

舍得酒业（600702.SH）

2025Q2 收入降幅环比收窄，盈利能力有所修复

优于大市

核心观点

第二季度收入同比降幅收窄，利润端在低基数下释放弹性。2025H1 公司实现营业收入 27.01 亿元/同比-17.4%，归母净利润 4.43 亿元/同比-25.0%。其中 2025Q2 营业总收入 11.25 亿元/同比-3.4%，归母净利润 0.97 亿元/同比+139.5%。

沱牌特曲 T68 延续较快增速，2025Q2 省外市场增速回正。分产品看，2025Q2 中高档酒收入 7.39 亿元/同比-15.7%，降幅环比持续收窄，我们预计品味舍得受政商务需求影响仍有承压，公司以去库稳价为主；舍之道推动渠道下沉至乡镇，延续稳健增长。低档酒收入 2.37 亿元/同比+62.3%，公司聚焦高线光瓶酒沱牌特曲 T68，录得较大增幅。分区域看，2025Q2 省内收入 2.89 亿元/同比-21.2%，省外收入 6.86 亿元/同比+4.8%。省内（尤其遂宁基地市场）受到政商务场景减少影响；省外市场优势区域如山东、河北、东北等展现韧性，整体低基数下企稳回正。分渠道看，2025Q2 批发代理收入 8.45 亿元/同比-7.8%，截至 25Q2 末经销商数量 2585 个，环比-36 个，渠道结构持续优化；电商销售收入 1.31 亿元/同比+23.8%，线上渠道公司采取差异化产品运作模式，贡献约 13%收入占比，也保证了线下流通单品的价盘稳定。

2025Q2 利润率低基数下录得改善，公司持续聚焦降本增效。2025Q2 毛利率同比-0.33pcts，产品结构下降对毛利率影响不大，判断系低档酒受益于 T68 增长、价位内部实现毛利率改善。2025Q2 税金/销售/管理费用率同比-0.6/-3.3/-1.2pcts，去年环境需求走弱、公司给予渠道额外费用补贴，今年聚焦控货挺价和费用精准化投入，费用率回归理性。所得税率同比-30.1pcts，系递延所得税和缴税节奏错期影响，整体净利率同比+5.2pcts。2025Q2 销售收现 11.52 亿元/同比-24.2%，经营性现金流净额-1.57 亿元（去年同期-1.29 亿元）；截至 25Q2 末合同负债 1.57 亿元/环比-0.49 亿元；需求承压背景下公司为经销商纾压，同时强抓宴席场景促进终端动销。

盈利预测与投资建议：考虑到行业需求恢复仍具有不确定性，全年收入端仍有压力；明后年伴随场景和需求逐步复苏，公司产品、渠道调整逐步收获成效，预计收入迎来增长；略下调此前 2025 年收入预测：预计 2025-2027 年公司收入 48.1/53.1/60.5 亿元，同比-10.2%/+10.3%/+14.0%（前值为-5.1%/+5.8%/+7.1%）。考虑到 1）2025 年公司产品结构企稳；2）费用投入在去年非常规高基数下预计下降，销售费用率预计和 25H1 持平；3）今年所得税率在去年缴税基数减少背景下也将贡献利润率弹性；上调此前净利润预测：预计 2025-2027 年归母净利润 7.0/8.0/10.0 亿元，同比+101.5%/+14.2%/+25.6%（前值为+21.9%/+7.0%/+12.6%）；当前股价对应 25/26 年 29.1/25.5 倍 PE。考虑到公司收入及净利润有企稳回升趋势，产品结构升级和费用投放精细化支撑利润率提升，费效比改善趋势已在 25Q2 有所验证，上调至“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，渠道库存增加等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,081	5,357	4,810	5,307	6,049
(+/-%)	16.9%	-24.3%	-10.2%	10.3%	14.0%
净利润(百万元)	1771	346	697	796	1,000
(+/-%)	5.1%	-80.5%	101.5%	14.2%	25.6%
每股收益(元)	5.32	1.04	2.09	2.39	3.00
EBIT Margin	31.5%	10.3%	16.4%	19.2%	22.6%
净资产收益率(ROE)	24.5%	5.1%	9.6%	11.3%	17.4%
市盈率(PE)	11.5	58.7	29.1	25.5	20.3
EV/EBITDA	10.0	33.8	21.5	17.3	14.6
市净率(PB)	2.81	2.98	2.78	2.88	3.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(上调)
合理估值	
收盘价	60.91 元
总市值/流通市值	20290/20260 百万元
52 周最高价/最低价	86.25/39.56 元
近 3 个月日均成交额	410.48 百万元

