

舍得酒业 (600702.SH)

25Q2 业绩逐步修复，经营韧性凸显

公司发布 25 年半年报，25Q2 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 11.3 亿元/1.0 亿元/1.0 亿元，同比-3.4%/+139.5%/+194.2%。25Q2 公司业绩表现亮眼，在外部周期压力下展现出强劲的经营韧性。考虑到公司渠道库存经过一年调整已至合理水位，品味舍得权重也已降低至 40%。7、8 月各项产品动销逐步恢复，产品侧（高端、低端与低度）与渠道侧（电商、团购与海外市场）积极寻求增量，有望为 25H2 增长注入动能。

□ 25Q2 业绩逐步修复，外部周期下展现经营韧性。25H1 公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 27.0 亿元/4.4 亿元/4.4 亿元，同比-17.4%/-25.0%/-24.1%，25Q2 实现收入/归母净利润/扣非净利润 11.3 亿元/1.0 亿元/1.0 亿元，同比-3.4%/+139.5%/+194.2%，25Q2 业绩表现亮眼，外部周期压力下展现强劲经营韧性。25Q2 现金回款 11.5 亿元（yoy-24.2%），25H1 期末合同负债 1.6 亿元（yoy-3.0%）。

□ 25Q2 普通酒营收高增，电商渠道拓展新增量。分产品来看，25Q2 公司中高档酒/普通酒收入 7.4 亿元/2.4 亿元，同比-15.7%/+62.3%，中高档酒营收降幅较 25Q1 收窄、普通酒单季度实现高增。具体来看，品味舍得短期承压（库存仍在持续去化）、舍之道、沱牌特级 T68 实现快速增长、中长期战略产品舍得 10 年在低基数下实现高增。分销售渠道来看，25Q2 公司批发代理/电商收入 8.4 亿元/1.3 亿元，同比-7.8%/+23.8%，公司夯实传统电商维护标品价格、发展新兴电商积极创造增量。分区域来看，25Q2 公司省内/省外市场收入 2.9 亿元/6.9 亿元，同比-21.2%/+4.8%，25Q2 省外市场增速同比转正，公司持续推进产品及渠道下沉，布局村镇宴席市场。

□ 中高档酒毛利小幅下滑，费用端加强控制。25H1 公司实现毛利率/净利率水平 65.7%（yoy-3.7pct）/16.4%（yoy-1.7pct），其中中高档酒/普通酒毛利率分别为 76.8%（yoy-1.2pct）/43.0%（yoy-5.6pct）。费用率方面，25H1 公司 25H1 销售费用率/管理费用率 21.2%（yoy+1.1pct）/9.2%（yoy-0.2pct），预计 25H2 公司将全面推进降本增效，费用管控力度将进一步增强。

□ 产品侧高端与低端产品全面延伸，渠道侧多维寻找增量。1) 产品侧：公司持续推进高端产品打造，助力品牌升级；低端产品舍之道、沱牌特级 T68 逆周期贡献增量，8 月底公司也将上市 29 度新产品“舍得自在”。2) 渠道侧：25H1 公司电商收入占收比已达 12.4%，后续仍有望提升。同时公司积极开拓团购直销与海外市场，团购侧 B 端、C 端共举，核心布局基地市场；海外市场侧推进舍得文化出海、反哺国内品牌培育。

□ 投资建议：25Q2 业绩逐步修复，经营韧性凸显。25Q2 公司业绩表现亮眼，在外部周期压力下展现出强劲的经营韧性。考虑到公司渠道库存经过一年调整已至合理水位，品味舍得权重也已降低至 40%。7、8 月各项产品动销逐步恢复，产品侧（高端、低端与低度）与渠道侧（电商、团购与海外市场）积极寻求增量，有望为 25H2 增长注入动能。考虑到 25H1 公司业绩与公司仍在调整，我们预计 25-27 年 EPS 分别为 1.6 元、2.2 元与 2.6 元，对应 25 年 38 倍 PE，维持“增持”投资评级。

□ 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。

增持（维持）

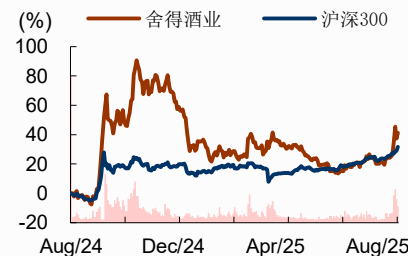
消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：60.91 元

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）	20.3
流通市值（十亿元）	20.3
每股净资产（MRQ）	21.2
ROE（TTM）	2.8
资产负债率	40.6%
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	15	12	23
相对表现	9	2	-9



