

# 舍得酒业 (600702.SH)

## 曙光初现，蓄势待发

### 核心观点:

- **名酒底蕴深厚，复星入主后全方位赋能，经营拐点或已确立。**公司上市初期通过沱牌中低档产品快速打开市场，形成消费者认知基础。2001年消费税从量征收影响下推出“舍得”品牌进军中高端市场，但受制于战略资源的缺失，错失“黄金十年”发展机遇。2010年提出“舍得+沱牌”双品牌战略，乘消费升级东风逐步追上行业脚步，随后遭遇行业性拐点；2016年天洋入主后针对产品、渠道端进行大幅改革，舍得品牌定位在这一时期获得拔升。2020年复星入主后着手梳理解决历史遗留问题，全面变革下公司营收实现快速增长，并在2024年率先基于外部环境进行调整。从经营节奏上看，公司2025年二、三季度营收增速较一季度边际改善显著，经营拐点或已确立。
- **调整期底部蓄势，强化巩固渠道信心，反转弹性可期。**本轮调整期公司在管理、产品、渠道层面的内功均得到增强。**(1) 管理层面：**公司在股东层面、组织层面、渠道合作模式上均领先行业，本轮调整期优势显现，并进一步实现平台化管理赋能；**(2) 产品端：**公司以“老酒”作为核心差异化卖点，本轮调整期强化老酒“醉得慢、醒得快、更舒适”的功能价值表达，并逆势完成对高线光瓶酒、千元价格带的布局。公司“沱牌+舍得”一高一低双品牌布局下，有望互相借力实现多价格带增长；**(3) 渠道端：**公司根据区域市场特征、资源禀赋灵活匹配与经销商的合作机制，并通过“唯一性、长期性”等原则性承诺保障渠道短中长期利益，增强经销商对未来收益的预期。调整期内务实降速去化渠道库存、确保经销商盈利。后续若需求恢复，凭借在多价格带内形成的初期网络效应、更加稳固的经销商关系，有望收获更强向上势能。
- **盈利预测与投资建议：**预计2025-2027年公司归母净利润分别为4.5/7.5/9.0亿元，同比+31%/+65%/+21%，对应PE为46/28/23倍。参考可比企业，考虑到公司业绩具备较强修复弹性，给予公司2026年30倍PE估值，对应合理价值67.15元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；消费力不及预期；食品安全问题。

### 盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,081	5,357	4,535	5,245	5,907
增长率 (%)	16.9%	-24.3%	-15.4%	15.7%	12.6%
EBITDA	2,418	773	786	1,196	1,414
归母净利润	1,771	346	453	746	904
增长率 (%)	5.1%	-80.5%	30.9%	64.8%	21.3%
EPS (元/股)	5.32	1.04	1.36	2.24	2.71
市盈率 (P/E)	18.2	63.5	45.6	27.7	22.8
ROE (%)	24.5%	5.1%	6.4%	9.9%	11.2%
EV/EBITDA	12.3	27.9	26.4	17.3	14.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

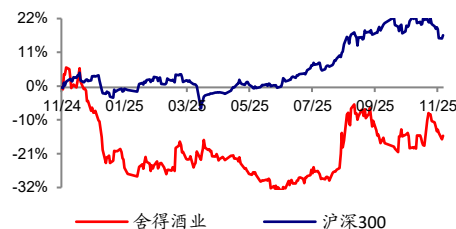
买入

当前价格	61.99 元
合理价值	67.15 元
前次评级	买入
报告日期	2025-11-25

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	332.8/332.6
总市值/流通市值 (百万元)	20628/20619
一年内最高/最低 (元)	78.64/48.98
30 日均成交量/成交额 (百万)	12/766
近 3/6 个月涨跌幅 (%)	-7.48/17.34

### 相对市场表现



### 分析师:

符蓉



SAC 执证号: S0260523120002

SFC CE No. BWC944



021-38003552



furong@gf.com.cn

### 分析师:

周源



SAC 执证号: S0260525040003



fzzhouyuan@gf.com.cn

### 分析师:

郝宇新



SAC 执证号: S0260523120010



SFC CE No. BVZ687



021-38003553



haoyuxin@gf.com.cn

请注意, 周源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

舍得酒业 (600702.SH): 营	2025-11-02
收降幅收窄, 期待未来改善	
舍得酒业 (600702.SH): 营	2025-08-26
收降幅收窄, Q2 利润高增	

## 目录索引

一、名酒底蕴深厚，复星入主后全面赋能 .....	5
(一) 90 年代：产能为王，舍得以低价策略全面打开市场 .....	5
(二) 2001-2009 年：战略资源缺失，错失“黄金十年”发展机遇 .....	6
(三) 2010-2015 年：明确双品牌战略，迎来行业周期拐点 .....	7
(四) 2016-2019 年：天洋时代，强化“舍得”品牌高端定位 .....	8
(五) 2020 年至今：复星入主，实现全方位治理赋能 .....	9
二、行业调整期底部蓄势，巩固强化渠道信心 .....	12
(一) 产品端：“老酒战略”为基，逆势完成多价格带布局 .....	12
(二) 渠道端：“3+6+4”模式保障渠道短中长期利益，增强渠道信心 .....	15
(三) 区域端：聚焦打造基地市场，以点带面突破弱势市场 .....	18
(四) 营销端：打造品牌 IP，汇聚圈层资源开展全生态营销 .....	20
三、曙光初现，内功增强，反转弹性可期 .....	21
(一) 曙光初现：营收增速边际改善，经营拐点或已确立 .....	21
(二) 内功增强：平台化管理模式领先行业 .....	21
(三) 复苏可期：强渠道推力下，有望获得更强向上势能 .....	23
(四) 成长路径：双品牌布局下，有望互相借力实现增长 .....	24
四、盈利预测和投资建议 .....	25
五、风险提示 .....	27

## 图表索引

图 1: 90 年代初白酒产能快速扩张, 处于卖方市场 .....	6
图 2: 白酒上市企业营收 (1998A、单位: 亿元) .....	6
图 3: 2001-2009 年间多数年份舍得营收增速慢于白酒行业上市企业中位数 .....	7
图 4: 2013 年需求承压, 行业迎来周期拐点 .....	8
图 5: 行业拐点下舍得成长势头受阻 .....	8
图 6: 2016-2019 年公司营收随行业一同实现较快增长 .....	9
图 7: 舍得酒业股权结构 (截至 2025 年三季度) .....	9
图 8: 组织架构上进行分品牌、分渠道专业化运作 .....	11
图 9: 2020 年高端酒批价上涨, 打开次高端成长空间 (单位: 元/瓶) .....	11
图 10: 2020-2023 年间公司实现汇量式增长 .....	11
图 11: 24Q3 起舍得率先步入调整期 (表内指标为酒企单季度营收增速) .....	12
图 12: 舍得分价格带营收占比 .....	13
图 13: 分价格带营收增速 .....	13
图 14: 老酒具备较强的收藏升值属性 (单位: 元/瓶) .....	14
图 15: 舍得老酒采用“坛储+瓶储”双年份标识设计 .....	14
图 16: 舍得酒业基酒储备充裕 (单位: 万吨, 截至 2024A) .....	15
图 17: 舍得酒业资本开支变化 (单位: 亿元) .....	15
图 18: 行业调整期品味舍得价盘相对稳定 (单位: 元/瓶) .....	17
图 19: 舍得经销商数量变化 (单位: 个) .....	17
图 20: 舍得酒业划分为重点、提升发展、潜力三类市场 .....	19
图 21: 舍得酒业分区域营收占比 .....	19
图 22: 舍得酒业分区域营收同比增速 .....	19
图 23: 联合凤凰网打造 IP 节目《舍得智慧人物》 .....	20
图 24: 舍得酒业广宣推广投放力度较大 (2024A) .....	20
图 25: 复星集团产业矩阵 .....	20
图 26: 沱牌舍得文化旅游区导览图 .....	20
图 27: 1Q13-4Q16 主要酒企单季度营收增速 (单位: %) .....	21
图 28: 24Q3 舍得率先步入调整期 (表内指标为主要酒企单季度营收增速) .....	21
图 29: 舍得酒业销售人员密度领先行业 .....	22
图 30: 舍得酒业经销商扁平化程度领先行业 .....	22
图 31: 调整期舍得酒业经销商数量基本保持稳定 .....	23
图 32: 舍得酒业合同负债周转速度领先行业 (单位: 次/年) .....	23
图 33: 2013-2015 年主要次高端白酒股价变化幅度 (单位: %) .....	23
图 34: 次高端白酒企业调整后 PE 估值 (2013 年末) .....	23
图 35: 2021 年至今主要次高端白酒股价变化幅度 (单位: %) .....	24
图 36: 次高端白酒企业调整后 PE 估值 (2025 年末) .....	24
图 37: 汾酒省外扩张路径之于舍得有参考意义 .....	25
表 1: 舍得名列第五届国家评酒会的十七大名酒, 名酒底蕴深厚 .....	5
表 2: 2001 年起白酒开始征收从量税 .....	6

表 3: 天洋入主后提出“优化生产, 颠覆营销” .....	8
表 4: 舍得酒业现任管理层梳理 (2024A) .....	10
表 5: 舍得酒业产品矩阵 .....	13
表 6: 首个坛储老酒团体标准 (T/CNFIA-195-2024) 于 2024 年发布 .....	14
表 7: 舍得酒业“3+6+4”老酒战略 .....	16
表 8: 舍得酒业渠道模式梳理 .....	18
表 9: 舍得酒业盈利预测 (百万元) .....	26
表 10: 主要白酒企业估值情况对比 .....	27

## 一、名酒底蕴深厚，复星入主后全面赋能

作为川酒六朵金花之一，舍得酒业名列第五届评酒会十七大名酒，品牌底蕴深厚。舍得酒业前身为沱牌曲酒，发源于四川省遂宁市射洪县。据《华阳国志》及《射洪县志》记载，射洪酿酒始于西汉，兴于唐宋，盛于明清，壮大于当代。1945年，前清举人马天衢取“沱泉酿美酒，牌名誉千秋”之意，命名“沱牌曲酒”。1951年12月，射洪县政府对泰安作坊进行公有制改造，建立射洪县实验曲酒厂。1989年沱牌曲酒入选第五届国家评酒会的十七大名酒，与五粮液、泸州老窖、剑南春等品牌并称为“川酒六朵金花”，有着深厚的品牌底蕴。

表 1：舍得名列第五届国家评酒会的十七大名酒，名酒底蕴深厚

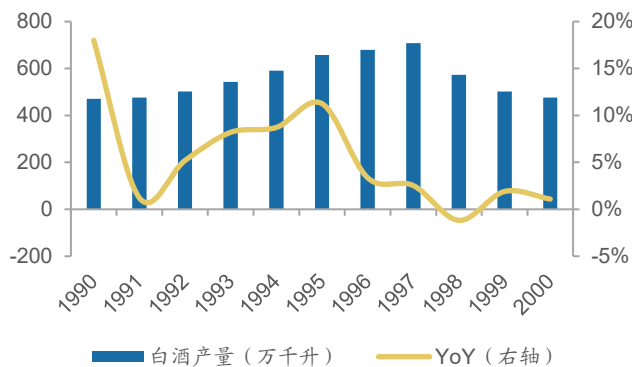
年份	称号	获奖品牌
1952	四大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖特曲、西凤
1963	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、茅台、西凤、汾酒、董酒
1979	八大名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河、董酒、泸州老窖特曲
1984	十三大名酒	茅台、汾酒、五粮液、洋河、剑南春、古井贡酒、西凤、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、郎酒
1989	十七大名酒	茅台、汾酒、五粮液、洋河、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、 <b>沱牌曲酒</b>