市场走势

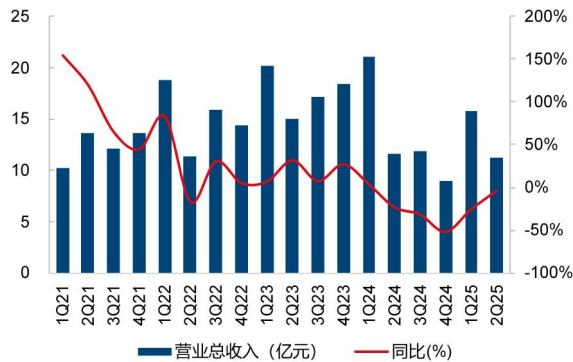


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

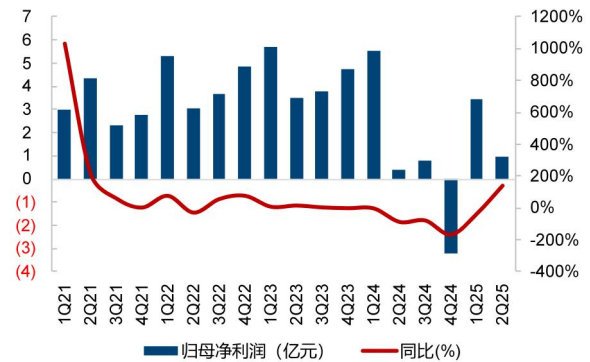
- 《舍得酒业（600702.SH）-2025Q1 继续释放风险，收入和净利润降幅环比 2024H2 收窄》——2025-04-27
- 《舍得酒业（600702.SH）-2024Q4 经营延续承压，推动产品、区域、渠道调整》——2025-03-25
- 《舍得酒业（600702.SH）-第三季度继续释放渠道风险，拟回购股份用于员工激励》——2024-10-29
- 《舍得酒业（600702.SH）-第二季度收入及利润阶段性下滑，释放渠道风险》——2024-08-23
- 《舍得酒业（600702.SH）-产品结构略有承压，费效比提升初显成效》——2024-05-04

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



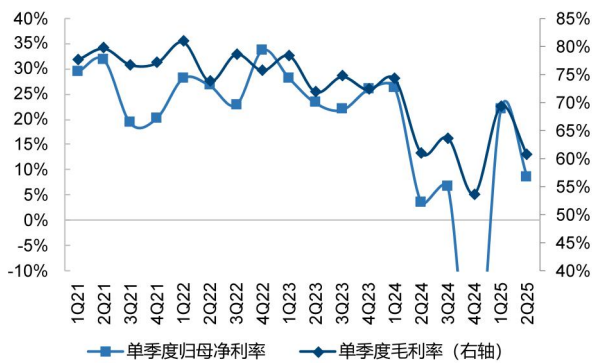
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



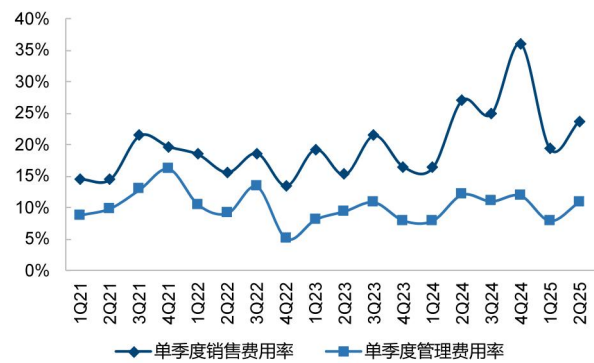
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

预计 2025-2027 年公司归母净利润 6.97/7.96/10.00 亿元，同比 +101.5%/+14.2%/+25.6%（前值为+21.9%/+7.0%/+12.6%），主要考虑到：1）产品结构企稳，叠加低档酒内部结构向上和促销费用减少，预计毛利率企稳逐步回升；2）2024 年公司非常规性加大销售费用投入，今年费投注重精细化和整体降本增效，预计 25H2 延续 25H1 销售费用率水平；3）所得税率在去年底基数下影响下或有较大幅度下降，中长期逐步回归 25%左右水平。

表1：舍得酒业盈利预测核心项目预测说明

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	调整说明
营业收入增长率	16.93%	-24.35%	-10.21%	10.34%	13.98%	
中高档收入 yoy	15.96%	-27.58%	-12.97%	6.91%	13.81%	2025 年政商务消费需求减弱，品味舍得销售仍有承压；伴随低基数+需求逐步修复，明后年或随招商加密回归增长
低档酒收入 yoy	16.11%	-23.42%	-2.30%	29.86%	18.42%	
毛利率	74.50%	65.52%	66.40%	67.25%	69.68%	结构企稳+促销费用收缩，预计 2027 年回归到 70%左右水平
中高档毛利率	83.24%	76.15%	78.60%	79.47%	81.77%	2024 年行业需求走弱，产品结构下降明显，叠加公司促销活动较多；2025 年聚焦控货挺价，促销费用收缩
低档酒毛利率	49.31%	40.09%	41.17%	46.86%	50.24%	
税金及附加率	14.33%	19.45%	15.50%	15.50%	15.50%	2024 年清理低端开发产品，毛利率承压明显；25 年后 T68 占比提升带动毛利率回升
						2024 年受生产端刚性影响，2025 年逐步回归正常水平

销售费用率	18.21%	23.82%	21.50%	20.00%	19.50%	2024 年需求下行, 公司给予渠道额外费用补贴保证经销商盈利; 2025 年回归正常费用率水平并持续推进降本增效
管理费用率	8.72%	9.75%	10.60%	10.40%	10.00%	收入规模下降仍有支出刚性, 持续推进中后台降本增效
研发费用率	1.53%	1.78%	2.00%	1.85%	1.80%	投入开发 29 度等新品, 后续规模效应下降低
所得税税率	23.94%	33.72%	16.50%	24.00%	25.00%	2024 年所得税率较高系递延所得税和缴税错期影响, 伴随利润总额降低, 25H1 所得税率到 21%, 预计全年进一步降低
净利率	25.0%	6.5%	14.5%	15.0%	16.5%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理&测算

估值分析: 采用全国性次高端白酒企业作为可比公司, 考虑到大部分公司经历行业调整后预计迎来低基数反转, 采用 PEG 估值法: 2026 年可比公司 PEG 均值 2.3 左右, 给予 2 的 PEG, 对应舍得酒业 2026 年合理 PE 在 28.5x, 现价仍有 12% 上行空间, 上调公司评级至“优于大市”。

表2: 舍得酒业可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	2025 年净利润 (亿元)	2026 年净利润 (亿元)	2027 年净利润 (亿元)	2026 年净 利润 yoy	2027 年净 利润 yoy	PE (25E)	PE (26E)	PE (27E)	PEG (26E)	PEG (27E)
600809.SH	山西汾酒	2,398	133.9	147.7	164.3	10.4%	11.2%	17.9	16.2	14.6	1.6	1.3
000799.SZ	酒鬼酒	206	1.0	1.4	2.1	38.8%	45.3%	197.8	142.5	98.0	3.7	2.2
600779.SH	水井坊	221	13.1	14.0	15.1	7.0%	7.5%	16.9	15.8	14.7	2.3	2.0
002304.SZ	洋河股份	1,087	47.3	51.0	55.0	7.7%	8.0%	23.0	21.3	19.8	2.8	2.5
6979.HK	珍酒李渡	305	13.3	15.3	18.0	15.2%	17.4%	22.9	19.9	16.9	1.3	1.0
	平均值							55.7	43.1	32.8	2.3	1.8
	中位数							63.2	48.5	36.4	2.5	1.9
600702.SH	舍得酒业	203	7.0	8.0	10.0	14.2%	25.6%	29.1	25.5	20.3	1.8	0.8

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理&测算

表3: 舍得酒业整体盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5,357	5,082	5,375	4,810	5,307	-5.4%	-1.3%
收入同比增速%	-24.3%	-5.1%	5.8%	-10.2%	10.3%	-5.09pcts	4.58pcts
毛利率%	65.5%	64.5%	63.7%	66.4%	67.2%	1.94pcts	3.58pcts
销售费用率%	65.5%	25.0%	23.9%	21.5%	20.0%	-3.5pcts	-3.9pcts
管理费用率%	9.7%	10.5%	10.5%	10.6%	10.4%	0.1pcts	-0.1pcts
归母净利润 (百万元)	346	422	451	697	796	65.3%	76.5%
归母净利润同比增速%	-80.5%	21.9%	7.0%	101.5%	14.2%	79.6pcts	7.26pcts
净利率%	6.5%	8.3%	8.4%	14.5%	15.0%	6.19pcts	6.61pcts
EPS (元)	1.04	1.27	1.35	2.09	2.39	65.3%	76.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表4: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2025/8/22	2025/8/22		2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,464	18,390		862.3	938.0	21.3	19.6
000858.SZ	五粮液	优于大市	126	4,883		318.5	334.5	15.3	14.6
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	131	1,924		134.7	137.6	14.3	14.0
600809.SH	山西汾酒	优于大市	197	2,398		122.4	133.9	19.6	17.9
002304.SZ	洋河股份	中性	72	1,087		66.7	47.5	16.3	22.9
000799.SZ	酒鬼酒	中性	63	206		0.1	1.1	1647.4	185.0
600702.SH	舍得酒业	优于大市	61	203		3.46	7.18	58.7	28.3
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	164	869		55.2	61.5	15.7	14.1

