

舍得酒业（600702.SH）

2025Q3 报表继续释放压力，普通酒及电商渠道表现较好

优于大市

核心观点

第三季度收入及净利润延续调整态势。2025Q1-3 公司实现营业总收入 37.02 亿元/同比-17.0%，归母净利润 4.72 亿元/同比-29.4%；其中 2025Q3 营业总收入 10.00 亿元/同比-15.9%，归母净利润 0.29 亿元/同比-63.2%。

2025Q3 受政策影响收入延续下滑，低价位产品、电商渠道表现较好。分产品看，2025Q3 中高档酒收入 6.87 亿元/同比-23.4%，普通酒收入 1.81 亿元/同比+18.0%，产品结构变化延续此前趋势，我们预计沱牌特曲 T68 增速最快，品味舍得下滑幅度仍高于整体、动销及开瓶表现或好于收入端。分渠道看，2025Q3 批发代理渠道收入 7.54 亿元/同比-23.4%，电商销售渠道收入 1.14 亿元/同比+71.4%，电商渠道以差异化产品为主，销售表现较好。分区域看，2025Q3 省内收入 2.68 亿元/同比-22.8%，省外收入 6.00 亿元/同比-14.7%，省外调整较早、基数低，预计其中山东聊城/德州、天津等表现较好，河南市场触底回升。

2025Q3 净利率同比下降 3.7pcts，现金流表现亦有压力。2025Q3 公司毛利率 62.1%/同比-1.57pcts，税金及附加/销售费用/管理费用率分别为 18.4%/25.3%/13.4%，同比+0.7/+0.48/+2.34pcts，收入承压背景下销售费用率相对稳健，反映公司费投精益化管理能力逐步提升；管理费用率上升较多预计系人员工资等刚性支出所致。2025Q3 销售收现 9.24 亿元/同比-19.4%，经营性现金流净额-3.12 亿元/同比减少 1.88 亿元；截至 2025Q3 末合同负债 1.13 亿元/环比-0.45 亿元/同比-35.2%。

盈利预测与投资建议：考虑到 2025 年行业景气度加速下行，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，预计在低基数下恢复增长。利润端看，2025 年产品结构沉降影响毛利率表现，费用投入预计仍将适当加大力度，但考虑到去年非常规高基数税费影响，今年利润率仍将录得提升。略下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 46.2/51.0/57.1 亿元，同比-13.8%/+10.3%/+12.0%（前值同比-10.2%/+10.3%/+14.0%）；预计归母净利润 5.8/6.7/7.8 亿元，同比+67.9%/+15.2%/+16.5%（前值同比+101.5%/+14.2%/+25.6%）；当前股价对应 25/26 年 34.1/29.6 倍 PE，维持“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	4,619	5,097	5,708
(+/-%)	16.9%	-24.3%	-13.8%	10.3%	12.0%
净利润(百万元)	1771	345.775	580	669	779
(+/-%)	5.1%	-80.5%	67.9%	15.2%	16.5%
每股收益(元)	5.32	1.04	1.74	2.01	2.34
EBIT Margin	31.5%	10.3%	14.2%	16.5%	18.8%
净资产收益率 (ROE)	24.5%	5.1%	8.0%	9.5%	13.0%
市盈率 (PE)	11.2	57.2	34.1	29.6	25.4
EV/EBITDA	9.8	33.1	23.9	19.3	16.8
市净率 (PB)	2.74	2.91	2.74	2.82	3.30

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(维持)
合理估值	
收盘价	59.39 元
总市值/流通市值	19763/19754 百万元
52 周最高价/最低价	86.25/48.25 元
近 3 个月日均成交额	786.41 百万元

