

舍得酒业 (600702.SH)

增持 (维持)

Q3 业绩承压，低档酒、电商销售相对占优

公司发布《2025 年第三季度报告》，25Q3 公司实现营收/归母净利润 10.0 亿元/0.3 亿元，同比-15.9%/-63.2%。25Q3 公司受外部环境影响，业绩环比相对走弱，但渠道库存持续去化，品味舍得去库存预计 25 年底将接近尾声。同时公司持续推进产品打造与渠道下沉，高端与低端产品线有望继续延伸、村镇宴席市场布局效果有望逐步显现，叠加电商渠道景气延续，期待公司业绩修复。

□ 受外部环境影响，25Q3 业绩承压。25 年前三季度公司实现营收/归母净利润 37.0 亿元/4.7 亿元，同比-17.0%/-29.4%，25Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 10.0 亿元/0.3 亿元，同比-15.9%/-63.2%，25Q3 现金回款 9.2 亿元，同比-19.4%，经营性现金流净额-3.12 亿元，同比-152.1%，现金流承压。截至三季度末公司合同负债余额 1.1 亿元，同比-35.2%。受外部环境影响，公司 Q3 业绩环比转弱。

□ 中高档酒压力深化，低档酒相对占优，电商渠道延续景气。分产品来看，25Q3 中高档酒/普通酒收入 6.9 亿元/1.8 亿元，同比-23.4%/+17.8%，中高档酒同比降幅加深，低档酒相对占优，舍之道、沱牌特级 T68 较为良性。分渠道来看，批发/电商销售 25Q3 收入 7.5 亿元/1.1 亿元，同比-23.4%/+71.4%，电商渠道延续景气，后续电商收入占比有望继续提升。分地区来看，25Q3 省内/省外收入 2.7 亿元/6.0 亿元，同比-22.8%/-14.7%，省内需求承压延续，省外同比增速转负，随行业继续调整。

□ 毛利率小幅波动、销售费用继续加强控制。25Q3 公司毛利率水平 62.1% (yoy-1.6pct)，25Q3 公司主营税金比率/销售费率/管理费率为 18.4%/25.3%/13.4%，同比+0.7pct/+0.5pct/+2.3pct，归母净利率为 2.9% (yoy-3.7pct)。

□ 投资建议：Q3 业绩承压，低档酒、电商销售相对占优。25Q3 公司受外部环境影响，业绩环比相对走弱，但渠道库存持续去化，品味舍得去库存预计 25 年底将接近尾声。同时公司持续推进产品打造与渠道下沉，高端与低端产品线有望继续延伸、村镇宴席市场布局效果有望逐步显现，叠加电商渠道景气延续，期待公司业绩修复。结合公司 25 年前三季度业绩情况，我们调整 25-27 年 EPS 至 1.52 元、1.94 元与 2.39 元，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7081	5357	5068	5166	5413
同比增长	17%	-24%	-5%	2%	5%
营业利润(百万元)	2304	568	636	815	1007
同比增长	3%	-75%	12%	28%	24%
归母净利润(百万元)	1771	346	505	646	797
同比增长	5%	-80%	46%	28%	23%
每股收益(元)	5.32	1.04	1.52	1.94	2.39
PE	11.1	56.8	38.9	30.4	24.6
PB	2.7	2.9	2.7	2.6	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/食品饮料

目标估值：NA

当前股价：58.97 元

基础数据

总股本 (百万股)	333
已上市流通股 (百万股)	333
总市值 (十亿元)	19.6
流通市值 (十亿元)	19.6
每股净资产 (MRQ)	21.3
ROE (TTM)	2.1
资产负债率	41.0%
主要股东 四川沱牌舍得集团有限公司	
主要股东持股比例	30.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	4	-9
相对表现	-6	-21	-30



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《舍得酒业 (600702) —25Q2 业绩逐步修复，经营韧性凸显》 2025-08-24
- 2、《舍得酒业 (600702) —Q1 仍在调整，后续有望改善》 2025-04-27
- 3、《舍得酒业 (600702) —业绩承压，渠道出清加速》 2025-03-26

