

➤ **事件:** 公司于 8 月 22 日发布 2025 年中报, 25 年上半年公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 27.01/4.43/4.39 亿元, 同比-17.41%/-24.98%/-24.10%, 其中单 25Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 11.25/0.97/0.96 亿元, 同比-3.44%/+139.48%/+194.25%。截至 25Q2 期末合同负债 1.57 亿元, 同比-3.01%, Q2 期内环比下降 0.49 亿元。

➤ **200 以下大众价格带舍之道、T68 稳中有增, 藏品 10 年+舍得自在 “一高一低” 贡献增量。分产品看:** ①25Q2 中高档酒(舍得/舍之道)收入 7.39 亿元, 同比-15.65%; 大单品品味舍得历经两年渠道库存有序去化后, 需求有望向动销转化; 舍之道基于下沉市场宴席带动增速显著; 产品基础矩阵外公司积极布局 “一高一低”, “高” 系逆周期下坚持高端化, 打造千元价格带形象产品藏品 10 年, 低基数下高增; “低” 系顺应低度化的饮酒趋势, 将于 8 月 30 日推出 29 度舍得自在, 有望为下半年增长贡献增量。②25Q2 普通酒(特级 T68/沱牌酒)收入 2.37 亿元, 同比+62.25%, 普酒高增或因沱牌高线光瓶 T68 延续快速增长势头, 开瓶、动销和上柜数据均获高速增长。**分区域看:** 25Q2 省内收入 2.89 亿元, 同比-21.20%; 省外收入 6.86 亿元, 同比+4.84%。公司计划通过资源聚焦打造一批基地市场, 通过聚焦资源形成合力, 夯实、放大根据地效应, 以辐射周边, 提升公司在白酒逆周期的整体抗风险能力。**分渠道看:** 25Q2 批发代理收入 8.45 亿元, 同比-7.80%; 电商销售收入 1.31 亿元, 同比+23.83%, 25Q2 电商渠道收入占比下滑 0.77pcts 至 13.44%, 未来公司将积极拓展互联网、要客、私域、KA 等新渠道。**经销商数量上:** 25Q2 末经销商数量合计 2585 家, 较 Q1 末净增加 36 家。

➤ **规模效应减弱, 结构下行叠加部分刚性费用支出拖累盈利水平。** 25H1/25Q2 毛利率分别为+65.71%/+60.60%, 同比-3.73/-0.33pcts, 结构下移拉低毛利率水平。25H1 销售/管理费用率分别为 21.18%/9.15%, 同比+1.05/-0.24pcts, 25Q2 分别为 23.73%/10.92%, 同比-3.27/-1.16pcts。公司根据市场需求及时调整营销策略, 减少促销投放及电视广告投入, 销售费用率降低, 但管理费用相对刚性, 营收下滑后规模效应减弱。25H1/25Q2 归母净利率分别为 16.41%/8.64%, 同比-1.66/+5.15pcts。

➤ **投资建议:** 公司在逆周期下坚持 “强动销、促开瓶、去库存” 战略不动摇, 坚持长期主义, 维护渠道健康良性发展, 短期税费影响已结束, 利润率水平有望进入缓慢上行的修复通道。预计 25-27 年分别实现归母净利润 4.96/6.71/9.09 亿元, 同比 43.5%/+35.2%/+35.4%, 当前股价对应 PE 为 41/30/22 倍, 维持 “推荐” 评级。

➤ **风险提示:** 品味舍得库存去化及动销恢复不及预期; 税收等产业政策调整的不确定性风险; 供需不均衡导致的批发价格波动风险; 食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,357	4,484	4,699	5,192
增长率 (%)	-24.4	-16.3	4.8	10.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	346	496	671	909
增长率 (%)	-80.5	43.5	35.2	35.4
每股收益 (元)	1.04	1.49	2.01	2.73
PE	59	41	30	22
PB	3.0	2.9	2.7	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
60.91 元