市场走势

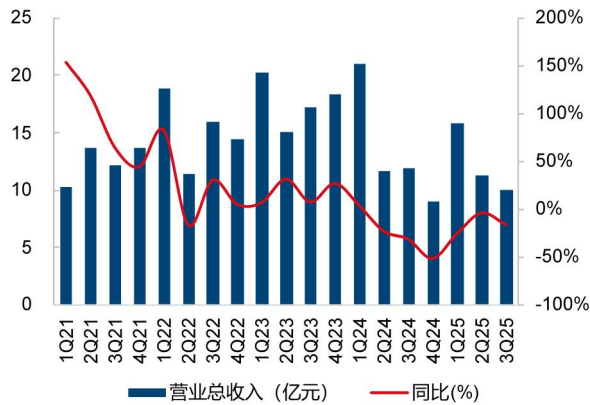


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

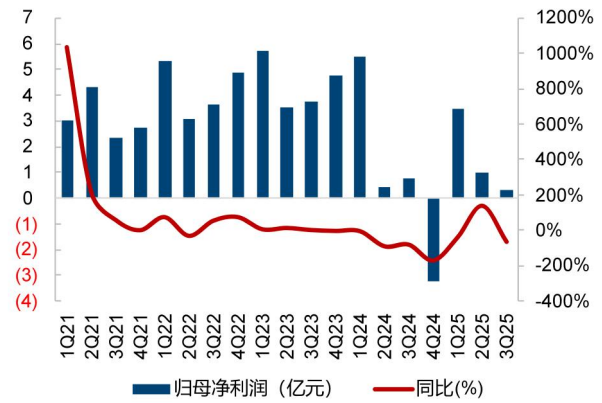
- 《舍得酒业（600702.SH）-2025Q2 收入降幅环比收窄，盈利能力有所修复》——2025-08-24
- 《舍得酒业（600702.SH）-2025Q1 继续释放风险，收入和净利润降幅环比 2024H2 收窄》——2025-04-27
- 《舍得酒业（600702.SH）-2024Q4 经营延续承压，推动产品、区域、渠道调整》——2025-03-25
- 《舍得酒业（600702.SH）-第三季度继续释放渠道风险，拟回购股份用于员工激励》——2024-10-29
- 《舍得酒业（600702.SH）-第二季度收入及利润阶段性下滑，释放渠道风险》——2024-08-23

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



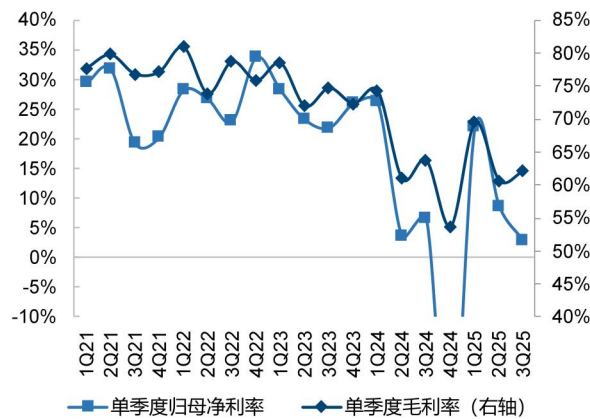
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



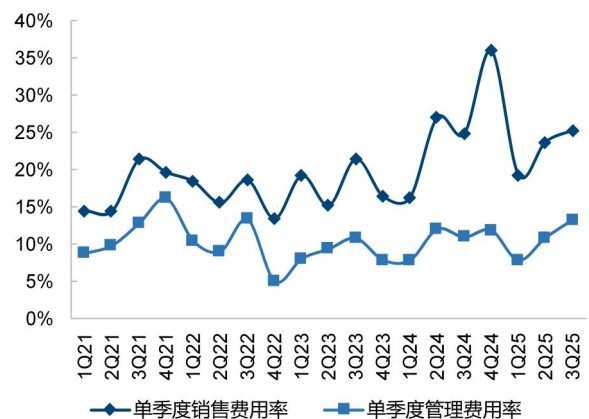
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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

表1: 舍得酒业整体盈利预测调整表

	调整前			调整后		调整幅度	
项目	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5,357	4,810	5,307	4,619	5,097	-4.0%	-4.0%
收入同比增速%	-24.3%	-10.2%	10.3%	-13.8%	10.3%	-3.56pcts	0pcts
毛利率%	65.5%	66.4%	67.2%	65.3%	66.2%	-1.07pcts	-1.09pcts
销售费用率%	65.5%	21.5%	20.0%	22.3%	21.0%	0.8pcts	1pcts
管理费用率%	9.7%	10.6%	10.4%	10.5%	10.3%	-0.1pcts	-0.1pcts
归母净利润 (百万元)	346	697	796	580	669	-16.7%	-16.0%
归母净利润同比增速%	-80.5%	101.5%	14.2%	67.9%	15.2%	-33.66pcts	0.98pcts
净利率%	6.5%	14.5%	15.0%	12.6%	13.1%	-1.92pcts	-1.88pcts
EPS (元)	1.04	2.09	2.39	1.74	2.01	-16.7%	-16.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 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	
			2025/10/29	2025/10/29	2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,445	18,095	862.3	936.7	21.0	19.3
000858.SZ	五粮液	优于大市	120	4,662	318.5	314.9	14.6	14.8

