

经营业绩改善，调整改革效果显现

舍得酒业(600702)

评级:	增持	股票代码:	600702
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	86.25/39.56
目标价格:		总市值(亿)	202.90
最新收盘价:	60.91	自由流通市值(亿)	202.60
		自由流通股数(百万)	332.62

事件概述

8月22日，公司发布中报。2025H1，公司实现营业总收入27.01亿元，同比-17.41%，实现归母净利润4.43亿元，同比-24.98%，收入利润符合市场预期。

分析判断:

▶ 经营业绩显著改善，现金流预收款合理。

经计算，25Q2，公司实现营业总收入11.25亿元，同比-3.44%，实现归母净利润0.97亿元，同比+139.48%，收入降幅继Q1进一步收窄，整体同比降幅已不明显，利润基于同期低基数大幅反弹，经营业绩呈显著改善。

现金流及预收款方面，25Q2，公司销售收现11.52亿元，收现比略大于1，回款现金流健康，期末合同负债余额1.57亿元，同比-3.01%，降幅小于上半年收入降幅，绝对额仍处于较低水平，反映渠道提前回款意愿一般，另一面企业对渠道的占款也较少，在当前行业下行、渠道资金压力增大的环境下，减少占款对渠道满意度的提高有重要作用。

▶ Q2普通酒高增弥补部分下滑，经销体系呈逐渐稳定态势。

产品结构方面，25Q2，公司酒类收入同比-4.52%，其中中高档酒收入7.39亿元，同比-15.65%，普通酒收入2.37亿元，同比+62.25%，我们预计为普通酒中的主要单品沱牌T68高速增长带动，上半年T68的动销、开瓶和上柜数据均获高速增长，Q2普通酒的高增长抵消了部分中高档酒的下滑，是收入降幅收窄的原因之一。25年上半年，夜郎古酒庄实现收入0.83亿元，同比-52.25%，夜郎古品牌主要为中高端酱酒产品，上半年大幅下滑对中高档酒整体表现造成拖累。

分渠道来看，25Q2，公司批发代理/电商销售收入分别同比-7.80%/+23.83%，收入占比分别为87%/13%，公司线上业务发展较快。25Q2末，公司共有经销商2585家，Q2分别增加/减少38/74家，净减少36家，公司经销商数量从24Q2进入调整期开始逐季减少，今年仍在持续调整中，Q2无论是新加入或清退的经销商数量，环比24Q4及25Q1均大幅减少，经销体系呈逐渐稳定之势。

分区域来看，25Q2，公司省内/省外收入分别同比-21.20%/+4.84%，Q2省外表现相对更好。25年上半年，省内/省外收入分别同比-13.91%/-21.24%，时间拉长看省内表现好于省外，从自然动销的角度，省内市场作为公司基地市场之一，表现出更强的韧性。

▶ 费控良好，盈利能力在低基数上恢复，纵向横向对比仍有恢复空间。

盈利能力方面，25Q2，公司毛利率为60.60%，同比-0.33pct，上半年公司整体毛利率同比-3.73pcts，其中酒类毛利率为70.61%，同比-4.94pcts，我们认为除价位更低的普通酒增速更快以外，中高档酒、普通酒的毛利率同比明显下滑，也是拉低毛利率的主要因素，上半年中高档酒毛利率同比-1.25pcts，普通酒毛利率同比-5.56pcts。

费用率方面，25Q2，公司税金及附加费用率/期间费用率分别同比-0.59pct/-3.91pcts，税金及附加费用率稳定，销售/管理费用率分别同比-3.27pcts/-1.16pcts，上半年销售/管理费用率分别同比+1.05pcts/-0.24pct，整体看费用率在收入承压的情况下仍较为稳定，没有出现大幅上升，费控良好。

综合影响下，25Q2，公司净利率为8.56%，同比+4.92pcts，净利率同比明显改善，一方面因为同期超低净利率，另一方面Q2公司经营面有所改善，但拉长到近几年公司的净利率水平来看，Q2的净利率仍处于较低水平，在白酒上市公司中，也属于低净利率，未来仍待继续恢复。

投资建议

根据公司中报业绩及行业需求情况，我们下调公司盈利预测，25-27 年营业收入由 60.61/65.86/70.14 亿元下调至 48.98/53.15/56.70 亿元，25-27 年归母净利润由 9.15/10.44/11.49 亿元下调至 6.22/7.06/7.67 亿元，EPS 由 2.75/3.13/3.45 元下调至 1.87/2.12/2.30 元，2025 年 8 月 22 日收盘价 60.91 元，对应 25-27 年 PE 分别为 33/29/26 倍，维持“增持”评级。

