

舍得酒业 (600702)

2025 中报点评: 筑底企稳, 盈利修复

增持 (维持)

2025 年 08 月 24 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

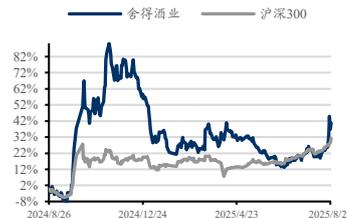
证券分析师 孙瑜

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	4,784	5,277	5,950
同比 (%)	17.04	(24.41)	(10.70)	10.31	12.76
归母净利润 (百万元)	1,769.39	345.77	637.37	779.36	979.93
同比 (%)	4.98	(80.46)	84.33	22.28	25.74
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.31	1.04	1.91	2.34	2.94
P/E (现价&最新摊薄)	11.47	58.68	31.83	26.03	20.71

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 半年度财报。25H1 实现营收 27.0 亿元, 同比-17.4%; 实现归母净利 4.4 亿元, 同比-25.0%。对应 25Q2 实现营收 11.3 亿元, 同比-3.4%; 实现归母净利 1.0 亿元, 同比+139.5%。
- **25Q2 收入降幅显著收窄, 产品结构基本企稳。** 25H1 公司实现酒类收入 24.2 亿元, 同比-19.0%; 剔除夜郎古分部影响, 舍得内生收入同比下滑约 15.5%。1) 分产品看, 25H1 中高档酒、普通酒收入分别为 19.7、4.4 亿元, 分别同比-13.9%、-21.2%。其中, 品味舍得、舍之道、T68、电商收入占比分别约为 40%、20%、10%+、14%; 电商、T68 收入保持较快增长, 高价产品藏品 10 年、中国智慧亦有增量贡献, 品味、舍之道同比承压。2) 分区域看, 25H1 省内、省外市场收入分别同比下滑 13.9%、21.2%, 公司 6 大基地市场遂宁、成都、绵阳、聊城、德州、天津, 通过持续加码 C 端投入, 动销表现好于整体。25Q2 公司酒类收入同比-4.5%, 估算舍得内生收入同比持平附近, 单季同比增速逆势修复, 1 是公司 1、2 季度回款节奏较去年变化, 25Q2 回款占比回升; 2 是沱牌光瓶酒销售保持稳定扩张, 低基数下同增速抬升。
- **25Q2 净利率好于预期, 降费减支持续推进, 所得税显著降低。** 1) 收现端, 25Q2 期末合同负债 1.6 亿元, 同比小幅波动, 回款推进仍有压力。2) 利润端, 25Q2 净利率同比+4.9pct 至 8.6%, 主因费用及所得税下降贡献。①25Q2 综合毛利率为 60.6%, 同比-0.3pct, 同比差异不大, 但环比回落明显, 与 Q2 场景冲击拖累产品结构有关。②25Q2 销售费用与管理费用 (含研发) 分别为 2.7 亿、1.4 亿, 同比下降 15.1%、10.6%, 公司各部门持续推进降费减支, 销售及管理人员薪酬、广宣及市场费用是 25H1 主要降费来源。③25Q2 所得税率仅为 2.9%, 主因利润大幅波动下, 税费跨期缴纳与会计账期存在差异。
- **产品布局着眼长期, 渠道深挖创新增量。** 产品方面, 公司以“一高一低”为增量抓手, 做长期培育投入, 1 是有序推进高价产品藏品 10 年、中国智慧的招商布局, 2 是持续贯彻高线光瓶酒的渠道下沉。此外, 公司及时跟进推出 29 度新品, 规划相应做渠道创新模式尝试。渠道方面, 公司以电商、团购为增量驱动, 电商渠道已成功探索差异化产品销售增长路径, 团购渠道则分设人员专组, 旨在深度挖掘复星生态链企业需求、做好经销渠道的团购协销。同时, 公司对即时零售、KA 渠道也在做积极布局; 对传统流通渠道, 亦推出了了青创项目、降低首单等创新举措。
- **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, 公司充分发挥自身机制优势, 以更拼搏进取的经营姿态, 不断进行创新尝试以挖掘销售增量, 期待后续取得更积极成效。参考公司 25H1 盈利水平, 我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 6.4、7.8、9.8 亿元 (前值为 7.3、9.4、12.2 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 32、26、21X, 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。

市场数据

收盘价(元)	60.91
一年最低/最高价	39.56/86.25
市净率(倍)	2.88
流通 A 股市值(百万元)	20,259.82
总市值(百万元)	20,290.49

