



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月24日

基础数据

08月22日收盘价(元)	60.91
总市值(亿元)	202.90
总股本(亿股)	3.33

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】舍得酒业: Q1 业绩延续承压, 激励加持期待改善-2025.04.26

【兴证食品饮料】舍得酒业: 主动调整, 静待改善-2025.03.23

【兴证食品饮料】舍得酒业三季报点评: 积极清理包袱, 静待需求改善-2024.10.30

分析师: 沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 汪润

S0190524060004
wangrun22@xyzq.com.cn

舍得酒业(600702.SH)

Q2 边际改善, 期待业绩企稳

投资要点:

- **事件:** 公司公告 2025 年中报, 25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 27.01/4.43/4.39 亿元, 同比-17.41%/-24.98%/-24.10%。25Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 11.25/0.97/0.96 亿元, 同比-3.44%/+139.48%/+194.25%。
- **收入降幅环比收窄, 舍之道、T68 韧性延续。**面对白酒行业深度调整期, 公司自 24Q2 起率先控货去库, 经过一年的调整出清, 25Q2 营收同比-3.44%, 收入降幅收窄。分档次来看, 25Q2 中高档酒/普通酒销售收入分别为 7.39/2.37 亿元, 同比-15.65%/+62.25%, 预计高端藏品十年低基数下收入实现高增, 品味舍得收入明显承压, 大众消费保持韧性的背景下预计舍之道、沱牌 T68 收入保持良好增势。分地区来看, 25Q2 省内/省外销售收入分别为 2.89/6.86 亿元, 同比-21.20%/+4.84%, 受政策影响省内需求承压, 山东、东北、河北等品牌氛围、消费基础较好的地区收入增长相对较优, 河南市场自底部边际好转。
- **费投回归稳健, 净利率同比改善。**25Q3 净利率同比+4.92pct 至 8.56%, 具体来看: 25Q2 毛利率同比-0.33pct 至 60.60%, 产品结构相对稳定; 25Q2 税金及附加/销售/管理费用率分别同比-0.59/-3.27/-1.16pct 至 15.39%/23.73%/10.92%, 费用投入回归稳健节奏的同时更加精准化, 销售、管理费率有所优化。此外 25Q2 末合同负债 1.57 亿元, 环比减少 0.49 亿元, 同比减少 0.05 亿元, 合同负债水平保持平稳、维持渠道良性, 25Q2 销售回款 11.52 亿元, 同比-24.21%。
- **坚定去库存、强动销, 期待需求恢复、业绩企稳。**行业调整期公司秉承长期主义, 持续聚焦产品力、品牌力、渠道力、组织力“四力提升”, 践行“渠道向下, 品牌向上, 全面向 C”的核心策略; 产品方面, 以价为先, 稳住核心单品基本盘的同时, 通过渠道下沉挖掘舍之道、T68 等增量; 市场方面, 聚焦打造小区域、高占有的基地市场, 挖掘存量市场增长潜力, 同时建立政企融通和团购队伍, 全场景全渠道拉动增长; 激励方面, 公司新推 2025 年限制性股票激励计划草案, 业绩目标规划积极, 激励团队进取拼搏。公司战略定力筑基、战术适配破局、组织进化提效之下, 期待需求改善、业绩企稳。
- **盈利预测:** 公司战略定力筑基、战术适配破局、组织进化提效之下, 期待业绩进一步改善。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 47.80/51.07/55.38 亿元, 归母净利润分别为 4.74/5.36/6.18 亿元, EPS 分别为 1.42/1.61/1.86 元, 以 2025 年 8 月 22 日收盘价计算, PE 分别为 42.8/37.9/32.8X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动影响消费, 次高端升级不及预期, 省外拓展竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5357	4780	5107	5538
同比增长	-24.4%	-10.8%	6.8%	8.4%
归母净利润(百万元)	346	474	536	618
同比增长	-80.5%	37.1%	13.0%	15.4%
毛利率	65.5%	63.6%	64.2%	64.8%
ROE	5.1%	6.8%	7.4%	8.1%
每股收益(元)	1.04	1.42	1.61	1.86
市盈率	58.7	42.8	37.9	32.8

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7437	6711	7180	7893
货币资金	1543	1469	1592	1869
交易性金融资产	0	25	50	75
应收票据及应收账款	463	378	414	448
预付款项	65	43	49	54
存货	5219	4656	4919	5275
其他	146	139	155	173
非流动资产	4365	5200	5733	6033
长期股权投资	18	19	20	21
固定资产	2657	3574	4213	4597
在建工程	858	706	599	524
无形资产	423	431	430	420
商誉	0	0	0	0
其他	409	469	471	471
资产总计	11802	11910	12913	13926
流动负债	4066	3880	4411	4955
短期借款	711	911	1261	1561
应付票据及应付账款	1442	1136	1230	1335
其他	1913	1832	1919	2058
非流动负债	605	786	940	1043
长期借款	431	581	731	831
其他	174	204	208	211
负债合计	4671	4665	5350	5997
股本	333	333	333	333
未分配利润	5861	6071	6307	6579
少数股东权益	323	323	324	325
股东权益合计	7131	7245	7562	7929
负债及权益合计	11802	11910	12913	13926

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	346	474	536	618
折旧和摊销	208	227	255	280
营运资金的变动	-1174	277	-140	-168
经营活动产生现金流量	-708	980	680	765
资本支出	-1001	-993	-784	-574
长期投资	600	-23	-23	-23
投资活动产生现金流量	-192	-1053	-815	-605
债权融资	1079	370	504	403
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	122	-2	257	116
现金净变动	-778	-74	123	276

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5357	4780	5107	5538
营业成本	1847	1742	1830	1949
税金及附加	1042	884	945	1033
销售费用	1276	970	1037	1124
管理费用	545	468	500	543
研发费用	95	72	82	88
财务费用	-26	-23	-35	-45
投资收益	-10	-2	-4	-5
公允价值变动收益	5	5	5	5
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-19	-16	-14	-11
营业利润	568	667	750	850
营业外收支	-54	11	11	11
利润总额	514	678	761	861
所得税	173	203	224	241
净利润	340	474	536	620
少数股东损益	-5	0	1	1
归属母公司净利润	346	474	536	618
EPS(元)	1.04	1.42	1.61	1.86

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-24.4%	-10.8%	6.8%	8.4%
营业利润增长率	-75.3%	17.5%	12.4%	13.3%
归母净利润增长率	-80.5%	37.1%	13.0%	15.4%
盈利能力				
毛利率	65.5%	63.6%	64.2%	64.8%
归母净利率	6.5%	9.9%	10.5%	11.2%
ROE	5.1%	6.8%	7.4%	8.1%
偿债能力				
资产负债率	39.6%	39.2%	41.4%	43.1%
流动比率	1.83	1.73	1.63	1.59
速动比率	0.52	0.50	0.49	0.50
营运能力				
资产周转率	46.7%	40.3%	41.1%	41.3%
每股资料(元)				
每股收益	1.04	1.42	1.61	1.86
每股经营现金	-2.12	2.94	2.04	2.30
估值比率(倍)				
PE	58.7	42.8	37.9	32.8
PB	3.0	2.9	2.8	2.7

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn