

舍得酒业 (600702)

2025 一季报点评: 收入环比趋稳, 降本减支
推进坚决

增持 (维持)

2025 年 04 月 27 日

证券分析师 苏毓

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

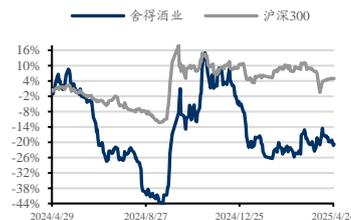
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	7,087	5,357	5,163	5,727	6,538
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	726.60	936.09	1,223.55
同比 (%)	4.98	(80.46)	110.14	28.83	30.71
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.31	1.04	2.18	2.81	3.67
P/E (现价&最新摊薄)	10.73	54.92	26.14	20.29	15.52

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年第一季度财报。25Q1 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%; 单季净利率为 21.9%, 同比回落 4.2pct。25Q1 净利率表现略好于此前预期, 主系税金率及毛利率表现好于预期。
- **25Q1 收入基本符合预期, 产品结构仍待修复。** 25Q1 公司实现酒类收入 14.4 亿元, 同比-26.5%; 剔除夜郎古分部影响, 估算舍得内生收入同比下滑约 25%。1) 分产品看, 中高档酒/普通酒收入分别为 12.2、2.0 亿元, 分别同比-29.3%、-16.3%。其中, 藏品舍得、品味舍得价在量前, 河南、四川主销区价格整治持续推进, 以便渠道利润企稳修复、市场培育动作更好落地; 舍之道、T68 动销开拓稳扎稳打, 25Q1 在高基数基础上, 销售相对保持稳健。2) 分区域看, 省内市场销售 4.9 亿元, 同比下滑 9.0%, 公司基地市场渠道下沉及产品布局更趋完善, 遂宁、成都等核心市场表现趋稳; 省外市场销售 9.5 亿元, 同比下滑 33.2%, 次高端承压背景下, 渠道回款普遍偏弱。25Q1 公司新增经销商 215 家, 退出经销商 257 家, 期末共有经销商 2621 家, 公司对经销商队伍进行梳理优化, 同时也对舍之道、沱牌等进行了一定的新商补充。
- **25Q1 净利率好于预期, 费用同比收缩, 税金率及毛利率表现好于预期。**1) 收现端, 25Q1 期末合同负债 2.1 亿元, 同比/环比分别-0.3/+0.4 亿元, 回款进度仍然承压。2) 利润端, 25Q1 净利率同比-4.2pct 至 21.9%, 其中估算舍得本部净利率同比下滑约 4.5pct 至 23.5%。①25Q1 综合毛利率 69.4%, 同比-4.8pct, 高基数下同比回落, 但环比已有明显改善, 预计与货折费用管控收紧有关。②25Q1 销售费用与管理费用 (含研发) 分别为 3.1 亿、1.5 亿, 同比下降 11.2%、25.3%, 公司持续推进总部减支, 同时销售培育费用落地管理更趋精细。③25Q1 税金及附加比率同比-2.6pct 至 11.6%, 拉动公司净利率表现好于预期。剔除税金影响, 公司净利率为 20.0%, 同比-6.1pct。
- **聚焦基地市场培育, 推动渠道向下。** 2025 年, 公司对重点市场继续聚焦 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), 成立专项工作组推动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, 以夯实未来发展基石; 对培育型市场规划“以点带面”, 深耕杭嘉湖、苏锡常等地区以打造桥头堡市场, 并梳理 200 个重点区县, 以挖掘下沉市场消费潜力。25Q1 公司回款节奏环比趋稳, 期待年内核心市场对公司收入持续发挥稳定托底作用。
- **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, 25Q1 毛利率环比修复, 我们上调 2025~27 年归母净利润预测为 7.3、9.4、12.2 亿元 (前值为 5.8、8.1、10.7 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 26、20、16X, 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.01
一年最低/最高价	39.56/86.25
市净率(倍)	2.67
流通 A 股市值(百万元)	18,962.60
总市值(百万元)	18,991.31