风险提示

行业需求进一步恶化，调整改革定力不足，同价位带竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,087	5,357	4,898	5,315	5,670
YoY (%)	17.0%	-24.4%	-8.6%	8.5%	6.7%
归母净利润(百万元)	1,769	346	622	706	767
YoY (%)	5.0%	-80.5%	79.8%	13.5%	8.7%
毛利率 (%)	74.6%	65.5%	63.4%	64.2%	64.5%
每股收益 (元)	5.34	1.05	1.87	2.12	2.30
ROE	24.5%	5.1%	8.5%	8.8%	8.7%
市盈率	11.41	57.89	32.63	28.74	26.44

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 郭辉

邮箱: guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话:

分析师: 沈嘉雯

邮箱: shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话:

分析师: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,357	4,898	5,315	5,670	净利润	340	621	702	761
YoY (%)	-24.4%	-8.6%	8.5%	6.7%	折旧和摊销	208	215	248	240
营业成本	1,847	1,792	1,905	2,011	营运资金变动	-1,174	1,729	-1,965	1,349
营业税金及附加	1,042	710	797	850	经营活动现金流	-708	2,562	-1,014	2,353
销售费用	1,276	1,019	1,079	1,134	资本开支	-1,001	-798	-1,032	-1,024
管理费用	545	460	489	510	投资	600	1	0	0
财务费用	-26	0	0	0	投资活动现金流	-192	-798	-1,033	-1,028
研发费用	95	78	80	92	股权募资	0	-84	0	0
资产减值损失	-19	0	0	0	债务募资	1,079	355	355	474
投资收益	-10	0	-2	-4	筹资活动现金流	122	271	355	474
营业利润	568	854	979	1,085	现金净流量	-778	2,035	-1,692	1,799
营业外收支	-54	0	0	0					
利润总额	514	854	979	1,085	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	173	233	277	323	成长能力				
净利润	340	621	702	761	营业收入增长率	-24.4%	-8.6%	8.5%	6.7%
归属于母公司净利润	346	622	706	767	净利润增长率	-80.5%	79.8%	13.5%	8.7%
YoY (%)	-80.5%	79.8%	13.5%	8.7%	盈利能力				
每股收益	1.05	1.87	2.12	2.30	毛利率	65.5%	63.4%	64.2%	64.5%
					净利率	6.5%	12.7%	13.3%	13.5%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	2.9%	5.1%	5.0%	5.2%
货币资金	1,543	3,579	1,887	3,686	净资产收益率 ROE	5.1%	8.5%	8.8%	8.7%
预付款项	65	38	45	54	偿债能力				
存货	5,219	3,374	5,806	4,137	流动比率	1.83	1.85	1.62	1.64
其他流动资产	609	230	752	344	速动比率	0.52	0.96	0.49	0.79
流动资产合计	7,437	7,220	8,489	8,221	现金比率	0.38	0.92	0.36	0.74
长期股权投资	18	17	16	14	资产负债率	39.6%	37.0%	41.2%	38.1%
固定资产	2,657	3,135	3,720	4,360	经营效率				
无形资产	423	463	516	549	总资产周转率	0.47	0.41	0.40	0.39
非流动资产合计	4,365	4,950	5,735	6,519	每股指标 (元)				
资产合计	11,802	12,170	14,223	14,740	每股收益	1.05	1.87	2.12	2.30
短期借款	711	1,066	1,422	1,896	每股净资产	20.44	22.05	24.17	26.47
应付账款及票据	1,442	598	1,611	804	每股经营现金流	-2.12	7.69	-3.05	7.06
其他流动负债	1,913	2,233	2,217	2,304	每股股利	0.43	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,066	3,898	5,249	5,004	估值分析				
长期借款	431	431	431	431	PE	57.89	32.63	28.74	26.44
其他长期负债	174	174	174	174	PB	3.23	2.76	2.52	2.30
非流动负债合计	605	605	605	605					
负债合计	4,671	4,503	5,854	5,609					
股本	333	332	332	332					
少数股东权益	323	322	318	312					
股东权益合计	7,131	7,667	8,369	9,131					
负债和股东权益合计	11,802	12,170	14,223	14,740					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。