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

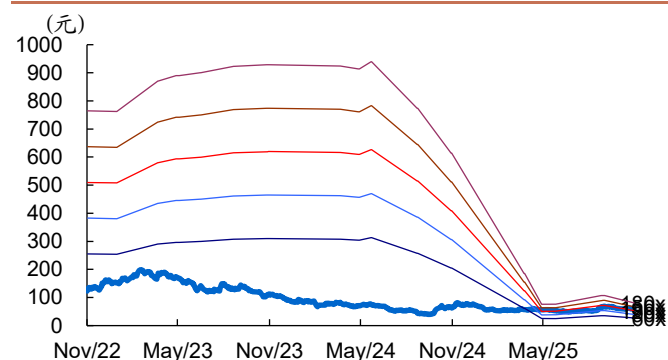
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	1,836	2,105	1,165	1,189	897	1,576	1,125	1,000	7,081	5,357
二、营业总成本	1,237	1,380	1,113	1,082	1,222	1,118	1,030	969	4,826	4,798
其中: 营业成本	509	544	455	432	416	483	443	379	1,806	1,847
营业税金及附加	267	300	186	211	345	183	173	185	1,015	1,042
营业费用	303	344	315	295	323	305	267	253	1,290	1,276
管理费用	146	166	141	131	107	124	123	134	636	545
研发费用	21	29	21	15	30	21	22	16	108	95
财务费用	-9	-2	-4	-4	-16	1	1	3	-28	-26
资产减值损失	0	1	0	1	17	0	1	0	0	19
三、其他经营收益	11	3	5	0	0	2	0	5	49	9
其它收益	10	4	7	3	1	4	5	5	18	14
公允价值变动收益	3	1	1	1	1	0	0	0	22	5
投资收益	-2	-2	-2	-4	-2	-1	-6	-3	8	-10
四、营业利润	609	728	57	108	-325	461	95	36	2,304	568
加: 营业外收入	17	4	7	5	7	3	5	8	34	23
减: 营业外支出	4	1	0	0	76	1	1	1	8	77
五、利润总额	622	731	63	113	-394	462	99	44	2,330	514
减: 所得税	147	182	21	38	-68	117	3	15	558	173
六、净利润	475	549	42	75	-327	345	96	28	1,772	340
减: 少数股东损益	-1	-1	2	-3	-4	-1	-1	0	1	-5
七、归属母公司所有者净利润	476	550	41	78	-323	346	97	29	1,771	346
EPS	1.43	1.65	0.12	0.23	-0.97	1.04	0.29	0.09	5.32	1.04
主要比率										
毛利率	72.3%	74.2%	60.9%	63.7%	53.7%	69.4%	60.6%	62.1%	74.5%	65.5%
主营税金率	14.5%	14.2%	16.0%	17.7%	38.5%	11.6%	15.4%	18.4%	14.3%	19.4%
营业费率	16.5%	16.3%	27.0%	24.8%	36.0%	19.4%	23.7%	25.3%	18.2%	23.8%
管理费率	7.9%	7.9%	12.1%	11.0%	11.9%	7.9%	10.9%	13.4%	9.0%	10.2%
营业利润率	33.2%	34.6%	4.9%	9.1%	-36.3%	29.2%	8.4%	3.6%	32.5%	10.6%
实际税率	23.7%	24.9%	33.1%	33.3%	17.1%	25.3%	2.9%	35.3%	23.9%	33.7%
净利率	25.9%	26.1%	3.5%	6.6%	-36.0%	22.0%	8.6%	2.9%	25.0%	6.5%
同比增长率										
收入增长率	27.6%	4.2%	-22.7%	-30.7%	-51.1%	-25.1%	-3.4%	-15.9%	16.9%	-24.3%
营业利润增长率	-2.0%	-3.6%	-87.7%	-77.5%	-153.4%	-36.7%	67.8%	-66.5%	3.1%	-75.4%
净利润增长率	-1.9%	-3.4%	-88.4%	-79.2%	-167.9%	-37.1%	139.5%	-63.2%	5.1%	-80.5%