数据来源：酒评网，广发证券发展研究中心

### （一）90 年代：产能为王，舍得以低价策略全面打开市场

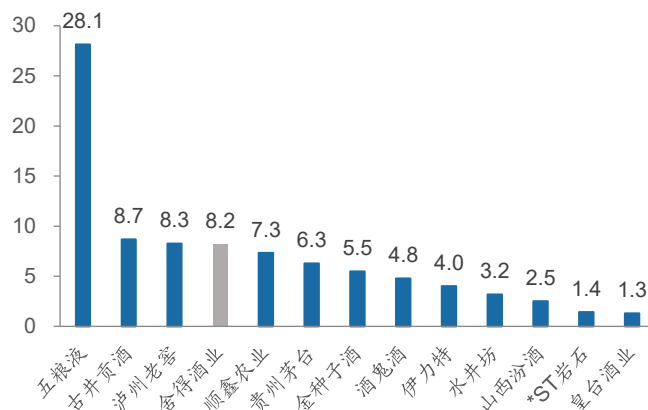
产能为王的时代背景下，公司以低价策略快速打开市场，打下消费者基础。90年代前期国营糖酒公司为白酒主流的分销渠道，酒店餐饮、烟酒店流通渠道等模式尚处于萌芽阶段，行业整体处于卖方市场，多数主流酒企聚焦于扩产和产品提价两大工作，抓住改革开放的机会提升自身酒厂效益；90年代后期受益于电视兴起，以徽酒和鲁酒为代表的企业（如高炉家、双轮酒、孔府家等）率先采取电视广告营销模式，以迅速提升品牌知名度。彼时公司作为川酒六朵金花之一，于1993年完成现代企业制度改造并在1996年上市。产品端主要聚焦于沱牌系列酒，采用低价营销方案对中低端价格带进行布局，迅速占领五元以下白酒市场，为公司打下了牢固的消费者认知基础。根据公司官网披露的数据，“中国名酒沱牌曲酒系列”累计销售超过50亿瓶白酒。

图 1: 90年代初白酒产能快速扩张, 处于卖方市场



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 白酒上市企业营收 (1998A、单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 2001-2009 年: 战略资源缺失, 错失“黄金十年”发展机遇

消费税从量征收, 行业整体升级背景下, 公司先后推出“舍得”、“陶醉”、“吞之乎”等品牌进军高端市场。2001年消费税由从价征收改为从价+从量复合征收, 在从价税的基础上加征0.5元/500ml的从量税。舍得酒业由于前期聚焦于中低档产品, 受税改影响较重, 2001年当年税金及附加同比增加101%至0.8亿元, 归母净利润同比下滑69.9%至0.3亿元。同时受税改影响, 公司当年推出“舍得”品牌, 并先后在2007、2010年推出“陶醉”、“吞之乎”等品牌, 尝试将向中高端价格带进行突破。

表 2: 2001年起白酒开始征收从量税

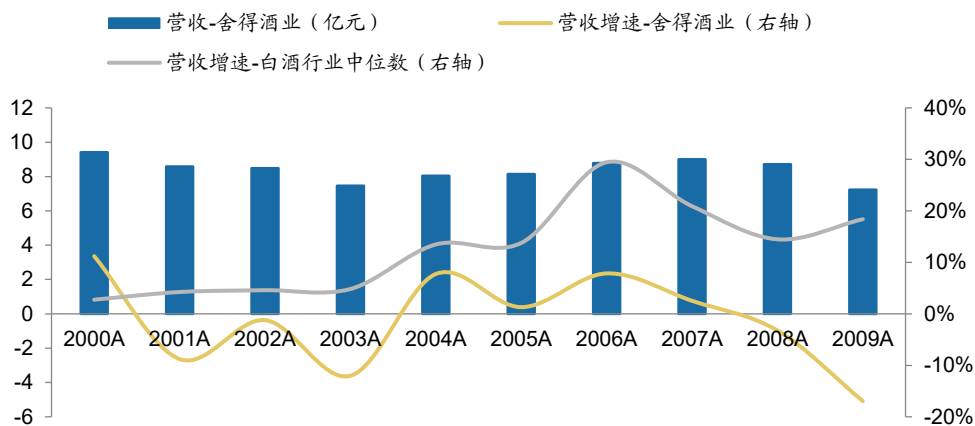
年份	相关政策	从价税率	计税价格	从量税率
1994	《中华人民共和国消费税暂行条例 (1994年)》	粮食白酒 25%	—	—
		薯类白酒 15%		
2001	《国家税务总局关于调整酒类产品消费税政策的通知》	粮食白酒 25%	—	每斤(500克)0.5元
		薯类白酒 15%		
2006	《财政部、国家税务总局关于调整和完善消费税政策的通知》	20%	—	每斤(500克)0.5元 或 0.5元/500毫升
2009	《白酒消费税最低计税价格核定管理办法(试行)》	20%	出厂价 50%-70%	每斤(500克)0.5元 或 0.5元/500毫升
2017	《关于加强白酒消费税征收管理的通知》	20%	出厂价 60%	每斤(500克)0.5元 或 0.5元/500毫升

数据来源: 财政部、国家税务总局官网, 广发证券发展研究中心

战略资源缺失, 舍得错失“白酒黄金十年”发展机遇。虽然公司推出了多个定位中高端的新品牌, 但沱牌药业等异业的经营分散了公司的战略重心。同时公司长期专注于低端酒的运营, 缺乏酒店、企业团购等发展高端酒所必须的渠道资源, 受制于

国企机制，在渠道管理、营销费用投放上均存在掣肘。战略重心的分散、高端白酒运营经验与渠道资源的缺失、运营机制的掣肘共同导致公司错失了“白酒黄金十年”的发展机遇，营收长时间未能突破10亿元门槛。

图 3：2001-2009年间多数年份舍得营收增速慢于白酒行业上市企业中位数



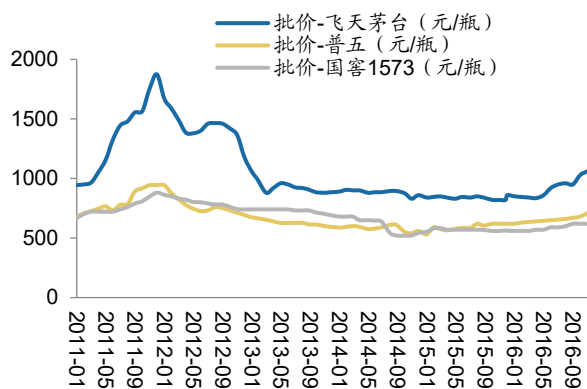
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （三）2010-2015年：明确双品牌战略，迎来行业周期拐点

**明确“舍得+沱牌”双品牌战略，逐步追上行业升级脚步。**2010年随着飞天、普五等高端酒批价的上行，次高端价格带持续扩容，以舍得为代表的次高端酒企迎来第一轮发展机遇。公司在2010年明确“舍得+沱牌”双品牌战略的同时，对渠道模式进行梳理，实行以“企业、合作伙伴、品牌推广公司”三位一体的市场运作模式。扩充销售人员规模、加大营销费用投入，实现品牌影响力提升。随着公司自身品牌战略的明确、营销机制的理顺，2010-2012年间公司乘次高端扩容东风，营收复合增速达到+39.4%。

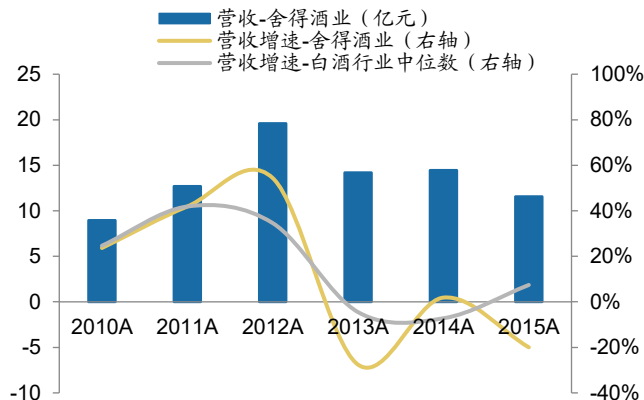
**2013年行业步入调整期，成长势头受阻。**2012年末随着“八项规定”的推出、宏观经济增速的下台阶，白酒行业迎来需求拐点，高端酒批价持续回落，次高端需求受到挤压，2013-2015年白酒行业营收复合增速-3.6%。这一阶段公司与行业一同步入调整期，业绩承压、成长势头被打断。从战略上来看，公司调整期积极布局腰部价格带（推出舍得酒坊等产品）以应对需求变化。

图 4：2013年需求承压，行业迎来周期拐点



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：行业拐点下舍得成长势头受阻



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### （四）2016-2019 年：天洋时代，强化“舍得”品牌高端定位

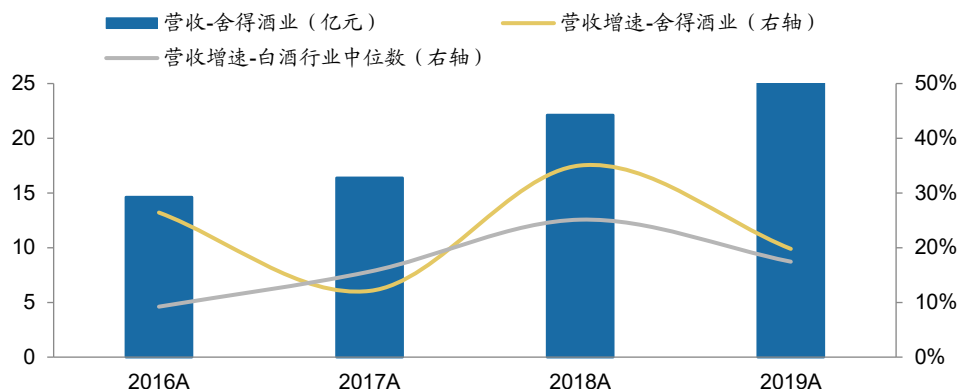
天洋入主后精简产品线，弱化中低档产品。2016年天洋控股通过收购沱牌舍得集团70%股权成为上市公司的实控人，公司正式完成民营改制。这一阶段随着商务场景对政务需求的取代，白酒需求持续修复，高端酒批价重回上行周期。在此背景下，天洋入主公司后在战略上提出“优化生产，颠覆营销”。**（1）产品层面：精简产品线，弱化中低档产品。**确立“舍得酒，每一瓶都是老酒”的品牌口号。全方位加大品牌宣传。同时大量缩减中低端产品，砍去沱牌定制产品，推出新品“智慧舍得”并加大营销投入力度，舍得品牌定位在这一时期获得拔升。**（2）渠道层面：采用厂商“1+1”模式，扁平化招商。**改由厂家承担渠道建设、终端服务费用，逐步由“商家为主，厂家为辅”转向“厂家为主，商家为辅”，加强对终端的掌控力，并全国进行扁平化招商。**（3）人员层面：**大幅扩招销售人员、增加人员薪酬、实现市场化激励机制并在2018年底完成股权激励计划。这一阶段公司营收复合增速达22%，虽慢于行业中位数水平，但仍实现较快增长。

表 3：天洋入主后提出“优化生产，颠覆营销”

	主要措施
产品层面	精简产品线弱化中低档产品。确立“舍得酒，每一瓶都是老酒”的品牌口号，全方位加大品牌宣传同时缩减大量中低端产品，砍去沱牌定制产品，推出新品“智慧舍得”
渠道层面	采用厂商“1+1”模式，扁平化招商。改由厂家承担渠道建设、终端服务费用，逐步由“商家为主，厂家为辅”转向“厂家为主，商家为辅”，加强对终端的掌控力，并全国进行扁平化招商
人员层面	大幅扩招销售人员、增加人员薪酬、实现市场化激励机制并在2018年底完成股权激励计划，这一阶段公司营收复合增速达22%，虽慢于行业中位数水平，但仍实现较快增长