603589.SH	口子窖	中性	35	207	16.6	13.5	12.5	15.3
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	44	351	25.9	26.5	13.6	13.2
603369.SH	今世缘	优于大市	42	530	34.1	36.7	15.5	14.4
603919.SH	金徽酒	优于大市	20	102	3.9	4.1	26.3	24.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除舍得酒业以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

白酒行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2422	1543	1970	1600	1792	营业收入	7081	5357	4810	5307	6049
应收款项	530	518	465	513	585	营业成本	1806	1847	1616	1738	1834
存货净额	4424	5219	3982	4064	3882	营业税金及附加	1015	1042	746	823	938
其他流动资产	116	156	140	155	176	销售费用	1290	1276	1034	1061	1180
流动资产合计	8094	7437	6558	6332	6436	管理费用	636	545	527	569	622
固定资产	2325	3515	4303	5113	5964	研发费用	108	95	96	98	109
无形资产及其他	417	423	406	389	372	财务费用	(28)	(26)	12	28	92
投资性房地产	260	409	409	409	409	投资收益	8	(10)	5	3	0
长期股权投资	19	18	18	18	18	资产减值及公允价值变动	22	23	20	20	20
资产总计	11116	11802	11694	12262	13200	其他收入	(89)	(118)	(96)	(98)	(109)
短期借款及交易性金融负债	92	732	732	1466	3489	营业利润	2304	568	804	1013	1295
应付款项	968	1442	886	932	989	营业外净收支	26	(54)	20	20	20
其他流动负债	2342	1891	1814	1796	1898	利润总额	2330	514	824	1033	1315
流动负债合计	3401	4066	3432	4194	6376	所得税费用	558	173	136	248	329
长期借款及应付债券	39	431	431	431	431	少数股东损益	1	(5)	(9)	(11)	(14)
其他长期负债	114	174	202	236	276	归属于母公司净利润	1771	346	697	796	1000
长期负债合计	153	605	634	667	708	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3554	4671	4066	4861	7084	净利润	1771	346	697	796	1000
少数股东权益	328	323	332	344	359	资产减值准备	0	19	10	5	6
股东权益	7233	6808	7296	7057	5757	折旧摊销	147	187	341	434	513
负债和股东权益总计	11116	11802	11694	12262	13200	公允价值变动损失	(22)	(23)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	(28)	(26)	12	28	92
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(921)	(870)	710	(78)	294
每股收益	5.32	1.04	2.09	2.39	3.00	其它	1	(13)	(0)	7	9
每股红利	1.51	2.17	0.63	3.11	6.90	经营活动现金流	976	(354)	1737	1143	1802
每股净资产	21.71	20.44	21.90	21.18	17.28	资本开支	0	(1396)	(1102)	(1212)	(1333)
ROIC	28.06%	5.19%	8%	9%	10%	其它投资现金流	706	602	0	0	0
ROE	24.49%	5.08%	10%	11%	17%	投资活动现金流	701	(793)	(1102)	(1212)	(1333)
毛利率	75%	66%	66%	67%	70%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	31%	10%	16%	19%	23%	负债净变化	14	392	0	0	0
EBITDA Margin	34%	14%	24%	27%	31%	支付股利、利息	(503)	(721)	(209)	(1035)	(2300)
收入增长	17%	-24%	-10%	10%	14%	其它融资现金流	(728)	927	0	733	2023
净利润增长率	5%	-80%	102%	14%	26%	融资活动现金流	(1704)	269	(209)	(301)	(277)
资产负债率	35%	42%	38%	42%	56%	现金净变动	(26)	(878)	427	(370)	192
股息率	2.5%	3.6%	1.0%	5.1%	11.3%	货币资金的期初余额	2448	2422	1543	1970	1600
P/E	11.5	58.7	29.1	25.5	20.3	货币资金的期末余额	2422	1543	1970	1600	1792
P/B	2.8	3.0	2.8	2.9	3.5	企业自由现金流	0	(1713)	610	(83)	499
EV/EBITDA	10.0	33.8	21.5	17.3	14.6	权益自由现金流	0	(393)	600	630	2454

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032