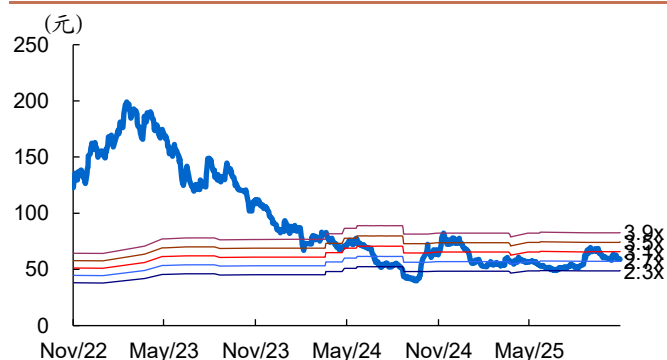
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 舍得酒业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 舍得酒业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《舍得酒业（600702）—25Q2 业绩逐步修复，经营韧性凸显》2025-08-24
- 2、《舍得酒业（600702）—Q1 仍在调整，后续有望改善》2025-04-27
- 3、《舍得酒业（600702）—业绩承压，渠道出清加速》2025-03-26
- 4、《舍得酒业（600702）—渠道延续收缩，盈利承压明显》2024-10-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8094	7437	7092	7557	8131
现金	2422	1543	1260	1722	2202
交易性投资	602	0	0	0	0
应收票据	215	227	215	219	230
应收款项	264	236	224	228	239
其它应收款	51	55	52	53	55
存货	4424	5219	5190	5183	5248
其他	116	156	151	153	158
非流动资产	3022	4365	4322	4284	4250
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	1600	2657	2663	2668	2673
无形资产商誉	417	423	381	343	308
其他	986	1267	1260	1255	1251
资产总计	11116	11802	11414	11841	12381
流动负债	3401	4066	3324	3322	3343
短期借款	0	711	0	0	0
应付账款	968	1442	1434	1432	1450
预收账款	279	170	169	168	170
其他	2155	1743	1721	1721	1722
长期负债	153	605	605	605	605
长期借款	39	431	431	431	431
其他	114	174	174	174	174
负债合计	3554	4671	3929	3927	3948
股本	333	333	333	333	333
资本公积金	412	357	357	357	357
留存收益	6488	6119	6480	6919	7451
少数股东权益	328	323	315	305	293
归属于母公司所有者权益	7233	6808	7170	7609	8140
负债及权益合计	11116	11802	11414	11841	12381

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	716	(708)	884	941	1010
净利润	1772	340	497	636	784
折旧摊销	157	197	322	317	313
财务费用	1	6	14	5	2
投资收益	(8)	10	(1)	(12)	(15)
营运资金变动	(1198)	(1149)	53	(6)	(73)
其它	(9)	(113)	0	0	0
投资活动现金流	(335)	(192)	(278)	(267)	(264)
资本支出	(873)	(1001)	(279)	(279)	(279)
其他投资	538	810	1	12	15
筹资活动现金流	(576)	122	(889)	(212)	(267)
借款变动	272	816	(732)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	(0)	0	0
资本公积增加	(368)	(55)	0	0	0
股利分配	(500)	(716)	(143)	(207)	(265)
其他	20	77	(14)	(5)	(2)
现金净增加额	(196)	(778)	(283)	461	480

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7081	5357	5068	5166	5413
营业成本	1806	1847	1837	1834	1858
营业税金及附加	1015	1042	796	811	850
营业费用	1290	1276	1172	1117	1116
管理费用	636	545	531	515	513
研发费用	108	95	80	76	80
财务费用	(28)	(26)	14	5	2
资产减值损失	2	(19)	(4)	(3)	(3)
公允价值变动收益	22	5	2	2	2
其他收益	18	14	12	15	15
投资收益	8	(10)	(13)	(5)	(2)
营业利润	2304	568	636	815	1007
营业外收入	34	23	24	24	24
营业外支出	8	77	9	9	9
利润总额	2330	514	651	830	1022
所得税	558	173	154	194	238
少数股东损益	1	(5)	(8)	(10)	(12)
归属于母公司净利润	1771	346	505	646	797

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	17%	-24%	-5%	2%	5%
营业利润	3%	-75%	12%	28%	24%
归母净利润	5%	-80%	46%	28%	23%
获利能力					
毛利率	74.5%	65.5%	63.8%	64.5%	65.7%
净利率	25.0%	6.5%	10.0%	12.5%	14.7%
ROE	26.1%	4.9%	7.2%	8.7%	10.1%
ROIC	24.2%	4.5%	6.2%	7.7%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	39.6%	34.4%	33.2%	31.9%
净负债比率	1.2%	9.9%	3.8%	3.6%	3.5%
流动比率	2.4	1.8	2.1	2.3	2.4
速动比率	1.1	0.5	0.6	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	19.5	11.4	11.2	11.7	11.8
应付账款周转率	1.9	1.5	1.3	1.3	1.3
每股资料(元)					
EPS	5.32	1.04	1.52	1.94	2.39
每股经营净现金	2.15	-2.13	2.66	2.83	3.04
每股净资产	21.74	20.46	21.55	22.87	24.46
每股股利	2.15	0.43	0.62	0.80	0.98
估值比率					
PE	11.1	56.8	38.9	30.4	24.6
PB	2.7	2.9	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	9.5	32.2	23.4	20.0	17.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。