

舍得酒业（600702）

2025 年三季报点评：调整节奏，加速探底 增持（维持）

2025 年 10 月 30 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

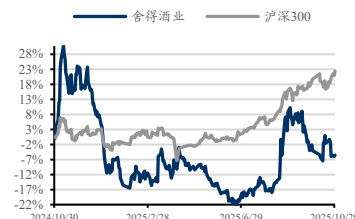
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,087	5,357	4,708	4,739	5,337
同比（%）	17.04	(24.41)	(12.12)	0.67	12.61
归母净利润（百万元）	1,769.39	345.77	502.78	511.02	679.95
同比（%）	4.98	(80.46)	45.41	1.64	33.06
EPS-最新摊薄（元/股）	5.32	1.04	1.51	1.54	2.04
P/E（现价&最新摊薄）	11.17	57.15	39.31	38.67	29.06

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 三季报。25Q1~3 实现营收 37.0 亿元，同比-17.0%；归母净利 4.7 亿元，同比-29.4%；25Q3 实现营收 10.0 亿元，同比-15.9%；归母净利 0.3 亿元，同比-63.2%。
- **Q3 收入环比承压，优先推进去库出清。**25Q3 公司酒类收入同比-15.1%至 8.7 亿元，旺季收入较 Q2 环比走低，与渠道回款压力加剧有关。1) 分产品看，①Q3 中高档酒收入同比-21.6%，低基数下降幅环比 H1 基本持平，1 是沱牌盒装酒销售压力增大，2 是公司加快调整转向力度，重视推动渠道去库。②Q3 低档酒收入同比+23.7%，环比亦有回落，与开瓶场景不振有关。2) 分区域看，25Q1~3 公司省内、省外收入分别同比-16.4%、-19.6%，Q3 分别同比-27.1%、-8.4%。省外市场 24H2 加大去库调整力度，25Q3 伴随基数走低收入同比降幅边际收窄，山东、东北、河南等市场销售环比相对企稳。
- **降费减支持续推进，利润下滑主系收入拖累。**1) 收现端，25Q3 季末公司合同负债余额 1.1 亿元，同比、环比进一步回落，回款推进压力增大。2) 利润端，25Q3 公司净利率同比-3.5pct 至 2.8%，主系成本、费用存在刚性支出，而收入兑现偏低——对比 Q2 单季营收 11.3 亿、归母净利 1.0 亿元；Q3 成本、费用环比回落，利润差距主要来自收入端拖累。①Q3 公司综合毛利率同比-1.6pct 至 62.1%，低档酒收入占比同比+5.7pct 至 19.0%。②Q3 公司销售、管理（含研发）费用同比-14.3%、+1.9%，费率同比+0.5pct、+2.6pct，费率拖累主要来自收入负规模效应。Q3 公司继续加强费效管控，一方面对团购、宴席场景进行专项预算管理，同时也适当增加线上直播等新渠道营销开拓投入。
- **产品布局着眼长期，渠道深挖创新增量。**产品方面，公司以“一高一低”为增量抓手，做长期培育投入，1 是有序推进高价产品藏品 10 年、中国智慧的招商布局，2 是持续贯彻高线光瓶酒的渠道下沉。此外，公司及时跟进推出 29 度新品，规划相应做渠道创新模式尝试。渠道方面，公司以电商、团购为增量驱动，电商渠道已成功探索差异化产品销售增长路径，团购渠道则分设人员专组，旨在深度挖掘复星生态链企业需求、做好经销渠道的团购协销。同时，公司对即时零售、KA 渠道也在做积极布局；对传统流通渠道，亦推出青创项目、降低首单等创新举措。
- **盈利预测与投资评级：**公司 25H2 及时调整销售节奏，同时加强互联网、即时零售、KA 等增量渠道布局，我们预计公司 2025 年毛利率低位进一步回落，期待 2026 年营收企稳，逐步迎来利润与收入弹性共振。参考公司 2025 年前三季度盈利水平，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 5.0、5.1、6.8 亿元（前值为 6.4、7.8、9.8 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 39、39、29X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	59.39
一年最低/最高价	48.25/86.25
市净率(倍)	2.79
流通 A 股市值(百万元)	19,754.24
总市值(百万元)	19,762.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.30
资产负债率(%,LF)	40.99
总股本(百万股)	332.76
流通 A 股(百万股)	332.62