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《舍得酒业（600702）—Q1 仍在调整，后续有望改善》2025-04-27
- 《舍得酒业（600702）—业绩承压，渠道出清加速》2025-03-26
- 《舍得酒业（600702）—渠道延续收缩，盈利承压明显》2024-10-29

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

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	4703	4796	4809
同比增长	17%	-24%	-12%	2%	0%
营业利润(百万元)	2304	568	670	918	1081
同比增长	3%	-75%	18%	37%	18%
归母净利润(百万元)	1771	346	531	726	854
同比增长	5%	-80%	54%	37%	18%
每股收益(元)	5.32	1.04	1.59	2.18	2.56
PE	11.5	58.7	38.2	27.9	23.8
PB	2.8	3.0	2.8	2.6	2.5

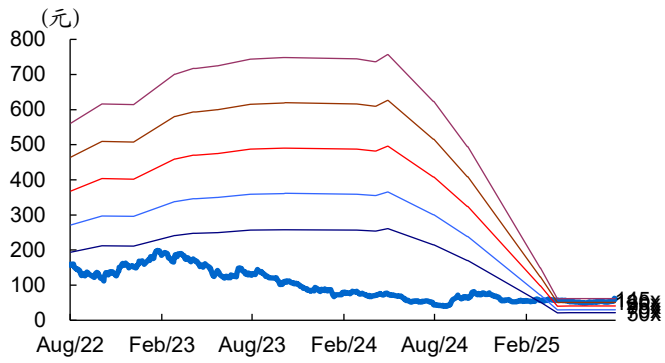
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	1,717	1,836	2,105	1,165	1,189	897	1,576	1,125	7,081	5,357
二、营业总成本	1,250	1,237	1,380	1,113	1,082	1,222	1,118	1,030	4,826	4,798
其中：营业成本	436	509	544	455	432	416	483	443	1,806	1,847
营业税金及附加	232	267	300	186	211	345	183	173	1,015	1,042
营业费用	368	303	344	315	295	323	305	267	1,290	1,276
管理费用	186	146	166	141	131	107	124	123	636	545
研发费用	33	21	29	21	15	30	21	22	108	95
财务费用	-5	-9	-2	-4	-4	-16	1	1	-28	-26
资产减值损失	0	0	1	0	1	17	0	1	0	19
三、其他经营收益	15	11	3	5	0	0	2	0	49	9
其它收益	3	10	4	7	3	1	4	5	18	14
公允价值变动收益	6	3	1	1	1	1	0	0	22	5
投资收益	6	-2	-2	-2	-4	-2	-1	-6	8	-10
四、营业利润	481	609	728	57	108	-325	461	95	2,304	568
加：营业外收入	9	17	4	7	5	7	3	5	34	23
减：营业外支出	0	4	1	0	0	76	1	1	8	77
五、利润总额	490	622	731	63	113	-394	462	99	2,330	514
减：所得税	113	147	182	21	38	-68	117	3	558	173
六、净利润	376	475	549	42	75	-327	345	96	1,772	340
减：少数股东损益	1	-1	-1	2	-3	-4	-1	-1	1	-5
七、归属母公司所有者净利润	375	476	550	41	78	-323	346	97	1,771	346
EPS	1.13	1.43	1.65	0.12	0.23	-0.97	1.04	0.29	5.32	1.04
主要比率										
毛利率	74.6%	72.3%	74.2%	60.9%	63.7%	53.7%	69.4%	60.6%	74.5%	65.5%
主营税金率	13.5%	14.5%	14.2%	16.0%	17.7%	38.5%	11.6%	15.4%	14.3%	19.4%
营业费率	21.5%	16.5%	16.3%	27.0%	24.8%	36.0%	19.4%	23.7%	18.2%	23.8%
管理费率	10.9%	7.9%	7.9%	12.1%	11.0%	11.9%	7.9%	10.9%	9.0%	10.2%
营业利润率	28.0%	33.2%	34.6%	4.9%	9.1%	-36.3%	29.2%	8.4%	32.5%	10.6%
实际税率	23.1%	23.7%	24.9%	33.1%	33.3%	17.1%	25.3%	2.9%	23.9%	33.7%
净利率	21.9%	25.9%	26.1%	3.5%	6.6%	-36.0%	22.0%	8.6%	25.0%	6.5%
同比增长率										
收入增长率	7.9%	27.6%	4.2%	-22.7%	-30.7%	-51.1%	-25.1%	-3.4%	16.9%	-24.3%
营业利润增长率	-1.1%	-2.0%	-3.6%	-87.7%	-77.5%	-153.4%	-36.7%	67.8%	3.1%	-75.4%
净利润增长率	3.0%	-1.9%	-3.4%	-88.4%	-79.2%	-167.9%	-37.1%	139.5%	5.1%	-80.5%