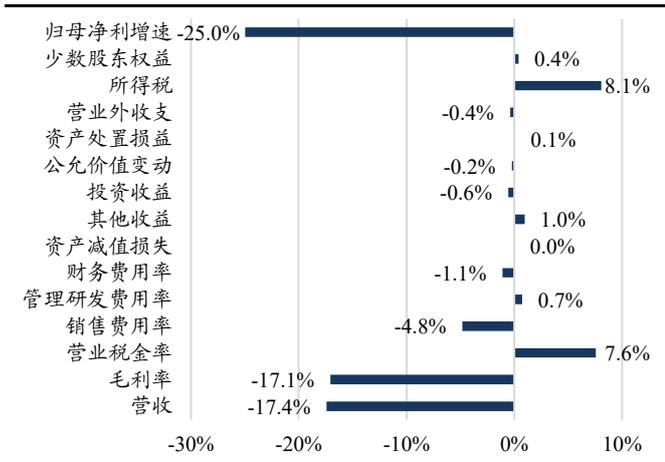
基础数据

每股净资产(元,LF)	21.18
资产负债率(%,LF)	40.55
总股本(百万股)	333.12
流通 A 股(百万股)	332.62

相关研究

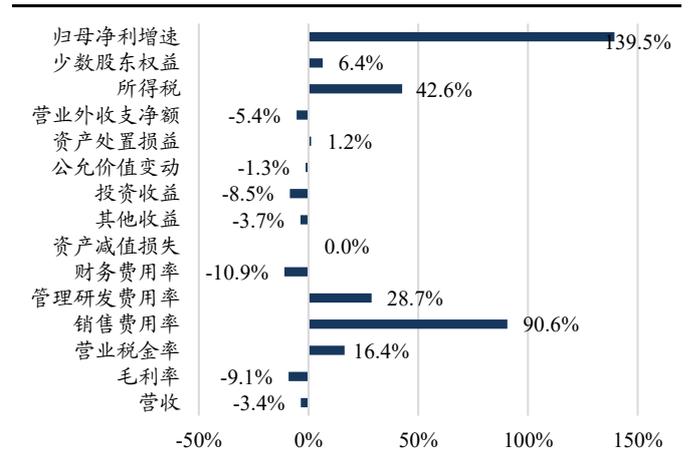
- 《舍得酒业(600702): 2025 一季报点评: 收入环比趋稳, 降本减支推进坚决》
2025-04-27
- 《舍得酒业(600702): 再推激励, 目标进取》
2025-03-30

图1: 25H1 舍得酒业归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 25Q2 舍得酒业归母净利同比增速贡献拆分



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	6,576	7,314	7,439	营业总收入	5,357	4,784	5,277	5,950
货币资金及交易性金融资产	1,543	2,199	987	2,074	营业成本(含金融类)	1,847	1,625	1,745	1,913
经营性应收款项	568	462	533	533	税金及附加	1,042	670	765	881
存货	5,219	3,804	5,684	4,718	销售费用	1,276	1,101	1,141	1,225
合同资产	0	0	0	0	管理费用	545	476	490	523
其他流动资产	106	111	109	113	研发费用	95	91	91	91
非流动资产	4,365	4,641	4,844	5,061	财务费用	(26)	(8)	(6)	0
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	0	0	0
长期待摊费用	33	23	18	16	营业利润	568	825	1,060	1,329
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	11,217	12,158	12,499	利润总额	514	814	1,041	1,301
流动负债	4,066	3,076	3,442	3,112	减:所得税	173	183	260	319
短期借款及一年内到期的非流动负债	732	732	732	732	净利润	340	631	781	982
经营性应付款项	1,447	819	1,128	582	减:少数股东损益	(5)	(6)	2	2
合同负债	165	146	175	230	归属母公司净利润	346	637	779	980
其他流动负债	1,722	1,378	1,407	1,568	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	1.91	2.34	2.94
非流动负债	605	605	605	605	EBIT	565	834	1,057	1,331
长期借款	431	431	431	431	EBITDA	773	1,052	1,293	1,581
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.52	66.02	66.93	67.85
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	6.45	13.32	14.77	16.47
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	(24.41)	(10.70)	10.31	12.76
负债合计	4,671	3,681	4,047	3,717	归母净利润增长率(%)	(80.46)	84.33	22.28	25.74
归属母公司股东权益	6,808	7,220	7,792	8,462					
少数股东权益	323	317	318	320					
所有者权益合计	7,131	7,536	8,111	8,782					
负债和股东权益	11,802	11,217	12,158	12,499					

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)	1,406	(544)	1,897	每股净资产(元)	20.44	21.67	23.39	25.40
投资活动现金流	(192)	(517)	(455)	(493)	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	7.60	8.82	10.45
现金净增加额	(778)	656	(1,213)	1,087	ROE-摊薄(%)	5.08	8.83	10.00	11.58
折旧和摊销	208	218	236	250	资产负债率(%)	39.58	32.81	33.29	29.74
资本开支	(1,001)	(505)	(458)	(496)	P/E(现价&最新股本摊薄)	58.68	31.83	26.03	20.71
营运资本变动	(1,174)	520	(1,590)	627	P/B(现价)	2.98	2.81	2.60	2.40

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>