 仍在调整, 后续有望改善

公司发布 2025 年一季报, 公司 25Q1 实现营收 15.8 亿, 同比-25.1%; 实现归母净利润 3.5 亿, 同比-37.1%, 调整幅度好于预期; 实现现金回款 16.2 亿, 同比-15.3%。中低档性价比产品动销相对良性, 省内样板市场相对抗跌。股票激励激发团队斗志, 盈利能力有望逐步修复。后续报表有望逐季改善, 经营压力仍在, 上调 25-27 年 EPS 预测为 2.21, 2.69 和 3.07 元, 静待企业调整与渠道出清, 维持“增持”评级。

□ Q1 收入/利润下滑 25%/37%, 调整幅度好于预期。公司 25Q1 实现营收 15.8 亿, 同比-25.1%; 实现归母净利润 3.5 亿, 同比-37.1%, 调整幅度好于预期; 实现现金回款 16.2 亿, 同比-15.3%。公司合同负债 2.1 亿元, 环比增加 0.4 亿元。25Q1 毛利率 69.4%, 同比-4.8pct, 净利率 21.9%, 同比-4.2pct; 销售费用率 19.4%, 同比+3.0pct; 管理费用率 7.9%, 同比持平。

□ 中低档性价比产品动销相对良性, 省内样板市场相对抗跌。分产品来看, 25Q1 中高端白酒收入 12.3 亿, 同比-28.5%, 普通酒收入 2.1 亿, 同比-12.6%, 品味舍得大单品战略坚定, T68、沱牌等性价比产品动销良好, 一季度加大了大众餐饮场景的布局。分地区来看 25Q1 省内收入 4.9 亿, 同比-9.0%, 省外收入 9.5 亿, 同比-33.3%, 省内基地市场表现良好, 今年加大了遂宁样板市场模式的复制, 省外部分市场前期积累包袱较高, 仍在出清阶段。经销商数量上来看, 25Q1 新增/退出经销商 215/257 家, 期末共 2621 家, 较 2024 年末减少 42 家。

□ 股票激励激发团队斗志, 盈利能力有望逐步修复。公司 3 月 28 日发布股票激励计划草案, 激励对象 168 人, 主要为公司中高层及业务核心骨干, 三个解除限售的条件对应 2025-2027 年营业收入增长 20%/13%/14%, 或 2025-2027 年利润增长 164%/63%/18%, 24 年公司清理前期积累渠道包袱, 净利率阶段性大幅降低, 我们认为 25 年开始公司盈利能力有望逐步修复。

□ 投资建议: 后续报表有望逐季改善, 经营压力仍在, 维持“增持”评级。公司 24 年不破不立, 控货挺价, 减轻历史渠道包袱, 定点排除市场风险。目前公司已经度过高基数阶段, 后续季度有望逐季环比改善, 但当下商务场景仍未恢复, 且公司省外部分市场仍待出清, 我们上调 25-27 年 EPS 预测为 2.21, 2.69 和 3.07 元, 静待企业调整与渠道出清, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7081	5357	4959	5010	5061
同比增长	17%	-24%	-7%	1%	1%
营业利润(百万元)	2304	568	1039	1250	1420
同比增长	3%	-75%	83%	20%	14%
归母净利润(百万元)	1771	346	738	896	1024
同比增长	5%	-80%	113%	22%	14%
每股收益(元)	5.32	1	2.21	2.69	3.07
PE	10.7	54.9	25.8	21.2	18.5
PB	2.6	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/食品饮料

目标估值: NA

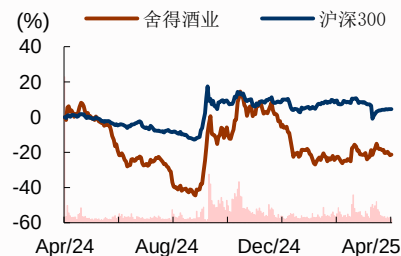
当前股价: 57.01 元

基础数据

总股本(百万股)	333
已上市流通股(百万股)	333
总市值(十亿元)	19.0
流通市值(十亿元)	19.0
每股净资产(MRQ)	21.3
ROE(TTM)	2.0
资产负债率	39.0%
主要股东	四川沱牌舍得集团有限公司
主要股东持股比例	30.23%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	-11	-20
相对表现	4	-6	-27



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《舍得酒业 (600702) 一业绩承压, 渠道出清加速》2025-03-26
- 2、《舍得酒业 (600702) 一渠道延续收缩, 盈利承压明显》2024-10-29
- 3、《舍得酒业 (600702) 一Q2 调整业绩承压, 静待经营改善》2024-08-23