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6: 2016-2019年公司营收随行业一同实现较快增长



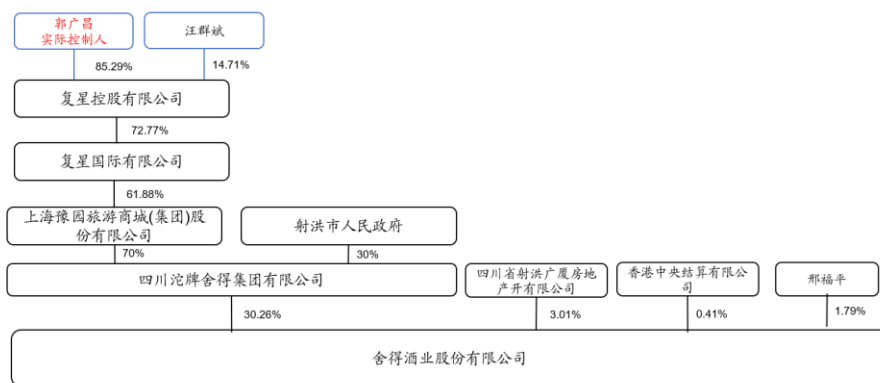
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司治理出现问题，大股东被动退出。这一阶段由于大幅收缩定制产品线，大商有部分流失。公司治理层面，大股东天洋集团作为主营房地产的企业，由于上市公司体外资产出现现金诉求，多次向舍得集团及舍得酒业寻求资金拆借。2020年3月，由于天洋及关联方未及时偿还上市公司占用资金本息，其持有的上市公司股权被进行司法拍卖。

### (五) 2020年至今: 复星入主, 实现全方位治理赋能

2020年复星集团拍卖竞得舍得集团70%股权, 成为上市公司控股股东。2020年12月, 复星集团经过竞拍, 通过豫园股份拍下天洋所持有的沱牌舍得集团70%股权, 复星集团主席郭广昌成为上市公司的实际控制人。复星作为国内的头部民营企业之一, 产业投资范围广、运营能力突出, 于舍得酒业而言, 在圈层营销方面的协同资源上, 复星集团较历任控股股东均更为丰富。

### 舍得酒业股权结构 (截至2025年三季度)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

着手解决历史遗留问题, 实现全方位治理赋能, 逐步走向平台化。复星接棒后, 保留了原有销售、生产团队和部分高管, 重新任命多位董事、副总裁, 并重塑了组织架构, 对产品线、渠道体系进行重新梳理。(1) 管理团队方面: 目前由舍得酒业原有

团队与复星系人员、射洪市共同对公司进行管理。现任董事长蒲吉洲先生内部提拔，历任舍得酒业一分厂，四分厂厂长，行政中心副总监，吉林沱牌农产品开发公司总经理等职务。现任总裁唐琿有着丰富的快消品管理经验，历任控股股东豫园股份的总裁高级助理。其他高管、董事分别来自复星系企业、舍得酒业内部提拔与射洪市政府。

**(2) 激励层面看：**2021年公司经营业绩大幅提升情形下，员工经营绩效奖励突出，管理层平均薪酬显著增长，并在2022年再次推出股权激励计划。

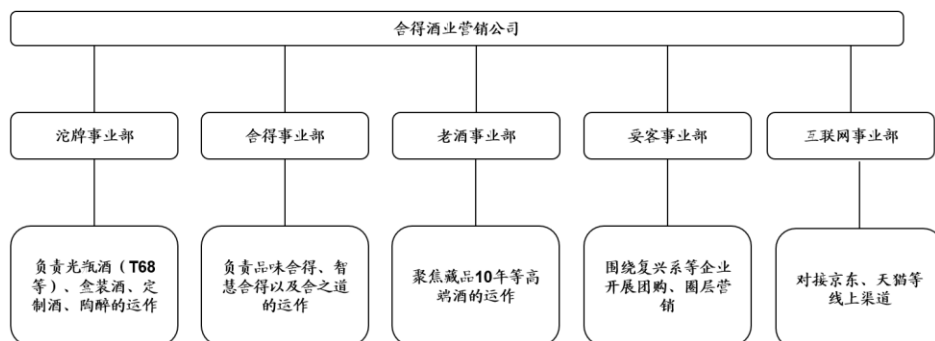
**(3) 组织架构上：**分品牌、分渠道进行专业化运作。将销售组织划分为“要客事业部、老酒事业部、舍得事业部、沱牌事业部、互联网事业部”五大事业部，针对不同价格带产品、不同渠道分事业部进行专业化运作。管理组织更加扁平化，逐步走向平台化发展。

**表 4：舍得酒业现任管理层梳理（2024A）**

姓名	职务	薪酬 (万元)	年龄	简介
蒲吉洲	董事长	270	54	历任舍得酒业股份有限公司一分厂，四分厂厂长，行政中心副总监，吉林沱牌农产品开发公司总经理，沱牌热电公司经理，四川沱牌舍得集团有限公司董事，舍得酒业股份有限公司副总裁，副董事长，联席董事长，总裁。
唐琿	总裁	244	44	历任宝洁大中华区分销商渠道销售副总裁，宝洁大中华区口腔护理事业群总裁，豫园股份总裁高级助理。
吴毅飞	联席董事长	—	45	长期从事产业投资工作，在大消费及物流供应链领域有丰富经验。现任豫园股份副总裁、金徽酒股份有限公司董事、四川沱牌舍得集团有限公司董事长、舍得酒业股份有限公司联席董事长
饶家权	副总裁	183	58	历任四川沱牌曲酒股份有限公司科技科科长、科研所副所长、生技部部长、一厂厂长、生技中心总监、副总工程师。现任舍得酒业股份有限公司副总裁、首席质量官、技术研究院院长、生产中心总经理、EHSQ管理委员会办公室副主任。
张萃富	副总裁	186	54	历任四川沱牌曲酒股份有限公司生技部设备室技术员、动力车间副主任、主任，四川沱牌玻璃厂厂长。现任舍得酒业股份有限公司副总裁、贵州夜郎古酒庄有限公司总裁。
罗超	副总裁	181	44	历任陕西安康星泓天贸城开发有限公司党委书记、总经理，成都星泓投资有限公司副总裁、执行总裁，上海星泓投资控股有限公司副总裁，上海复地产业发展集团有限公司副总裁，上海复豫酒业（集团）有限公司执行总裁。现任四川沱牌舍得集团有限公司副董事长、舍得酒业股份有限公司副总裁。
王勇	副总裁	100	43	历任四川省遂宁市委综合室主任，四川省射洪市人民政府副市长，四川沱牌舍得集团有限公司党委书记、监事会主席、副董事长。现任舍得酒业股份有限公司副总裁、遂宁特区项目部负责人，四川沱牌舍得营销有限公司战略客户工作执行组负责人，四川沱牌生物科技有限公司董事长。
张伟	董事会秘书	131	47	历任武汉凡谷电子技术股份有限公司董事、董事会秘书，晋商联盟控股股份有限公司总裁助理，浙江凯恩特种材料股份有限公司董事，曼德电子电器有限公司资本总监，舍得酒业股份有限公司总裁助理。现任舍得酒业股份有限公司董事会秘书。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

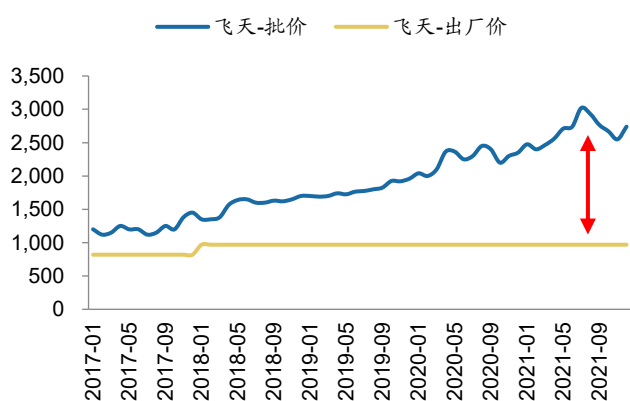
图 8：组织架构上进行分品牌、分渠道专业化运作



数据来源：Wind、公司官网，广发证券发展研究中心

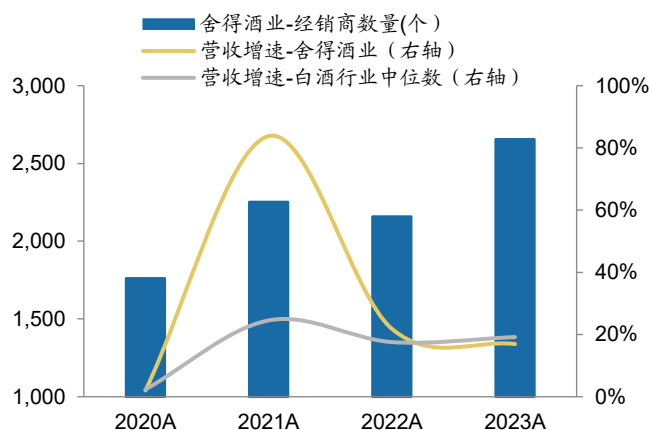
**2020-2023年：高端酒批价步入上行区间，投资性需求催生“老酒热”，舍得通过招商实现汇量式增长。**2020年春节疫情短暂扰动后需求快速回复，2021年迎来历史最旺春节，强需求下高端酒批价步入正循环向上周期，投资需求下不断自我强化，普飞批价较上轮周期顶点增长超50%，带动酱酒以及600~800元次高端价格带持续扩容，同时年份老酒的金融收藏属性得到增强。舍得酒业受益于次高端价格带的扩容、治理改善以及打造的老酒概念，通过招商快速实现汇量式增长，经销商数量从2017年末的1402家增长至2023年末的2655家，2020-2023年营收复合增速达+27.9%。

图 9：2020年高端酒批价上涨，打开次高端成长空间  
(单位：元/瓶)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

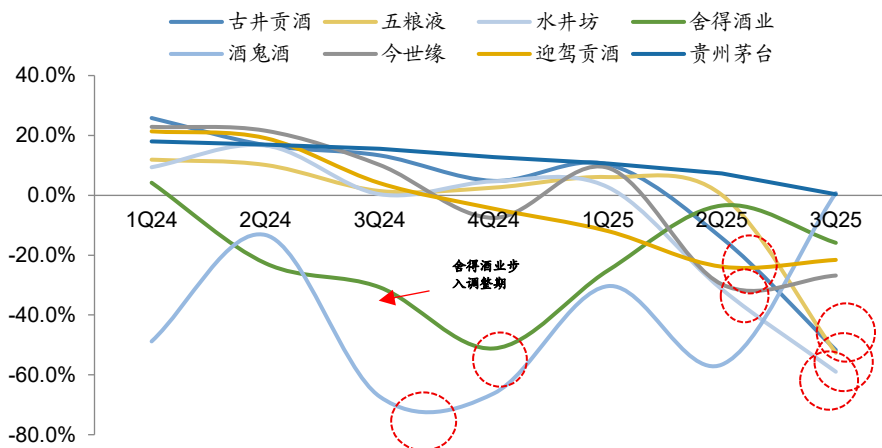
图 10：2020-2023年间公司实现汇量式增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**2024年至今：需求承压，舍得凭借灵活机制率先调整，稳固渠道信心。**宏观环境承压下，2024年起白酒行业需求持续走弱，行业进入去库存周期，渠道泡沫开始挤出。酒企报表开始出清。2025年“518新政”后需求进一步承压，行业加速出清。舍得凭借灵活的机制优势，表端业绩率先于24Q3开始出清，调整时间领先于行业，有效纾解渠道压力、稳固经销商信心。