000568.SZ	泸州老窖	优于大市	130	1,921	134.7	126.0	14.3	15.2
600809.SH	山西汾酒	优于大市	187	2,285	122.4	123.2	18.7	18.6
002304.SZ	洋河股份	中性	70	1,049	66.7	45.3	15.7	23.2
000799.SZ	酒鬼酒	中性	62	202	0.1	0.7	1616.9	277.1
600702.SH	舍得酒业	优于大市	59	197	3.46	5.80	57.2	34.1
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	152	806	55.2	54.4	14.6	14.8
603589.SH	口子窖	中性	33	195	16.6	12.6	11.8	15.5
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	40	317	25.9	22.3	12.2	14.2
603369.SH	今世缘	优于大市	39	482	34.1	30.9	14.1	15.6
603919.SH	金徽酒	优于大市	20	100	3.9	3.8	25.9	26.6

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	1918	1600	1792	营业收入	7081	5357	4619	5097	5708
应收款项	530	518	447	493	552	营业成本	1806	1847	1602	1725	1886
存货净额	4424	5219	3941	4025	3900	营业税金及附加	1015	1042	739	815	896
其他流动资产	116	156	135	149	166	销售费用	1290	1276	1030	1070	1142
流动资产合计	8094	7437	6440	6267	6411	管理费用	636	545	502	542	599
固定资产	2325	3515	4303	5113	5964	研发费用	108	95	92	102	114
无形资产及其他	417	423	406	389	372	财务费用	(28)	(26)	13	29	87
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	11577	12196	13175	其他收入	(89)	(118)	(92)	(102)	(114)
短期借款及交易性金融负债	92	732	732	1474	3245	营业利润	2304	568	667	837	1004
应付款项	968	1442	877	923	994	营业外净收支	26	(54)	20	20	20
其他流动负债	2342	1891	1789	1777	1875	利润总额	2330	514	687	857	1024
流动负债合计	3401	4066	3397	4175	6114	所得税费用	558	173	113	197	256
长期借款及应付债券	39	431	431	431	431	少数股东损益	1	(5)	(7)	(9)	(11)
其他长期负债	114	174	202	236	276	归属于母公司净利润	1771	346	580	669	779
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	4031	4842	6821	净利润	1771	346	580	669	779
少数股东权益	328	323	331	340	352	资产减值准备	0	19	10	5	6
股东权益	7233	6808	7215	7014	6001	折旧摊销	147	187	341	434	513
负债和股东权益总计	11116	11802	11577	12196	13175	公允价值变动损失	(22)	(23)	(20)	(20)	(20)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(28)	(26)	13	29	87
每股收益	5.32	1.04	1.74	2.01	2.34	营运资本变动	(921)	(870)	741	(70)	262
每股红利	1.51	2.17	0.52	2.61	5.38	其它	1	(13)	(2)	5	6
每股净资产	21.71	20.44	21.65	21.05	18.01	经营活动现金流	976	(354)	1650	1021	1546
ROIC	28.06%	5.19%	7%	7%	8%	资本开支	0	(1396)	(1102)	(1212)	(1333)
ROE	24.49%	5.08%	8%	10%	13%	其它投资现金流	706	602	0	0	0
毛利率	75%	66%	65%	66%	67%	投资活动现金流	701	(793)	(1102)	(1212)	(1333)
EBIT Margin	31%	10%	14%	17%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	14%	22%	25%	28%	负债净变化	14	392	0	0	0
收入增长	17%	-24%	-14%	10%	12%	支付股利、利息	(503)	(721)	(174)	(869)	(1792)
净利润增长率	5%	-80%	68%	15%	16%	其它融资现金流	(728)	927	0	742	1771
资产负债率	35%	42%	38%	42%	54%	融资活动现金流	(1704)	269	(174)	(127)	(21)
股息率	2.5%	3.6%	0.9%	4.4%	9.1%	现金净变动	(26)	(878)	374	(318)	192
P/E	11.2	57.2	34.1	29.6	25.4	货币资金的期初余额	2448	2422	1543	1918	1600
P/B	2.7	2.9	2.7	2.8	3.3	货币资金的期末余额	2422	1543	1918	1600	1792
EV/EBITDA	9.8	33.1	23.9	19.3	16.8	企业自由现金流	0	(1713)	526	(200)	245
						权益自由现金流	0	(393)	516	520	1951

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所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