刘成

S1090523070012

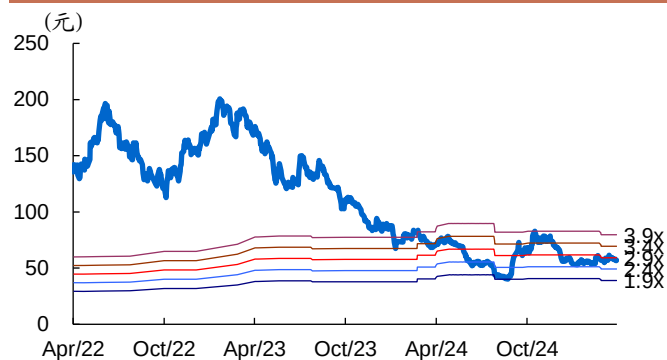
liucheng5@cmschina.com.cn

图 1: 舍得酒业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 舍得酒业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《舍得酒业（600702）—业绩承压，渠道出清加速》2025-03-26
- 2、《舍得酒业（600702）—渠道延续收缩，盈利承压明显》2024-10-29
- 3、《舍得酒业（600702）—Q2 调整业绩承压，静待经营改善》2024-08-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8094	7437	6586	7116	7914
现金	2422	1543	1473	2131	2951
交易性投资	602	0	0	0	0
应收票据	215	227	210	212	215
应收款项	264	236	202	204	206
其它应收款	51	55	51	51	52
存货	4424	5219	4510	4378	4351
其他	116	156	141	140	140
非流动资产	3022	4365	4841	4845	4675
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	1600	2657	3181	3229	3098
无形资产商誉	417	423	381	343	308
其他	986	1267	1260	1255	1251
资产总计	11116	11802	11427	11961	12590
流动负债	3401	4066	3107	3065	3056
短期借款	0	711	489	0	0
应付账款	968	1442	1248	1211	1204
预收账款	279	170	147	142	142
其他	2155	1743	1713	1711	1711
长期负债	153	605	605	605	605
长期借款	39	431	431	431	431
其他	114	174	174	174	174
负债合计	3554	4671	3713	3670	3661
股本	333	333	333	333	333
资本公积金	412	357	357	357	357
留存收益	6487	6118	6712	7303	7956
少数股东权益	328	323	312	298	282
归属于母公司所有者权益	7233	6808	7402	7993	8646
负债及权益合计	11116	11802	11427	11961	12590

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	716	(708)	1517	1234	1279
净利润	1772	340	738	896	1024
折旧摊销	157	197	254	289	288
财务费用	(28)	(26)	(12)	(14)	(20)
投资收益	(8)	10	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(1169)	(1116)	558	86	13
其它	(8)	(118)	(12)	(14)	(17)
投资活动现金流	(335)	(192)	(724)	(285)	(109)
资本支出	(873)	(1001)	(733)	(293)	(117)
其他投资	538	810	9	9	9
筹资活动现金流	(576)	122	(864)	(291)	(351)
借款变动	272	816	(732)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(368)	(55)	0	0	0
股利分配	(500)	(716)	(143)	(306)	(371)
其他	20	77	12	14	20
现金净增加额	(196)	(778)	(71)	659	819

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7081	5357	4959	5010	5061
营业成本	1806	1847	1599	1552	1542
营业税金及附加	1015	1042	716	724	731
营业费用	1290	1276	1082	993	902
管理费用	636	545	455	435	414
研发费用	108	95	88	79	80
财务费用	(28)	(26)	(12)	(14)	(20)
资产减值损失	0	(19)	0	0	0
公允价值变动收益	22	5	5	5	5
其他收益	18	14	14	14	14
投资收益	10	(10)	(10)	(10)	(10)
营业利润	2304	568	1039	1250	1420
营业外收入	34	23	23	23	23
营业外支出	8	77	77	77	77
利润总额	2330	514	985	1196	1366
所得税	558	173	259	314	358
少数股东损益	1	(5)	(11)	(14)	(16)
归属于母公司净利润	1771	346	738	896	1024

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	17%	-24%	-7%	1%	1%
营业利润	3%	-75%	83%	20%	14%
归母净利润	5%	-80%	113%	22%	14%
获利能力					
毛利率	74.5%	65.5%	67.8%	69.0%	69.5%
净利率	25.0%	6.5%	14.9%	17.9%	20.2%
ROE	24.5%	5.1%	10.0%	11.2%	11.8%
ROIC	22.5%	4.4%	9.3%	10.5%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	39.6%	32.5%	30.7%	29.1%
净负债比率	1.2%	9.9%	3.8%	3.6%	3.4%
流动比率	2.4	1.8	2.1	2.3	2.6
速动比率	1.1	0.5	0.7	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	19.5	11.4	11.3	12.1	12.1
应付账款周转率	1.9	1.5	1.2	1.3	1.3
每股资料(元)					
EPS	5.32	1.04	2.21	2.69	3.07
每股经营净现金	2.15	-2.12	4.55	3.70	3.84
每股净资产	21.71	20.43	22.22	23.99	25.95
每股股利	2.15	0.43	0.92	1.11	1.27
估值比率					
PE	10.7	54.9	25.8	21.2	18.5
PB	2.6	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	8.4	27.8	16.0	13.4	12.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。