图 11: 24Q3起舍得率先步入调整期 (表内指标为酒企单季度营收增速)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 红圈为近 7 个季度内单季度营收下滑幅度最大的季度

## 二、行业调整期底部蓄势，巩固强化渠道信心

### (一) 产品端：“老酒战略”为基，逆势完成多价格带布局

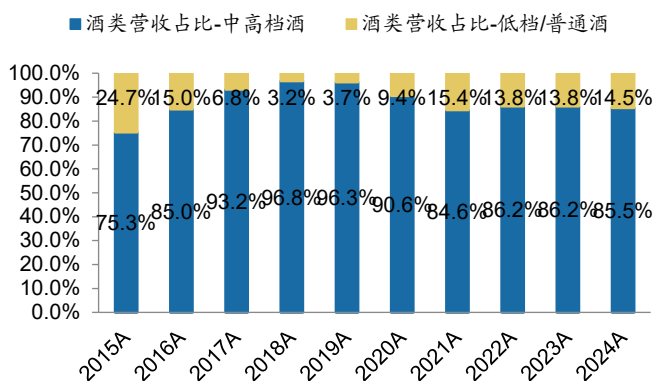
公司产品矩阵围绕“舍得+沱牌”双品牌战略展开，聚焦藏品10年、品味舍得、舍之道、T68四大核心单品，实现全价格带布局。2021年复星入主后重新恢复沱牌销售，提出“双品牌战略”：构建以“舍得”“沱牌”为两大核心品牌，“天子呼”“吞之乎”“陶醉”“夜郎古”为培育性品牌的品牌矩阵。公司核心产品布局次高端及光瓶酒价格带，并通过打造藏品舍得推动品牌力向千元以上提升。

- (1) **品味舍得**：作为公司第一大核心单品与营收的基本盘，聚焦300-500元次高端价格带。调整期内控货挺价，去化渠道库存，稳定价盘。
- (2) **藏品舍得**：向上布局千元高端酒价格带，打开品牌长期向上成长空间。数字化赋能下，前期采用“全国化平台商模式”，通过“厂家品牌授权+经销商股份制”合作模式，增强经销商前期推广开拓市场的动力。2024年升级为“复合型渠道运作模式”+“1310圈层运作模式”，目前已完成华北、华东等核心市场布局，渠道终端突破1800家。
- (3) **舍之道**：定位200元价格带，作为渠道深耕下沉的抓手，注重打造核心乡镇消费氛围，主要针对二三线城市及乡镇市场的宴席、大众场景进行布局。
- (4) **沱牌T68**：聚焦发展50元以上浓香型高线光瓶酒，基酒窖藏年限不低于4.5年，彰显高品质，渠道端在主力城市聚焦大众餐饮，核心有效网点的打造，作为90年代产销量前列的产品，以“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”唤醒消费者记忆。

**本轮调整期公司逆势完成对高线光瓶酒、千元以上价格带的布局。**公司2024年中高档/普通酒分别实现营收41/7亿元，普通酒产品（沱牌特级T68、沱牌酒等）占比由2019年的3.2%逐步提升至2024年的12.9%。公司2025年沱牌特级T68同比销售增幅

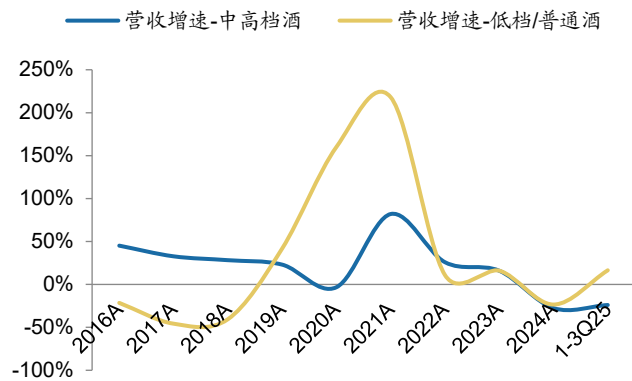
较大，藏品10年亦在2025年实现高速增长。

图 12: 舍得分价格带营收占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 分价格带营收增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 舍得酒业产品矩阵

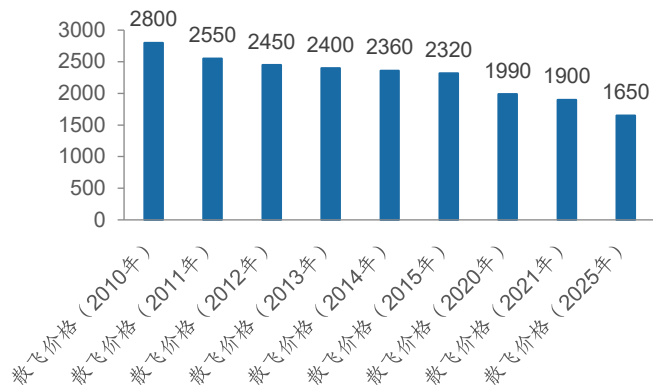
价格带	产品名称	香型	图片	发布时间	基酒酒龄	终端价 (元/瓶)	简介
高端 (800元+)	舍得天子乎	陈香型		2018年	大于等于20年	6854	天子呼64.5度20年原度老酒酒体甄选自中国食品文化遗产百年老窖池, 取底槽中段原酒精华, 经过20年去燥留醇进行陈酿、自然挥发, 留醇菁华。
	舍得春之呼	酱香型		2018年	大于等于20年	2010	春之乎酒仅选择10年以上的上乘酱香基酒酿制, 年产量万樽, 内涵深邃, 低调奢华, 为中国生态酱香白酒领袖品牌。国宝级白酒的稀缺价值在继承传统酱香酿造工艺精髓基础上, 承袭古法选陈藏10年以上的上乘基酒调制成。
	舍得藏品10年	浓香型		2023年	大于等于10年	1299	藏品舍得10年, 历经岁月陈藏的十载佳酿, 主体基酒10年以上贮存, 20年调味酒, 整体陈香复合, 老陈味重, 具有典型的老酒风格。藏, 是更好的老酒。舍得十年光阴, 舍得十载匠心, 舍得持之以恒。藏, 为老酒韵。
高线次高端 (600-800元)	舍得 (中国智慧)	浓香型		2024	8年以上	915	国家级大师甄选8年以上基酒、15年以上调味酒手工调制, 如瓷质般“陈柔优美”。以“陈”赋魂以“柔”化骨诠释岁月雕琢的东方陈柔之美。
	舍得智慧	浓香型		2018年	大于等于8年	579	智慧舍得酒, 原酒坛贮8年以上, 并以15年以上稀有陈酒调味而成, 成就智慧人士的犒赏。舍得系列之核心战略单品, 2018年上市。
	品味舍得 (藏品)	浓香型		2020	大于等于8年	547	品味舍得(藏品), 原酒坛贮8年以上, 以15年以上稀有陈酒调味而成, 成就浓香老酒的上乘之作。
低线次高端 (300-600元)	舍得品味	浓香型		2001年	大于等于6年	365	品味舍得, 出自国家级非物质文化遗产代表性传承人亲手, 原产地域生态酿造, 6年基酒, 15年以上调味酒, “陈香舒适, 圆润丰满”, 堪称浓香老酒经典品味。酒如人生, 恰逢其味, 舍得间品味人生。
	舍得自在	浓香型		2025年		329	低度畅饮型白酒, 采用降度固香风味重组技术, 实现温和酒体与饱满风味的精妙平衡, 口感甘润细腻, 陈香、甜果香优雅舒适
中高端 (100-300元)	舍之道	浓香型		2022年		188	舍之道酒, 具有“醇厚绵柔、细腻圆润”的显著特点。
	夜郎古酒	酱香型				185	清澈透明, 酒体协调, 饮用舒适, 酱香口感正宗。
	沱牌曲酒 (80年)	浓香型		2013年	大于等于6年	310	还原20世纪80年代沱牌曲酒经典产品; 经纯粮固态发酵, 生态六粮酿造, 口感纯净细腻, 酒香层次更丰富, 回味更为悠长, 能喝出时间的味道。
大众 (100元以下)	沱牌特級168	浓香型		2024年升级上市		68	产自650万平方米生态酿酒园, 兼精选生态六粮, 100%纯粮固态酿造而成, 再经层层优选, 摘取中段优质原酒, 达到特級标准, 带来美妙的醇、香、顺的饮用感受。
	沱牌特曲	浓香型				66	沱牌特曲产自650万平方米生态酿酒园, 秉承千年国家级非物质文化遗产酿造工艺, 精选生态六粮, 100%纯粮固态酿造而成, 再经层层优选, 摘取中段优质原酒, 达到特級标准, 带来美妙的醇、香、顺的饮用感受
	沱牌六粮	浓香型		2021年		50	沱牌六粮酒依托公司绿色粮食基地, 充分发挥生态原粮的“天然本色”, 高粱香, 玉米甜, 小麦润, 糯米绵, 大米净, 大麦利制曲, 多粮酿造, 酒更好。
	舍得陶醉	浓香型		2013年		85	陶醉酒, 沱牌集团公司继舍得酒之后推出的又一战略品牌。“人生百味皆陶醉”, 作为沱牌针对中等时尚休闲商务用酒市场推出的一款概念的产品, 包装具有中国传统文化特色又具有现代时尚感。口感柔和淡雅, 让人体味心安而静, 悠然自得的人生妙感。

数据来源: 天猫商城、京东商城、公司官网, 广发证券发展研究中心

舍得品牌以“老酒”作为核心差异化卖点, 打造“坛储+瓶储”双年份标识构建消费者认知、形成文化传播。2019年天洋时代率先提出“老酒战略”, 复星入主后升级为“老酒战略2.0”, 设立老酒事业部并相应增设老酒产品线, 目标成为“老酒品类第一品牌”。2020年公司首次在品味舍得产品上采用“原酒坛储年份+装瓶年份”双年份标识, 明确坛储时间不低于6年, 树立“每一瓶都是老酒”的品牌形象。消费者可通

过扫描二维码直观感受到每瓶老酒的动态酒龄（基酒酒龄+瓶储时间）。老酒具备较强的投资、收藏、升值属性。陈年贮藏可使白酒口感更加浓郁，且高品质年份老酒数量稀缺，老酒价格随年份持续增长，当前2010年出厂的飞天茅台零售价高于2025年出厂的飞天茅台1000元/瓶左右。

图 14: 老酒具备较强的收藏升值属性 (单位:元/瓶)



数据来源: 草根调研, 广发证券发展研究中心

图 15: 舍得老酒采用“坛储+瓶储”双年份标识设计



数据来源: 舍得天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

以首个坛储老酒团体标准的传播为契机，稳固“老酒壁垒”，强化老酒功能价值表达。老酒在贮存方式上主要分为瓶储年份老酒和坛储年份老酒。瓶储老酒即灌入瓶中后进行储存的老酒，收藏升值属性相较坛储老酒更高，对比之下坛储酒在陶坛中储存，产品品质更高。此前由于缺乏行业标准，“坛储”和“瓶储”都处于模糊定义状态。2024年随着公司牵头的《坛储老酒（浓香型白酒）》团体标准的发布，明确要求基酒贮存年限不低于5年，采用陶坛或不锈钢容器陈酿，规范了生产工艺、感官特征和质量要求，填补了老酒产品标准体系空白，提高了竞争对手的进入门槛。此外，随着行业步入调整期，在老酒的收藏价值外，公司开始逐步强化老酒“醉得慢、醒得快，更舒适”的功能价值表达。

