

2025 年 05 月 07 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩表现承压，期待弹性恢复

—舍得酒业（600702.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025 年 4 月 25 日，舍得酒业发布 2025 年一季报。

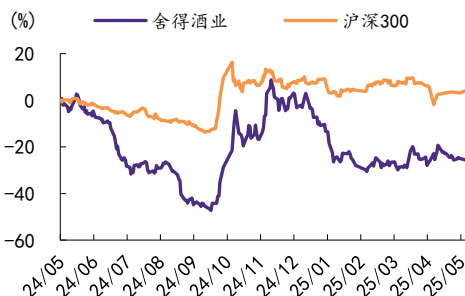
投资要点

基本数据

2025-05-06

当前股价（元）	57.84
总市值（亿元）	193
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	333
52 周价格范围（元）	40.18-82.9
日均成交额（百万元）	630.07

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《舍得酒业（600702）：业绩短期承压，期待企稳回升》2025-03-24
- 2、《舍得酒业（600702）：调整期业绩承压，发布回购方案彰显信心》2024-10-29
- 3、《舍得酒业（600702）：利润不及预期，短期去库释放压力》2024-08-22

业绩短期承压，合同负债环比增长

业绩整体承压，处于调整期。2025Q1 总营收/归母净利润分别为 15.76/3.46 亿元，分别同比-25%/-37%。产品结构变化致毛利率下滑，管理费用整体优化。2025Q1 毛利率/净利率分别为 69%/22%，分别同比-4.8/-4.2pcts。2025Q1 销售/管理费用率分别为 19%/8%，分别同比+3.0/-0.01pcts。税费及购买商品接受劳务支出减少，经营净现金流大幅增长。2025Q1 经营净现金流/销售回款分别为 2.24/16.23 亿元，分别同比+107%/-15%。截至 2025Q1 末，公司合同负债 2.06 亿元（环比+0.41 亿元）。

电商渠道表现较好，省内市场相对稳健

分产品看，2025Q1 中高档酒 / 普通酒营收分别为 12.34/2.08 亿元，分别同比 -28%/-13%；其中，普通酒占比同比+2pcts 至 14.42%，整体经济承压下中高档酒销售下滑幅度较大。分渠道看，2025Q1 批发代理 / 电商销售营收分别为 12.37/2.05 亿元，分别同比 -32%/+37%，电商销售渠道增长显著，营收占比同比+7pcts 至 14.21%。分区域看，2025Q1 省内 / 省外营收分别为 4.94/9.49 亿元，分别同比 -9%/-33%，公司注重遂宁等省内根据地市场开发以来成效明显，营收占比同比+7pcts 至 34.23%。

盈利预测

短期白酒消费疲软致公司业绩承压，长期看好商务场景复苏后品味舍得在次高端市场的品牌力持续提升。考虑到公司作为次高端弹性标的，且较早进入业绩调整期，目前基数较低，后续经济复苏后商务宴请预计恢复，公司业绩与股价表现弹性预计较高，我们调整公司 2025-2027 年 EPS 为 2.10/2.84/3.61（前值为 1.31/1.58/1.91）元，当前股价对应 PE 分别为 28/20/16 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、舍得增速不及预期、老酒战略推进受阻、省外扩张不及预期、夜郎古销售不及预期、股份回购进度低于预期、股权激励目标实现低于预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	5,357	5,090	5,663	6,393
增长率（%）	-24.3%	-5.0%	11.3%	12.9%
归母净利润（百万元）	346	698	947	1,203
增长率（%）	-80.5%	102.0%	35.6%	26.9%
摊薄每股收益（元）	1.04	2.10	2.84	3.61
ROE（%）	4.8%	9.2%	11.4%	13.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	5,357	5,090	5,663	6,393
现金及现金等价物	1,543	2,235	3,028	4,069	营业成本	1,847	1,688	1,763	1,875
应收款	518	418	388	385	营业税金及附加	1,042	845	934	1,042
存货	5,219	5,552	5,543	5,594	销售费用	1,276	1,018	1,019	1,087
其他流动资产	156	182	232	256	管理费用	545	458	538	627
流动资产合计	7,437	8,387	9,191	10,304	财务费用	-26	-15	-37	-66
非流动资产：					研发费用	95	92	85	96
金融类资产	0	80	130	160	费用合计	1,890	1,553	1,606	1,743
固定资产	2,657	2,974	2,974	2,855	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	824	330	132	53	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	423	402	381	361	投资收益	-10	-4	-5	-5
长期股权投资	18	18	18	18	营业利润	568	997	1,353	1,724
其他非流动资产	443	443	443	443	加：营业外收入	23	12	10	9
非流动资产合计	4,365	4,167	3,947	3,729	减：营业外支出	77	30	25	22
资产总计	11,802	12,554	13,138	14,033	利润总额	514	979	1,338	1,711
流动负债：					所得税费用	173	274	361	445
短期借款	711	711	711	711	净利润	340	705	977	1,266
应付账款、票据	1,442	1,735	1,626	1,598	少数股东损益	-5	6	29	63
其他流动负债	1,748	1,748	1,748	1,748	归母净利润	346	698	947	1,203
流动负债合计	4,066	4,319	4,209	4,197					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	431	434	436	437	成长性				
其他非流动负债	174	174	174	174	营业收入增长率	-24.3%	-5.0%	11.3%	12.9%
非流动负债合计	605	608	610	611	归母净利润增长率	-80.5%	102.0%	35.6%	26.9%
负债合计	4,671	4,928	4,819	4,808	盈利能力				
所有者权益					毛利率	65.5%	66.8%	68.9%	70.7%
股本	333	333	333	333	四项费用/营收	35.3%	30.5%	28.4%	27.3%
股东权益	7,131	7,627	8,319	9,224	净利率	6.4%	13.8%	17.2%	19.8%
负债和所有者权益	11,802	12,554	13,138	14,033	ROE	4.8%	9.2%	11.4%	13.0%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	39.6%	39.3%	36.7%	34.3%
净利润	340	705	977	1266	营运能力				
少数股东权益	-5	6	29	63	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
折旧摊销	187	198	218	217	应收账款周转率	10.3	12.2	14.6	16.6
公允价值变动	5	0	0	0	存货周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
营运资金变动	-1234	75	-71	-54	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-708	984	1153	1493	EPS	1.04	2.10	2.84	3.61
投资活动现金净流量	-192	97	148	168	P/E	55.7	27.6	20.3	16.0
筹资活动现金净流量	1591	-207	-282	-360	P/S	3.6	3.8	3.4	3.0
现金流量净额	692	875	1,020	1,301	P/B	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。