分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

1. 舍得酒业 (600702.SH) 2024 年三季报点评: 短期承压持续, 市场仍处调整期-2024/10/30
2. 舍得酒业 (600702.SH) 2024 年半年报点评: 主动调整控量稳价, 利润有所承压-2024/08/23
3. 舍得酒业 (600702.SH) 2024 年一季报点评: 利润短期略承压, 着眼长期发展-2024/04/27
4. 舍得酒业 (600702.SH) 2023 年年报点评: 23 年稳健收官, 战略清晰蓄力长期-2024/03/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,357	4,484	4,699	5,192
营业成本	1,847	1,718	1,649	1,682
营业税金及附加	1,042	695	691	748
销售费用	1,276	942	963	1,018
管理费用	545	421	437	473
研发费用	95	67	70	75
EBIT	565	654	903	1,213
财务费用	-26	24	47	49
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	-10	6	6	6
营业利润	568	638	865	1,174
营业外收支	-54	18	22	27
利润总额	514	656	887	1,201
所得税	173	160	216	292
净利润	340	497	671	909
归属于母公司净利润	346	496	671	909
EBITDA	773	885	1,180	1,533

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,543	1,169	1,170	1,043
应收账款及票据	463	411	405	433
预付款项	65	36	35	36
存货	5,219	5,526	5,488	5,822
其他流动资产	146	149	157	164
流动资产合计	7,437	7,291	7,255	7,498
长期股权投资	18	18	18	18
固定资产	2,657	3,543	4,350	5,088
无形资产	423	423	423	423
非流动资产合计	4,365	5,228	5,974	6,670
资产合计	11,802	12,519	13,229	14,167
短期借款	711	900	924	954
应付账款及票据	1,442	1,136	1,091	1,113
其他流动负债	1,913	1,968	2,200	2,432
流动负债合计	4,066	4,004	4,215	4,499
长期借款	431	911	941	961
其他长期负债	174	199	199	199
非流动负债合计	605	1,111	1,141	1,161
负债合计	4,671	5,115	5,356	5,660
股本	333	333	333	333
少数股东权益	323	323	324	324
股东权益合计	7,131	7,404	7,873	8,508
负债和股东权益合计	11,802	12,519	13,229	14,167

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-24.41	-16.30	4.80	10.50
EBIT 增长率	-74.79	15.58	38.15	34.31
净利润增长率	-80.46	43.52	35.22	35.40
盈利能力 (%)				
毛利率	65.52	61.69	64.90	67.60
净利润率	6.45	11.07	14.28	17.50
总资产收益率 ROA	2.93	3.96	5.07	6.41
净资产收益率 ROE	5.08	7.01	8.89	11.10
偿债能力				
流动比率	1.83	1.82	1.72	1.67
速动比率	0.51	0.41	0.39	0.34
现金比率	0.38	0.29	0.28	0.23
资产负债率 (%)	39.58	40.86	40.48	39.95
经营效率				
应收账款周转天数	16.94	18.49	17.09	16.19
存货周转天数	939.63	1125.82	1202.08	1210.23
总资产周转率	0.47	0.37	0.37	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	1.04	1.49	2.01	2.73
每股净资产	20.44	21.26	22.66	24.57
每股经营现金流	-2.12	0.79	3.65	3.46
每股股利	0.43	0.61	0.82	1.12
估值分析				
PE	59	41	30	22
PB	3.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	26.60	23.24	17.43	13.42
股息收益率 (%)	0.71	1.00	1.35	1.83

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	340	497	671	909
折旧和摊销	208	231	277	320
营运资金变动	-1,174	-480	225	-116
经营活动现金流	-708	262	1,216	1,151
资本开支	-1,001	-998	-987	-974
投资	600	0	0	0
投资活动现金流	-192	-1,021	-981	-967
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,079	670	54	50
筹资活动现金流	122	385	-234	-311
现金净流量	-778	-374	1	-127

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048