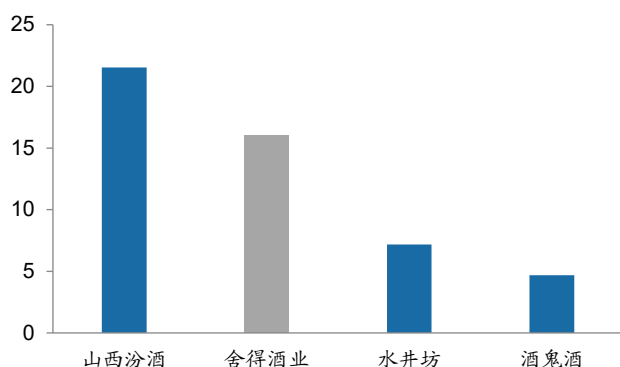
表 6: 首个坛储老酒团体标准 (T/CNFIA-195-2024) 于2024年发布

	标准
生产要求	原料要求: 以优质粮谷为原料, 采用浓香大曲作糖化发酵剂 发酵工艺: 泥窖固态发酵, 固态蒸馏后量质摘酒 贮存条件: 基酒需在陶坛或不锈钢容器中陈酿 5 年以上
产品质量要求	基酒贮存年限不低于 5 年, 采用陶坛或不锈钢容器陈酿
检验要求	应按《白酒检验规则和标志、包装、运输、贮存》(GB/T 10346) 执行
标识要求	产品标签应符合《预包装食品标签通则》(GB 7718)、《食品安全国家标准 蒸馏酒及其配制酒》(GB 2757) 的规定, 包装储运图示标志应符合《包装储运图形符号标志》(GB/T 191) 的规定。预包装产品应标识产品类型“固态法白酒”、“浓香型白酒”, 预包装产品可标识基酒酒龄 > X 年。

数据来源: 中国食品工业协会, 广发证券发展研究中心

基酒储备充裕，增产扩建为老酒战略的长期可持续发展筑牢基石。公司自1976年起将每批次最优质的基酒均预留一定比例用于战略储藏，截至2024年窖藏基酒储量(半成品酒(含基础酒))近16万吨，且多数窖藏年限超6年，为老酒战略的可持续发展提供了坚实的基础。此外，公司2022年公告计划投资70.5亿元用于提升产能实力，预计建成后将新增年产原酒约6万吨，新增原酒储能约34.3万吨。

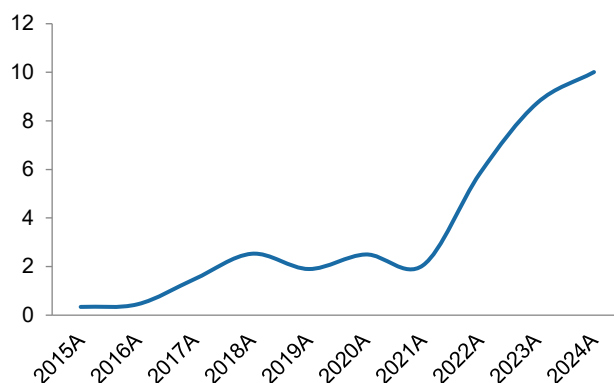
图 16: 舍得酒业基酒储备充裕 (单位: 万吨, 截至 2024A)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 统计口径为半成品酒(含基础酒), 酒企选择范围为次高端酒企

图 17: 舍得酒业资本开支变化 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 渠道端: “3+6+4” 模式保障渠道短中长期利益, 增强渠道信心

复星入主后, 于2021年发布“3+6+4”老酒战略, 明确与经销商的四种合作模式, 并依托六大原则确保经销商短中长期利益, 增强经销商对未来收益的预期。即通过“唯一性、长期性、低投入、高回报、灵活性、可回收”六大策略, 和“平台模式、加盟控价模式、KOL引领模式、团购直销模式”四大模式, 达到“品牌提质、产品提价、销售增量”三大核心目的。该模式根据经销商自身资源禀赋、区域特征, 灵活匹配适宜的合作机制、销售政策。同时, 通过低投入、高回报、可回收原则确保经销商短期利益的同时, 以经销权的唯一性、长期性承诺保障经销商中长期利益, 增强经销商对未来收益的预期。具体来看:

(1) “3”是老酒战略要达到的目的“品牌提质、产品提价、销售增量”。即通过老酒提升品牌价值感和美誉度, 通过老酒产品的溢价空间来提高客户的利润空间, 通过品牌提质和产品提价赢得更多消费者认可, 吸引更多客户参与经营, 最终实现销售增量。

(2) “6”是舍得酒业跟经销商如何合作的原则: 包括“唯一性、长期性、低投入、高回报、灵活性、可回收”。唯一性即同区域、同渠道、同价位产品只授予一家经销商进行运营; 长期性指与经销商签订中长期合约, 确保经销商中长期利益; 低投入指通过降低经销商单次打款要求、建立前置仓库等行动, 提高周转频率、减少经销商资金占用、提升经销商盈利水平并降低库存风险; 高回报指严守价格底线, 确保经销商的利润空间; 灵活性指根据区域市场特点, 因地制宜的制定销售政策; 可

回收指厂商进行背书，兜底性回收部分滞销产品。

**(3) “4”是四个良性发展的模式：包括平台运作模式、加盟控价模式、KOL（消费意见领袖）引领模式和团购直销模式。**平台运作模式即依托大商的影响力建立联合经销平台，平台商可以发展二级经销商进行供货。加盟控价模式下公司直接对经销商所在市场直接进行费用投入，采用控价销售模式，确保各销售环节客户的利润，同时严格遵循价格红线；KOL引领模式下公司按照规定价格直接进行供货，直接投入费用配合KOL展开圈层营销，并根据销量给予 KOL提成奖励；团购直销模式即以团购价格直销给重要客户，费用投入方案可灵活提报，通过优质客户的消费引领消费氛围。

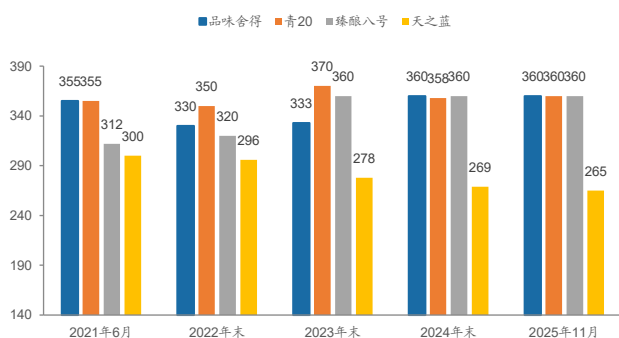
表 7：舍得酒业“3+6+4”老酒战略

三大目的	品牌提质	通过老酒提升品牌价值感和美誉度。
	产品提价	通过老酒产品的溢价空间来提高客户的利润空间。
	销售增量	通过品牌提质和产品提价赢得更多消费者认可，吸引更多客户参与经营，最终实现销售增量。
六个原则	唯一性	同区域、同渠道、同价位产品只授予一家经销商进行运营。
	长期性	与经销商签订中长期合约，确保经销商中长期利益。
	低投入	通过降低经销商单次打款要求、建立前置仓库等行动，提高周转频率、减少经销商资金占用、提升经销商盈利水平并降低库存风险。
	高回报	严守价格底线，确保经销商的利润空间。
	灵活性	根据区域市场特点，因地制宜地制定销售政策。
四个良性发展模式	平台模式	依托大商的影响力建立联合经销平台，平台商可以发展二级经销商进行供货
	加盟控价模式	公司直接对经销商所在市场进行费用投入，采用控价销售模式，确保各销售环节客户的利润，同时严格遵循价格红线
	KOL 引领模式	公司按照规定价格直接进行供货，直接投入费用配合 KOL 展开圈层营销，并根据销量给予 KOL 提成奖励
	团购直销模式	以团购价格直销给重要客户，费用投入方案可灵活提报，通过优质客户的消费引领消费氛围

数据来源：Wind、微酒、云酒头条，广发证券发展研究中心

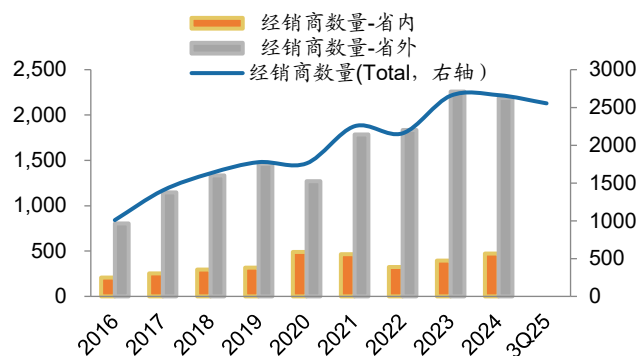
调整期内以“稳价格、控库存、强动销”为核心原则，保障经销商短期利益。2024年以来公司核心大单品品味舍得控量挺价，稳固价盘的同时协助经销商提升动销、去化库存。销售人员考核机制从分级制改为“271达成制”，保障70%达成目标的员工可获得奖金，避免销售人员因短期利益损害渠道关系。同时降低部分新增经销商首批打款额，缓解经销商现金流压力。持续强化市场基础动作，推动社会库存动销持续向好。

图 18: 行业调整期品味舍得价盘相对稳定 (单位: 元/瓶)



数据来源: 今日酒价, 广发证券发展研究中心

图 19: 舍得经销商数量变化 (单位: 个)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从公司渠道运行角度看, 日渐趋于扁平化、精细化、灵活化:

- (1) **经销商选择方面: 分区域、分产品进行招商运作。**在部分处于培育期或成长前期的区域仍然沿用大商制, 在多数已有一定势能/具备较好消费氛围的市场进行扁平化招商, 以县区经销商为主, “1+1”模式下以厂家为主导对市场进行开发。
- (2) **终端层面: 实施核心终端联盟体制度增强掌控力,**公司与门店签订销售协议并相应投入费用以保证终端门店推力。
- (3) **价盘管控方面: 通过后置返利+模糊返利进行控盘分利,**确保价盘稳定, 亦鼓励当地经销商以平台商模式整合渠道资源建立联合经销平台, 以压缩渠道层级, 保证渠道利润, 统一出货价格。
- (4) **线上、团购、青创等多渠道并行贡献增量:**线上区隔化产品进行开发。夯实传统电商, 提升标品价格, 发展新兴电商, 积极创造增量; 团购渠道充分挖掘和转化经销商、终端商、供应商、投资人的生态资源。青创模式以沱牌为样本产品进行试水, 低占款要求下吸引有一定社会资源的年轻群体成为公司经销商。

**表 8: 舍得酒业渠道模式梳理**

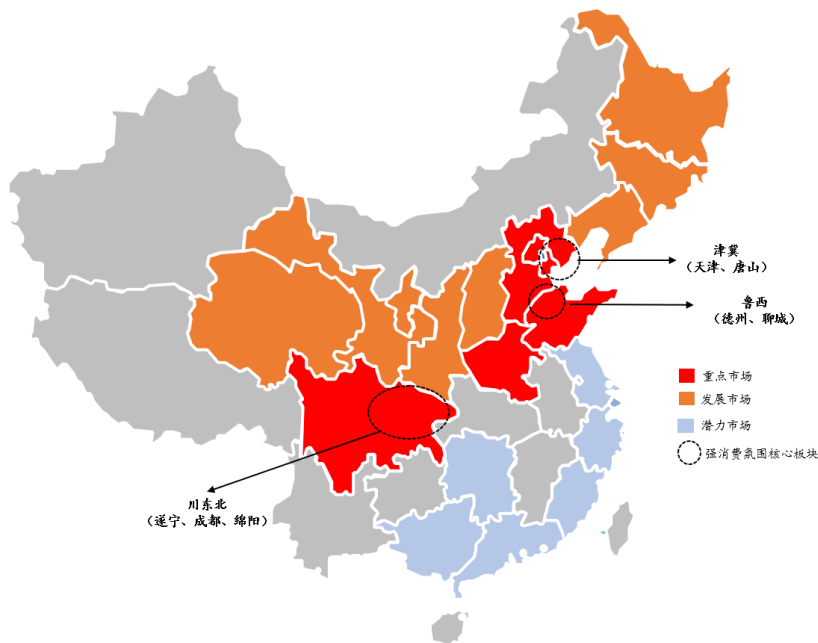
维度	具体措施
经销商选择	分区域、分产品招商运作,在培育期/成长前期区域沿用大商制;已有势能的市场推行扁平化招商,以县区经销商为主,主要采用“1+1”模式,由厂家主导进行市场开发。
终端层面	实施核心终端联盟体制度,与门店签订销售协议,并进行相应费用投入,保证终端门店的销售推力
价盘管控	采用后置返利+模糊返利进行控盘分利。确保价盘稳定。 鼓励经销商以平台商模式整合资源,建立联合经销平台,保证渠道利润,统一出货价格。
增量渠道	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>线上渠道:</b> 开发区隔化产品;夯实传统电商,发展新兴电商创造增量。</li> <li>• <b>团购渠道:</b> 深度挖掘并转化经销商、终端商等生态圈的资源。</li> <li>• <b>青创模式:</b> 以“沱牌”为样本产品试水,通过低占款要求吸引有社会资源的年轻群体成为经销商</li> </ul>

