

2025 年 11 月 03 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩延续调整，电商表现亮眼

—舍得酒业（600702.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

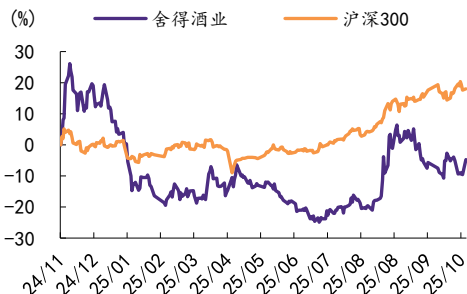
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-11-03

当前股价（元）	62.1
总市值（亿元）	207
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	333
52 周价格范围（元）	48.98-82.9
日均成交额（百万元）	641.34

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《舍得酒业（600702）：利润显著修复，终端开瓶向好》2025-08-25
- 2、《舍得酒业（600702）：业绩表现承压，期待弹性恢复》2025-05-07
- 3、《舍得酒业（600702）：业绩短期承压，期待企稳回升》2025-03-24

2025 年 10 月 29 日，舍得酒业发布 2025 年三季报。2025Q1-Q3 总营收 37.02 亿元（同减 17%），归母净利润 4.72 亿元（同减 29%），扣非净利润 4.60 亿元（同减 30%）；其中 2025Q3 总营 10.00 亿元（同减 16%），归母净利润 0.29 亿元（同减 63%），扣非净利润 0.20 亿元（同减 73%）。

投资要点

■ 结构变化拖累毛利，业绩短期承压明显

2025Q3 公司毛利率同减 2pct 至 62.09%，主要系低档酒收入占比提升所致；销售/管理费用率分别同增 0.5pct/2pct 至 25.32%/13.35%，主要系营收降幅大于费用降幅所致；净利率同减 4pct 至 2.83%，销售回款/合同负债分别同减 19%/35%至 9.24/1.13 亿元，业绩短期承压明显。

■ 低档酒表现占优，新品打开增量空间

分产品来看，2025Q3 公司中高档酒/普通酒收入分别同比-23%/+18%至 6.87/1.81 亿元，其中战略大单品沱牌特级 T68 保持高增，舍之道发力宴席场景表现超预期，品味舍得终端动销环比回暖。此外，公司于 8 月底推出业内首款低度老酒“舍得自在”，覆盖 300 元大众价位带，并与京东达成深度合作，以高质价比掀起老酒消费热潮；9 月新品“马上有小酒”结合马年 IP，创新小酒盲盒玩法，契合年轻客群消费需求，进一步打开增量空间。

■ 加码电商渠道拓展，省外市场稳健布局

分渠道看，2025Q3 公司批发代理/电商销售收入分别同比-23%/+71%至 7.54/1.14 亿元，经销商数量较 2025H1 末净减少 31 家至 2554 家。公司加速布局电商渠道，今年以来陆续与京东、美团闪购达成战略合作，成立 020 项目团队，并积极拓展直播、即时零售等新兴渠道，电商业务发展提速。分区域看，2025Q3 公司省内/省外收入分别同减 23%/15%至 2.68/6.00 亿元，省内基于需求疲软叠加竞争加剧主动降库，省外聚焦下沉市场宴席拓展，降幅较上半年明显收窄。

■ 盈利预测

公司坚持“强动销、促开瓶、去库存”的长期战略，多产品终端表现回暖，电商渠道加速拓展，省外拓市稳步推进。根

据 2025 年三季报，我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 1.52/1.74/2.21 元（前值为 1.88/2.14/2.50），当前股价对应 PE 分别为 41/36/28 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险，食品安全风险，库存去化与动销恢复不及预期，新品推广不及预期，市场拓展不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	5,357	4,823	5,159	5,714
增长率（%）	-24.3%	-10.0%	7.0%	10.7%
归母净利润（百万元）	346	507	579	736
增长率（%）	-80.5%	46.8%	14.1%	27.0%
摊薄每股收益（元）	1.04	1.52	1.74	2.21
ROE（%）	4.8%	6.8%	7.3%	8.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	5,357	4,823	5,159	5,714
现金及现金等价物	1,543	1,630	2,396	3,223	营业成本	1,847	1,707	1,810	1,984
应收款	518	462	466	485	营业税金及附加	1,042	844	877	914
存货	5,219	5,940	5,890	5,955	销售费用	1,276	1,085	1,156	1,274
其他流动资产	156	97	93	86	管理费用	545	434	490	531
流动资产合计	7,437	8,130	8,846	9,749	财务费用	-26	42	21	-2
非流动资产：					研发费用	95	77	83	91
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,890	1,639	1,749	1,895
固定资产	2,657	2,774	3,171	3,193	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	824	970	388	155	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	423	402	381	361	投资收益	-10	-10	-7	-4
长期股权投资	18	168	168	168	营业利润	568	638	730	931
其他非流动资产	443	443	443	443	加：营业外收入	23	16	18	20
非流动资产合计	4,365	4,757	4,551	4,319	减：营业外支出	77	5	5	5
资产总计	11,802	12,886	13,396	14,068	利润总额	514	649	743	946
流动负债：					所得税费用	173	143	163	208
短期借款	711	1,106	1,106	1,106	净利润	340	506	579	738
应付账款、票据	1,442	1,258	1,325	1,429	少数股东损益	-5	-2	0	2
其他流动负债	1,748	1,748	1,748	1,748	归母净利润	346	507	579	736
流动负债合计	4,066	4,231	4,306	4,424					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	431	971	971	971	成长性				
其他非流动负债	174	174	174	174	营业收入增长率	-24.3%	-10.0%	7.0%	10.7%
非流动负债合计	605	1,145	1,145	1,145	归母净利润增长率	-80.5%	46.8%	14.1%	27.0%
负债合计	4,671	5,376	5,452	5,569	盈利能力				
所有者权益					毛利率	65.5%	64.6%	64.9%	65.3%
股本	333	333	333	333	四项费用/营收	35.3%	34.0%	33.9%	33.2%
股东权益	7,131	7,510	7,945	8,499	净利率	6.4%	10.5%	11.2%	12.9%
负债和所有者权益	11,802	12,886	13,396	14,068	ROE	4.8%	6.8%	7.3%	8.7%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	39.6%	41.7%	40.7%	39.6%
净利润	340	506	579	738	营运能力				
少数股东权益	-5	-2	0	2	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
折旧摊销	187	198	205	230	应收账款周转率	10.3	10.4	11.1	11.8
公允价值变动	5	0	0	0	存货周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
营运资金变动	-1234	-835	125	41	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-708	-133	910	1011	EPS	1.04	1.52	1.74	2.21
投资活动现金净流量	-192	-413	185	211	P/E	59.8	40.8	35.7	28.1
筹资活动现金净流量	986	808	-145	-184	P/S	3.9	4.3	4.0	3.6
现金流量净额	87	263	950	1,039	P/B	3.0	2.9	2.7	2.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。