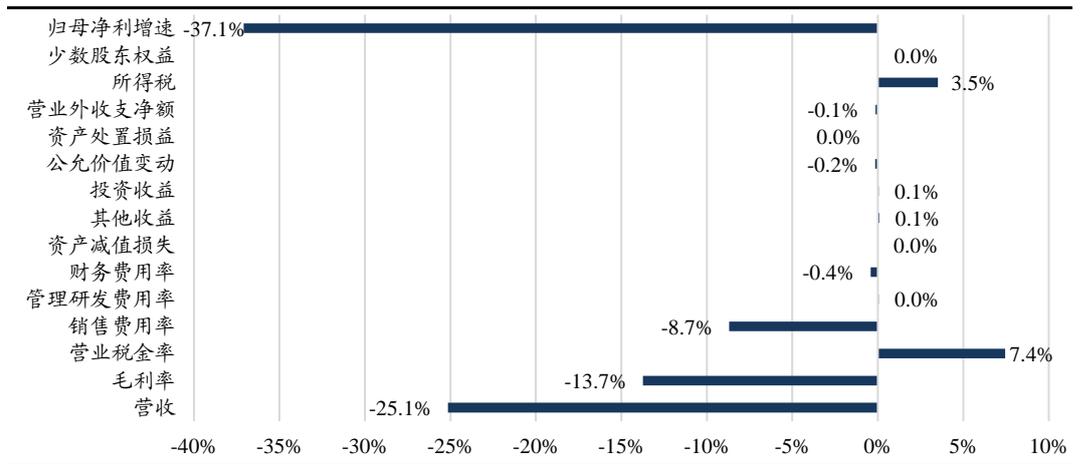
基础数据

每股净资产(元,LF)	21.32
资产负债率(% LF)	39.05
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): 再推激励, 目标进取》
2025-03-30
- 《舍得酒业(600702): 2024 年报点评: 短期持续承压, 期待基地市场巩固显效》
2025-03-23

图1: 舍得酒业 25Q1 业绩拆分



数据来源: wind, 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
流动资产	7,437	6,840	7,668	8,171	营业总收入	5,357	5,163	5,727	6,538
货币资金及交易性金融资产	1,543	1,965	1,166	2,096	营业成本(含金融类)	1,847	1,700	1,852	2,055
经营性应收款项	568	534	544	626	税金及附加	1,042	774	830	968
存货	5,219	4,220	5,848	5,325	销售费用	1,276	1,136	1,191	1,277
合同资产	0	0	0	0	管理费用	545	495	510	522
其他流动资产	106	120	110	124	研发费用	95	86	82	77
非流动资产	4,365	4,641	4,844	5,061	财务费用	(26)	(8)	(5)	(1)
长期股权投资	18	18	18	18	加:其他收益	14	13	12	13
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	营业利润	568	976	1,278	1,653
其他非流动资产	369	369	369	369	营业外净收支	(54)	(10)	(19)	(29)
资产总计	11,802	11,481	12,512	13,232	利润总额	514	966	1,259	1,624
流动负债	4,066	3,251	3,551	3,355	减:所得税	173	246	321	398
短期借款及一年内到期的非流动负债	732	732	732	732	净利润	340	719	938	1,226
经营性应付款项	1,447	924	1,143	694	减:少数股东损益	(5)	(7)	2	2
合同负债	165	153	185	247	归属母公司净利润	346	727	936	1,224
其他流动负债	1,722	1,442	1,491	1,682	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	2.18	2.81	3.67
非流动负债	605	605	605	605	EBIT	565	984	1,274	1,651
长期借款	431	431	431	431	EBITDA	773	1,202	1,511	1,901
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.52	67.07	67.66	68.57
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	6.45	14.07	16.34	18.72
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	(24.41)	(3.62)	10.92	14.15
负债合计	4,671	3,856	4,156	3,960	归母净利润增长率(%)	(80.46)	110.14	28.83	30.71
归属母公司股东权益	6,808	7,309	8,038	8,952					
少数股东权益	323	316	318	320					
所有者权益合计	7,131	7,625	8,356	9,272					
负债和股东权益	11,802	11,481	12,512	13,232					

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)	1,170	(132)	1,738	每股净资产(元)	20.44	21.94	24.13	26.87
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	(233)	(214)	(317)	ROIC(%)	4.68	8.58	10.37	12.49
现金净增加额	(778)	422	(799)	930	ROE-摊薄(%)	5.08	9.94	11.65	13.67
折旧和摊销	208	218	236	250	资产负债率(%)	39.58	33.59	33.22	29.93
资本开支	(1,001)	(503)	(457)	(494)	P/E (现价&最新股本摊薄)	54.92	26.14	20.29	15.52
营运资本变动	(1,174)	198	(1,334)	226	P/B (现价)	2.79	2.60	2.36	2.12

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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不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>