数据来源: Wind、微酒、公司 2025 年 3 月 22 日、3 月 23 日投资者关系活动记录表, 广发证券发展研究中心

### (三) 区域端: 聚焦打造基地市场, 以点带面突破弱势市场

公司将区域市场划分为重点市场、提升发展市场、突破潜力市场三类,因地制宜进行分级施策: (1) **重点市场:** 包括川、冀、鲁、豫区域,作为营收基本盘。公司在区域内已具备一定消费者基础与品牌影响力,调整期内聚焦于打造“小区域、高占有”的基地市场,在基地市场内实现全价格+全渠道布局; (2) **发展市场:** 包括东北、西北等区域,公司在这部分区域内有一定消费者基础与消费氛围。 (3) **潜力市场:** 包括华东、华南和环太湖区域,区域内经济发达且高端白酒消费氛围良好,但公司区域内营收占比较小,通过点状聚焦特定产品、渠道、区域打造样本点,以点带面扩散品牌影响力。

图 20: 舍得酒业划分为重点、提升发展、潜力三类市场

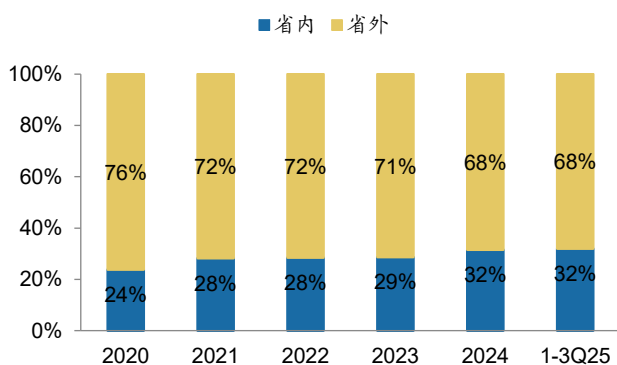


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

**调整期内聚焦打造“小区域、高占有”的基地市场，7个强势市场实现全价格+全渠道布局。**将遂宁经验复制到成都、绵阳、德州、聊城、天津、唐山等消费氛围较好的城市，打造基地市场。联动政商资源提升品牌和销售，依托大商整合政商资源、培育意见领袖。组织配称上形成小区域大组织，网格化管理，提升陈列面积，追求全价格带、全渠道覆盖，将重点市场打造为调整期内的业绩基本盘。

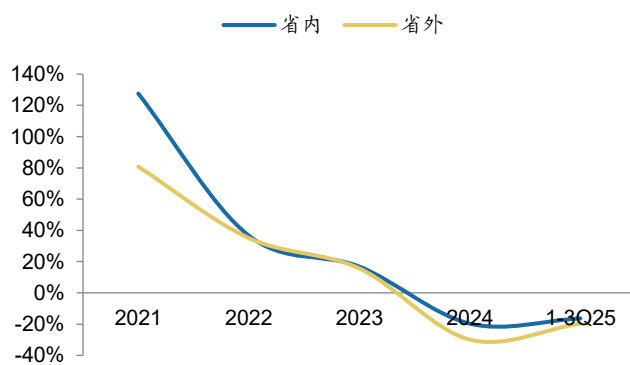
**弱势市场持续培育，以点带面实现突破。**弱势区域公司集中资源聚焦于点状区域内重点产品的打造，通过强势价位段带动其他价格带，以强势渠道带动其他渠道，以强势产品带动其他产品，最终以点带面实现消费氛围在区域间的扩散。在华东、华南坚定不移打造桥头堡，在苏锡常、杭嘉湖六个城市持续做深做透。

图 21: 舍得酒业分区域营收占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 舍得酒业分区域营收同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### (四) 营销端：打造品牌 IP， 汇聚圈层资源开展全生态营销

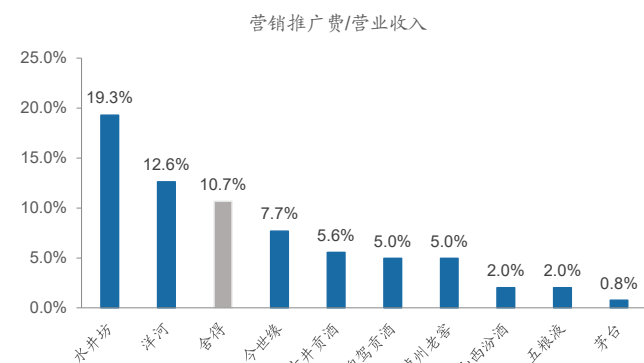
以电视节目IP打造、电视剧植入等方式完成销售费用空中投放，传递品牌价值主张，引起消费者共鸣。公司全面推动“品牌IP化、终端场景化、消费者社群化、行动数字化”的营销模式升级。**(1) 品牌培育层面看**，针对舍得品牌，联合凤凰网打造自有版权IP节目《舍得智慧人物》，2025年携手央视频《千古名篇》，打造“舍得×福”IP，传递品牌价值主张；2021年将舍得产品植入央视电视剧《小舍得》和《人世间》、推出《以舍得敬舍得》品牌公益广告，实现品牌价值观的输出，打造“智慧人生、品味舍得”、“以舍得、敬舍得”等知名Slogan。沱牌营销战略以“唤醒”和“焕新”为核心，将“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”这一90年代脍炙人口的广告词带回大众视线，引起消费者情感共鸣；**(2) 品类培育层面看**，为推动老酒文化更好落地。挖掘传统文化，上线播客《历史长河里的舍得故事》，助推品牌破圈传播；深度挖掘舍得老酒科研成果，以漫画形式对老酒进行趣味化传播，引导老酒消费。

图 23：联合凤凰网打造IP节目《舍得智慧人物》



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 24：舍得酒业广宣推广投放力度较大 (2024A)

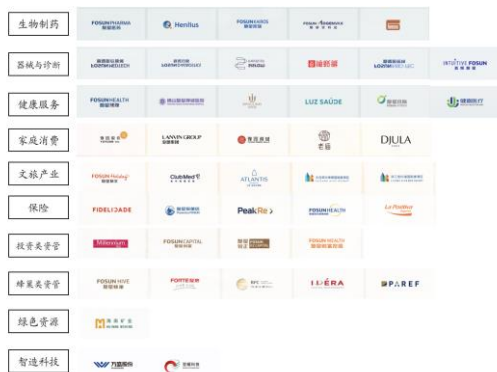


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

汇聚多方圈层资源，开展“全生态营销”。在政府+复星的资源加持下，全面发挥生态资源优势，形成全员营销之势，以蓬勃的发展活力，实现2025年市场新发展。充分挖掘和转化所有经销商、终端商、供应商、投资人等全方位生态资源。

推动酒旅融合，通过沉浸式体验重构消费者对老酒价值的认知体系。将地理空间的确定性转化为市场消费的确定性。将舍得酒厂从生产空间升维为文化符号的实体载体，使消费者在场景体验中增强对舍得老酒的价值认同。

图 25：复星集团产业矩阵



数据来源：复星集团官网，广发证券发展研究中心

图 26：沱牌舍得文化旅游区导览图



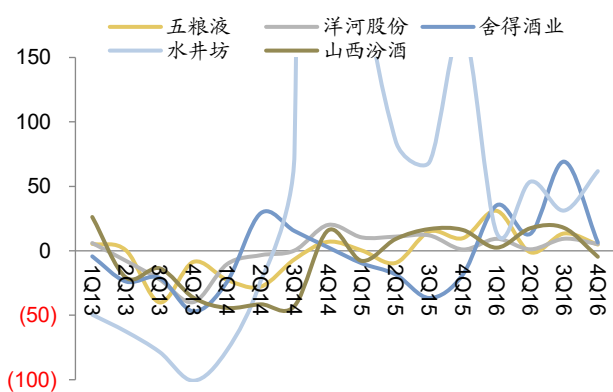
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

### 三、曙光初现，内功增强，反转弹性可期

#### (一) 曙光初现：营收增速边际改善，经营拐点或已确立

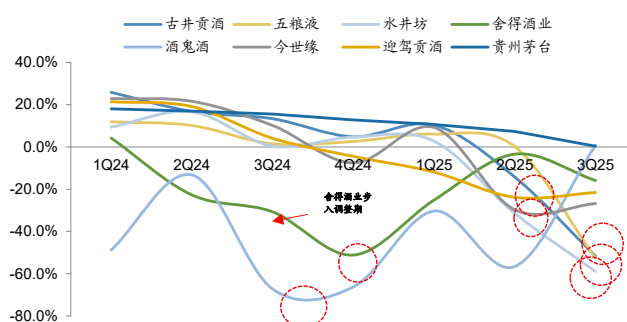
对比2013-2015年调整期，酒企营收增速的大幅边际改善往往意味着经营拐点的确立。从白酒企业调整期内的经营节奏规律看，单季度表端业绩的大幅下滑出清往往意味厂商开始务实面对需求问题，开启去库存周期，这一阶段公司表端业绩从与动销趋于一致逐渐转向弱于实际动销。业绩触底后营收增速的大幅边际改善往往代表着经销商库存出清已步入尾声（低库存下经销商恢复打款，针对可产生动销的产品进行补库，这一阶段表端业绩逐渐恢复至与动销一致），往往同步伴随着经营性拐点的确立。**复盘2013-2015年调整期：**2013年末五粮液、水井坊、洋河营收增速陆续触底反弹，2014年3、4季度汾酒、老窖触底后企稳反弹。**本轮：**宏观环境承压下，2024年起白酒行业需求持续走弱，行业陆续进入去库存周期，渠道泡沫开始挤出。酒企报表开始出清。2025年“518新政”后需求进一步承压，行业加速出清。舍得凭借灵活的机制优势，表端业绩率先于24Q3开始出清，调整时间领先于行业，25Q2、25Q3表端营收分别同比-3.4%、-15.9%，较24Q4、25Q1的-51.2%、-25.1%已出现较大幅度边际改善，经营拐点或已出现。

图 27: 1Q13-4Q16主要酒企单季度营收增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 24Q3舍得率先步入调整期 (表内指标为主要酒企单季度营收增速)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 红圈为近7个季度内单季度营收下滑幅度最大的季度

#### (二) 内功增强：平台化管理模式领先行业

本轮周期公司逆势完成对千元价格带、200元价格带以及高线光瓶酒的布局，实现产品矩阵多价格带布局。从千元价格带的藏品舍得、300-400元的品味舍得到200元的舍之道与50-100元的T68，公司核心单品间的价格带彼此间距离较远，虽避免了不同价格带产品间内部竞争所带来的管理矛盾，但不同价格带产品间的核心消费场景、核心消费区域、核心消费渠道均有较大差异，对公司所需的能力要求差异较大，亦对管理形成较大挑战。**下文我们试图探讨为什么舍得可以逆势在调整期完成对多价格带的布局？**