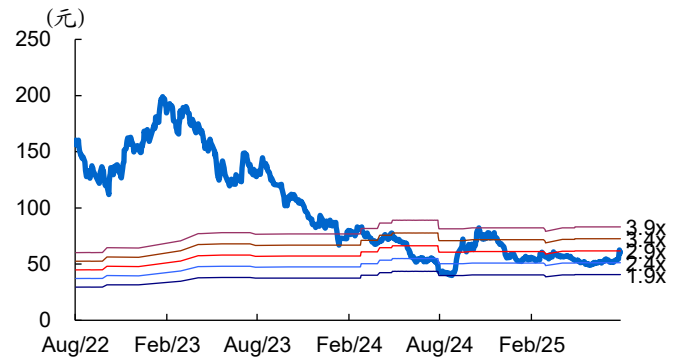
资料来源：公司数据、招商证券

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）—Q1 仍在调整，后续有望改善》2025-04-27
- 2、《舍得酒业（600702）—业绩承压，渠道出清加速》2025-03-26
- 3、《舍得酒业（600702）—渠道延续收缩，盈利承压明显》2024-10-29

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	6977	7476	8028
现金	2422	1543	1632	2235	2863
交易性投资	602	0	0	0	0
应收票据	215	227	199	203	204
应收款项	264	236	207	212	212
其它应收款	51	55	48	49	49
存货	4424	5219	4751	4638	4562
其他	116	156	139	139	139
非流动资产	3022	4365	4322	4284	4250
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	1600	2657	2663	2668	2673
无形资产商誉	417	423	381	343	308
其他	986	1267	1260	1255	1251
资产总计	11116	11802	11299	11760	12278
流动负债	3401	4066	3183	3146	3122
短期借款	0	711	0	0	0
应付账款	968	1442	1313	1281	1260
预收账款	279	170	154	151	148
其他	2155	1743	1716	1714	1713
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	3788	3751	3727
股本	333	333	333	333	333
资本公积金	412	357	357	357	357
留存收益	6488	6119	6507	7015	7571
少数股东权益	328	323	315	303	290
归属于母公司所有者权益	7233	6808	7196	7705	8261
负债及权益合计	11116	11802	11299	11760	12278

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	716	(708)	1254	1090	1186
净利润	1772	340	523	715	841
折旧摊销	157	197	322	317	313
财务费用	1	6	12	2	(3)
投资收益	(8)	10	(1)	(12)	(15)
营运资金变动	(1198)	(1149)	398	68	51
其它	(9)	(113)	0	0	0
投资活动现金流	(335)	(192)	(278)	(267)	(264)
资本支出	(873)	(1001)	(279)	(279)	(279)
其他投资	538	810	1	12	15
筹资活动现金流	(576)	122	(888)	(220)	(295)
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)	(218)	(298)
其他	20	77	(12)	(2)	3
现金净增加额	(196)	(778)	88	603	628

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7081	5357	4703	4796	4809
营业成本	1806	1847	1682	1641	1615
营业税金及附加	1015	1042	701	715	717
营业费用	1290	1276	1102	1008	915
管理费用	636	545	450	435	412
研发费用	108	95	84	85	86
财务费用	(28)	(26)	12	2	(3)
资产减值损失	2	(19)	(4)	(3)	(3)
公允价值变动收益	22	5	2	2	2
其他收益	18	14	12	15	15
投资收益	8	(10)	(13)	(5)	(2)
营业利润	2304	568	670	918	1081
营业外收入	34	23	24	24	24
营业外支出	8	77	9	9	9
利润总额	2330	514	685	933	1096
所得税	558	173	162	218	255
少数股东损益	1	(5)	(8)	(11)	(13)
归属于母公司净利润	1771	346	531	726	854

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	17%	-24%	-12%	2%	0%
营业利润	3%	-75%	18%	37%	18%
归母净利润	5%	-80%	54%	37%	18%
获利能力					
毛利率	74.5%	65.5%	64.2%	65.8%	66.4%
净利率	25.0%	6.5%	11.3%	15.1%	17.8%
ROE	26.1%	4.9%	7.6%	9.8%	10.7%
ROIC	24.2%	4.5%	6.5%	8.6%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	39.6%	33.5%	31.9%	30.4%
净负债比率	1.2%	9.9%	3.8%	3.7%	3.5%
流动比率	2.4	1.8	2.2	2.4	2.6
速动比率	1.1	0.5	0.7	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	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	10.8	11.7	11.6
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	1.59	2.18	2.56
每股经营净现金	2.15	-2.12	3.77	3.27	3.56
每股净资产	21.71	20.44	21.60	23.13	24.80
每股股利	2.15	0.43	0.65	0.89	1.05
估值比率					
PE	11.5	58.7	38.2	27.9	23.8
PB	2.8	3.0	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	9.5	32.2	22.7	18.4	16.4

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。