相关研究

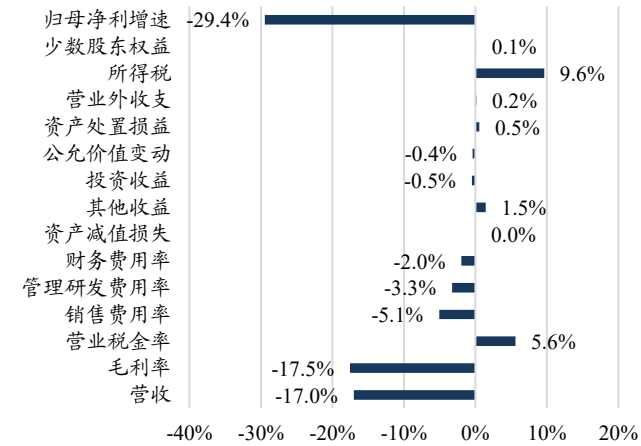
《舍得酒业(600702): 2025 中报点评: 筑底企稳，盈利修复》

2025-08-24

《舍得酒业(600702): 2025 一季报点评: 收入环比趋稳，降本减支推进坚决》

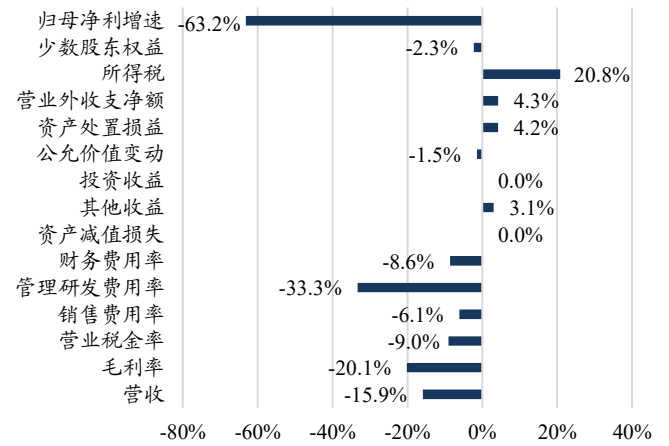
2025-04-27

图1: 25Q1~3 舍得酒业归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 25Q3 舍得酒业归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

舍得酒业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,437	6,589	6,703	6,790	营业总收入	5,357	4,708	4,739	5,337
货币资金及交易性金融资产	1,543	1,802	1,087	1,004	营业成本(含金融类)	1,847	1,704	1,711	1,881
经营性应收款项	568	449	456	506	税金及附加	1,042	696	687	790
存货	5,219	4,229	5,061	5,169	销售费用	1,276	1,085	1,060	1,124
合同资产	0	0	0	0	管理费用	545	480	495	528
其他流动资产	106	110	99	111	研发费用	95	102	102	102
非流动资产	4,365	4,641	4,844	5,061	财务费用	(26)	7	5	9
长期股权投资	18	18	18	18	加:其他收益	14	14	13	14
固定资产及使用权资产	2,663	2,926	3,212	3,438	投资净收益	(10)	(12)	3	3
在建工程	858	881	803	796	公允价值变动	5	1	0	0
无形资产	423	423	423	423	减值损失	(19)	(19)	(7)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	4	4	4
长期待摊费用	33	23	18	16	营业利润	568	622	693	920
其他非流动资产	369	369	369	369	营业外净收支	(54)	21	(10)	(17)
资产总计	11,802	11,230	11,547	11,851	利润总额	514	642	683	902
流动负债	4,066	3,247	3,258	3,191	减:所得税	173	145	171	221
短期借款及一年内到期的非流动负债	732	732	732	732	净利润	340	498	512	681
经营性应付款项	1,447	928	980	700	减:少数股东损益	(5)	(5)	1	1
合同负债	165	153	171	226	归属母公司净利润	346	503	511	680
其他流动负债	1,722	1,433	1,375	1,533	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	1.51	1.54	2.04
非流动负债	605	605	605	605	EBIT	565	655	698	926
长期借款	431	431	431	431	EBITDA	773	873	934	1,176
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.52	63.80	63.90	64.75
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	6.45	10.68	10.78	12.74
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	(24.41)	(12.12)	0.67	12.61
负债合计	4,671	3,853	3,864	3,797	归母净利润增长率(%)	(80.46)	45.41	1.64	33.06
归属母公司股东权益	6,808	7,060	7,364	7,734					
少数股东权益	323	318	319	320					
所有者权益合计	7,131	7,378	7,683	8,055					
负债和股东权益	11,802	11,230	11,547	11,851					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(708)	1,007	(50)	721	每股净资产(元)	20.44	21.22	22.13	23.24
投资活动现金流	(192)	(482)	(443)	(477)	最新发行在外股份(百万股)	333	333	333	333
筹资活动现金流	122	(267)	(223)	(326)	ROIC(%)	4.68	6.03	6.02	7.73
现金净增加额	(778)	258	(715)	(82)	ROE-摊薄(%)	5.08	7.12	6.94	8.79
折旧和摊销	208	218	236	250	资产负债率(%)	39.58	34.30	33.46	32.04
资本开支	(1,001)	(470)	(446)	(480)	P/E (现价&最新股本摊薄)	57.15	39.31	38.67	29.06
营运资本变动	(1,174)	269	(824)	(242)	P/B (现价)	2.91	2.80	2.68	2.56

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>