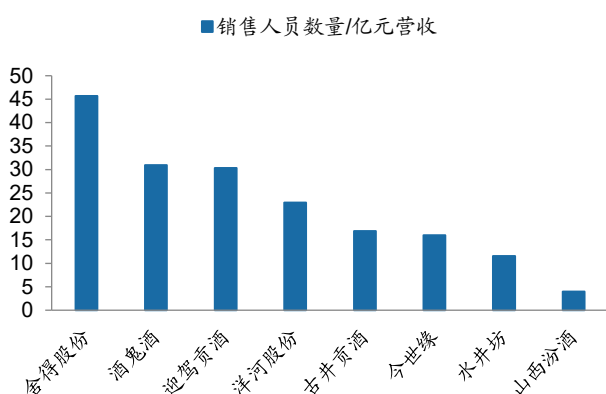
主要原因：平台化管理赋能，股东/组织/渠道层面灵活性均领先行业。

**(1) 股东层面：复星作为大股东，调整期业绩考核更为弹性。**基于行业形势，公司24Q3率先降速调整，节奏领先于行业。从基层考核看，将销售人员考核机制从分级制改为“271达成制”，保障70%达成目标的员工可获得奖金。

**(2) 组织层面：扁平化程度行业领先，考核机制市场化。**(1) 机制上看，公司核心单品分事业部独立运营、独立进行核算，充分授权一线团队。(2) 薪酬上看，2024年公司销售人员人均薪酬22.6万，调整期内同比仍实现正增长，确保了销售团队的强斗志。(3) 从销售人员数量看，截至2024年末，公司在50亿级别营收体量下，共有2448名销售人员，销售人员密度领先行业，下行期依然保留了完整的全渠道销售团队。

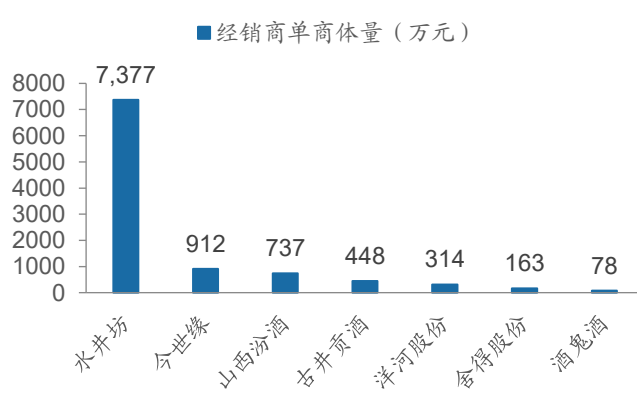
**(3) 渠道层面：合作模式灵活多样，更符合经销商利益诉求。**公司构建了以地县级、分品牌代理商为主的经销体系。分区域、分产品进行招商运作，在平台运作模式、加盟控价模式、KOL（消费意见领袖）引领模式和团购直销模式中根据经销商的禀赋选择适当的合作方式，同时积极探索线上、青创等新兴渠道模式。2024年舍得酒业单商体量163万元，销商扁平化程度领先行业。

图 29：舍得酒业销售人员密度领先行业



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

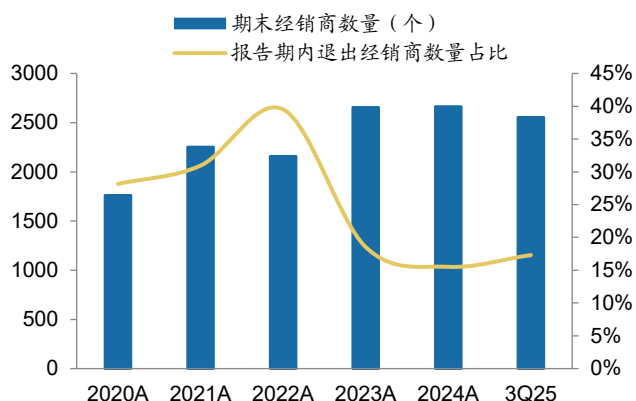
图 30：舍得酒业经销商扁平化程度领先行业



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

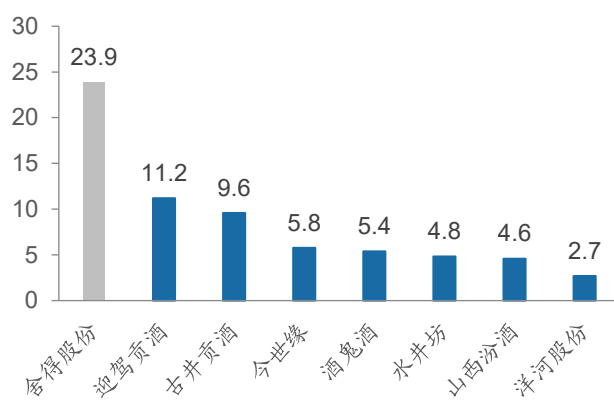
**次要原因：产品差异化战略思路清晰，类快消品管理模式下注重经销商利益。**产品端，以老酒战略为核心支点不动摇，差异化程度强且营销方向一致不动摇。通过降低经销商单次打款要求、建立前置仓库等行动，提高周转频率、减少经销商资金占用、提升经销商盈利水平并降低库存风险，公司2024年预收款项（合同负债）周转速次数为23.9次，领先于行业。

图 31: 调整期舍得酒业经销商数量基本保持稳定



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 舍得酒业合同负债周转速度领先行业(单位: 次/年)



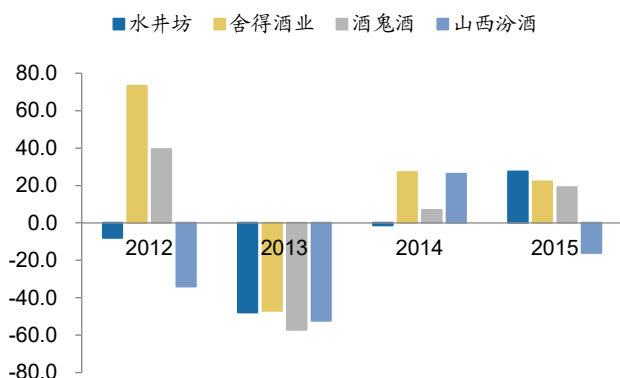
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**展望未来:** 我们认为, 在更为灵活的管理机制下, 在调整期的不断试错中, 各价格带、各区域、各渠道销售团队的能力均得到完善、打法经验得到积累, 为后续需求修复后, 公司在多价格带的放量打下了坚实的基础。

### (三) 复苏可期: 强渠道推力下, 有望获得更强向上势能

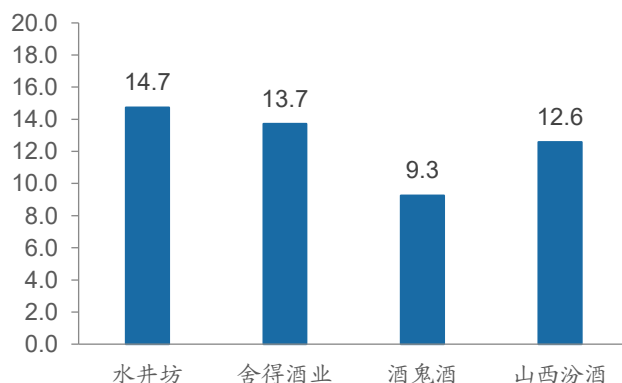
**复盘上一轮白酒调整期:** 次高端白酒企业股价2013年出现大幅回调, 当年股价平均降幅51%。上一轮调整期中, 主要次高端白酒企业股价仅在2013年出现较大幅度回调。2014年虽然水井坊、酒鬼酒亏损进一步加剧, 山西汾酒当年归母净利润同比-63%, 但受益于估值的回升, 主要次高端酒企年内股价均录得正增长。若以调整前归母净利润(2012A)计算估值, 2013年末水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/山西汾酒PE估值分别为14.7/13.7/9.3/12.6x。

图 33: 2013-2015年主要次高端白酒股价变化幅度 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 34: 次高端白酒企业调整后PE估值 (2013年末)



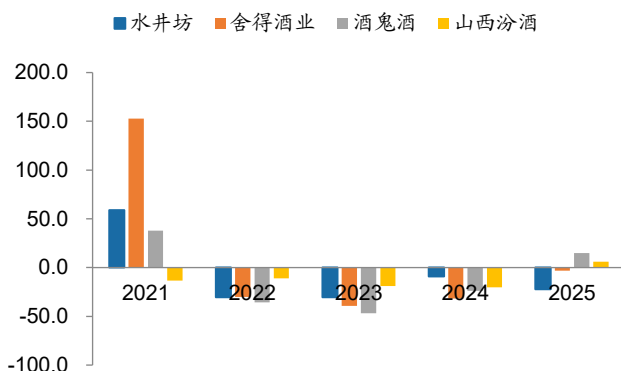
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 以调整期开始前归母净利润计算

**对比本轮调整期 (2021年至今):** 2021年至今次高端股价调整已历经3年, 调整后舍得酒业估值已接近上一轮低点。主要次高端白酒企业股价已历经3年调整期, 主要企业2022/2023/2024年股价平均降幅-26.8%/-33.9%/-21.2%, 2021年末至今股价平

均回落幅度超60%。若以调整期开始前归母净利润（2022A）计算估值，当前水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/山西汾酒PE估值分别为16.7/12.6/19.8/29.7x，调整后舍得酒业估值已低于上一轮低点。

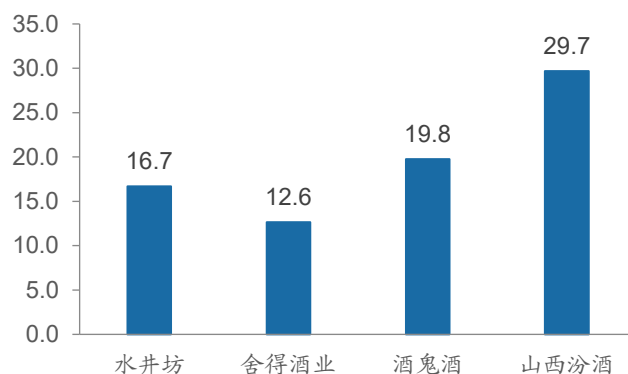
图 35：2021年至今主要次高端白酒股价变化幅度（单位：%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2025 年股价截至 2025/11/18

图 36：次高端白酒企业调整后PE估值（2025年末）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：以调整期开始前归母净利润计算，2025 年股价截至 2025/11/18

**本轮调整期结束后，舍得酒业有望获得更强向上势能：**如前文所述，在与业绩的取舍间，舍得选择在调整期内优先保障经销商利益，并凭借管理优势逆势在多价格带形成初期网络效应。我们认为，若调整期经销商仍处于盈利状态，将会对厂商产生更高的信任度，后续随着需求的恢复，将更愿意投入自身的资源（团购、终端资源等）帮助厂商扩展市场，贡献更强渠道推力。同时从产品的培育周期来看，若能在调整期形成初期网络效应，形成一定的消费者认知，需求修复后往往能够收获更强的向上势能。

#### （四）成长路径：双品牌布局下，有望互相借力实现增长

**复盘汾酒多价格带成长路径，玻汾起到重要支撑作用。**公司在2000-2010年第一轮“黄金十年”的扩张周期内主要通过玻汾等中低价格带产品培育消费群体，2016年至今第二轮扩张周期内则主要通过青20来实现全国化扩张。从2017年后汾酒在省外市场进行扩张时的产品打法看：前期通过已具备较高市场认知度的玻汾进行导入，培育消费者的同时在渠道建立可盈利的品牌形象，中期通过导入青20快速做大销售打透品牌消费氛围。之后通过老白汾补位100-300元价格带，多价格带布局强化消费氛围，打造类山西市场。最后培育青30复兴版拔升品牌形象，打开向上天花板。

图 37：汾酒省外扩张路径之于舍得有参考意义



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**对比舍得：凭借“沱牌+舍得”实现一高一低双品牌布局。（1）相似之处：沱牌高线光瓶酒产品、玻汾酒体品质好，且均具备名酒基因与较好的消费者基础。**在居家自饮、好友聚饮场景下，白酒面子属性减弱，酒质口感等因素更为重要。90年代沱牌凭借低价营销方案对中低端价格带进行布局，迅速占领五元以下白酒市场，为公司打下了牢固的消费者认知基础。汾酒90年代初期连续多年销量第一，有“汾老大”之称。同时作为名酒，两者均有着较优的酒质，T68基酒窖藏年限不低于4.5年。同时青20与品味舍得作为公司次高端价格带核心单品，均定位300-400元价格带，已被证明可同高线光瓶酒产品产生相互的辐射效应。**（2）不同之处：舍得双品牌区隔度更高。**相比汾酒由低至高的产品推广路径，舍得当前中低档产品占比相对较低，后续成长空间更足。同时相比于汾酒中高低端产品线全部冠以汾酒品牌，使用“青花”等不同品系名称进行区隔，舍得双品牌战略下舍得品牌与沱牌间的品牌区隔度更大，能够更好的划分品牌定位。后续双品牌有望相互借力，凭借高端品牌拉力对光瓶酒产品进行推广、借光瓶酒形成的渠道推力进行高线产品的导入。

#### 四、盈利预测和投资建议

**收入方面：**我们预计公司2025-2027年营收同比-15.4%/+15.7%/+12.6%至45.3/52.5/59.1亿元，具体拆分来看：

- （1）中高档酒业务：**高端、次高端产品受政策冲击，市场进入深度调整期，目前信心仍处于修复阶段。公司坚持长期主义，积极协调经销商消化库存，为后续销售增长提供强力支撑，若宏观景气度修复，公司在行业下行期“苦修内功”，次高端价格带有望再次迎来扩容周期，预计公司2025-2027年中高档酒营收分别同比-24.0%/+16.0%/+12.2%；
- （2）低档酒业务：**低档酒受“518新政”影响较轻，终端需求刚性较强。白酒行业整体存在低价化、低度化趋势，随着公司“年轻化、多品牌矩阵”战略初见成效，公司低档酒业务有望受益于白酒产业转型，预计公司2025-2027年低档酒营收分别同比+23.2%/+23.2%/+18.7%。

**盈利方面：**考虑到白酒行业仍将处于深度调整期内，受到营收回落影响，规模效应减弱影响，我们预计公司2025年毛利率将有所回落，但随着营业税金及营业外支出减少，预计归母净利润仍能实现较快增长。后续随着宏观景气度上升、营收企稳回升，公司毛利率、归母净利率有望逐步回升。

**费用率&营业税金方面：**

- (1) **费用率：**2024年公司加大销售费用投入比例以帮助去化渠道库存，预计2025年公司销售费用率将回落至正常水准，同时2026-2027年随着营收增长，销售费用率有望持续回落。预计负规模效应下公司2025年管理费用率小幅增加，2026-2027年随着营收增长，管理费用率有望小幅下降。
- (2) **营业税金比率：**由于2024年四季度集中补缴税费，公司当年营业税金比率同比大幅增加5.1pct至19.4%，预计2025年将基本恢复至正常水准（15.8%），后续保持稳定。

**营业外支出：**2024年受滞纳金大幅增加影响，公司营业外支出大幅增加至0.77亿元，预计2025-2027年公司营业外支出将下降至0.1亿元。

表 9：舍得酒业盈利预测（百万元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,055.5	7,081.0	5,357.1	4,534.8	5,245.5	5,907.3
yoy	21.9%	16.9%	-24.3%	-15.4%	15.7%	12.6%
毛利率	77.7%	74.5%	65.5%	62.2%	64.0%	65.0%
酒类营收	5,656.5	6,560.4	4,788.9	3,966.6	4,662.7	5,299.4
yoy	23.6%	16.0%	-27.0%	-17.2%	17.5%	13.7%
其中：中高档酒营收	4,876.8	5,655.1	4,095.6	3,112.7	3,610.7	4,051.2
yoy	25.9%	16.0%	-27.6%	-24.0%	16.0%	12.2%
其中：低档酒营收	779.7	905.3	693.3	853.9	1,052.0	1,248.2
yoy	10.9%	16.1%	-23.4%	23.2%	23.2%	18.7%
酒类毛利率	80.9%	78.6%	70.9%	68.1%	69.4%	70.1%
玻瓶	354.8	434.9	486.8	486.8	501.4	526.5
yoy	-0.5%	22.6%	11.9%	0.0%	3.0%	5.0%
毛利率	26.6%	16.5%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	44.3	85.6	81.4	81.4	81.4	81.4
yoy	24.6%	93.4%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	82.6%	58.4%	57.5%	57.5%	57.5%	57.5%
销售费用率	16.8%	18.2%	23.8%	21.5%	19.0%	18.8%
管理费用率	9.7%	9.0%	10.2%	10.5%	9.2%	9.0%
归母净利率	27.8%	25.0%	6.5%	10.0%	14.2%	15.3%
归母净利润	1685.4	1771.3	345.8	452.5	745.8	904.3
yoy	35.3%	5.1%	-80.5%	30.9%	64.8%	21.3%

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

**估值与投资建议：**我们选取白酒行业头部企业作为可比公司，根据我们最新报告的预测，26年白酒行业头部企业PE平均值约18倍。预计舍得酒业25-27年归母净利润

分别为4.5/7.5/9.0亿元，同比+31%/+65%/+21%，对应PE为46/28/23倍。参考可比企业，考虑到公司业绩具备较强修复弹性，可享有一定的估值溢价，给予公司26年30倍PE，对应合理价值67.15元/股，维持“买入”评级。

表10: 主要白酒企业估值情况对比

股票简称	收盘价(元)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
贵州茅台	1444.65	72.88	76.45	19.82	18.90	14.24	13.57	36.30	35.40
五粮液	118.51	6.82	6.09	17.38	19.46	13.01	14.66	18.80	16.00
泸州老窖	133.59	7.62	7.82	17.53	17.08	12.74	12.49	22.10	21.20
山西汾酒	192.99	10.05	10.50	19.20	18.38	13.95	13.40	30.90	29.50
水井坊	40.34	1.80	2.10	22.41	19.21	13.77	12.09	14.50	14.50
洋河股份	65.71	2.60	2.58	25.27	25.47	17.31	17.13	8.20	
今世缘	37.86	2.16	2.31	17.53	16.39	13.47	12.27	15.80	15.30
古井贡酒	166.78	8.53	9.24	19.55	18.05	13.15	12.10	16.70	16.60
迎驾贡酒	41.88	2.45	2.53	17.09	16.55	11.92	11.42	18.00	16.80
口子窖	31.14	2.00	2.12	15.57	14.69	9.65	9.18	10.30	9.80

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: EPS 为广发证券最新报告预测值, 收盘价截至 2025 年 11 月 25 日

## 五、风险提示

### (一) 宏观经济不及预期

如果宏观经济复苏不及预期, 消费者消费能力将短期承压。另外, 高端商务宴请等消费场景也将受到压制, 从而影响对高端白酒需求。

### (二) 消费力恢复不及预期

由于行业中部分产品具备可选消费的属性, 居民消费能力对需求有显著影响。若CPI下行或持续低位, 则影响中档酒板块价格逻辑, 从而影响公司收入和利润增长预期。

### (三) 食品安全问题

行业历史上出现过食品安全事件影响公司发展的情况, 存在一定的食品安全风险。食品安全对食品饮料公司业绩和估值影响较大。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产总额</b>	<b>8,094</b>	<b>7,437</b>	<b>7,415</b>	<b>7,785</b>	<b>8,197</b>
货币资金	2,422	1,543	1,000	900	996
应收及预付	505	529	475	504	501
存货	4,424	5,219	5,858	6,295	6,610
其他	744	146	82	87	91
<b>非流动资产总额</b>	<b>3,022</b>	<b>4,365</b>	<b>4,187</b>	<b>4,169</b>	<b>4,137</b>
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	1,600	2,657	2,787	2,954	3,108
在建工程	726	858	708	558	408
使用权资产	17	7	7	7	7
无形资产	417	423	418	413	408
其他	243	403	249	219	189
<b>资产总额</b>	<b>11,116</b>	<b>11,802</b>	<b>11,602</b>	<b>11,954</b>	<b>12,335</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>3,401</b>	<b>4,066</b>	<b>3,682</b>	<b>3,588</b>	<b>3,426</b>
短期借款	0	711	727	555	300
应付及预收	1,246	1,611	1,306	1,385	1,478
其他	2,155	1,743	1,648	1,648	1,648
<b>非流动负债总额</b>	<b>153</b>	<b>605</b>	<b>520</b>	<b>505</b>	<b>490</b>
长期借款	39	431	400	400	400
应付债券	0	0	0	0	0
其他	114	174	120	105	90
<b>负债总额</b>	<b>3,554</b>	<b>4,671</b>	<b>4,202</b>	<b>4,093</b>	<b>3,916</b>
股本	333	333	333	333	333
其他	6,900	6,475	6,735	7,182	7,725
归母权益合计	7,233	6,808	7,068	7,515	8,058
少数股东权益	328	323	332	346	361
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,116</b>	<b>11,802</b>	<b>11,602</b>	<b>11,954</b>	<b>12,335</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>7,081</b>	<b>5,357</b>	<b>4,535</b>	<b>5,245</b>	<b>5,907</b>
营业成本	1,806	1,847	1,715	1,888	2,069
营业税金及附加	1,015	1,042	716	818	922
销售费用	1,290	1,276	975	997	1,111
管理费用	636	545	476	483	532
研发费用	108	95	68	79	89
财务费用	-28	-26	15	17	11
资产信用减值损失	0	-19	-3	-3	-3
公允价值变动收益	22	5	20	20	20
投资收益	8	-10	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>2,304</b>	<b>568</b>		<b>1,001</b>	<b>1,212</b>
营业外收支	26	-54	5	5	5
利润总额	2,330	514	612	1,006	1,217
所得税费用	558	173	150	246	298
<b>合并净利润</b>	<b>1,772</b>	<b>340</b>	<b>462</b>	<b>759</b>	<b>919</b>
少数股东损益	1	-5	9	14	15
<b>归母净利润</b>	<b>1,771</b>	<b>346</b>	<b>453</b>	<b>746</b>	<b>904</b>
EPS (元/股)	5.32	1.04	1.36	2.24	2.71

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>716</b>	<b>-708</b>	<b>-171</b>	<b>597</b>	<b>932</b>
合并净利润	1,772	340	462	759	919
折旧摊销	173	208	187	200	213
营运资金变动	-1,178	-1,214	-902	-391	-223
其他	0	0	-20	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-335</b>	<b>-192</b>	<b>75</b>	<b>-190</b>	<b>-190</b>
资本性开支	-870	-1,001	-165	-215	-215
投资	693	600	2	0	0
其他	-158	210	238	25	25
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-576</b>	<b>122</b>	<b>-306</b>	<b>-507</b>	<b>-646</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	96	1,079	-39	-173	-255
股利分配与偿付利息	-503	-721	-215	-330	-387
其他	-169	-236	-52	-5	-5
<b>现金净增加额</b>	<b>-196</b>	<b>-778</b>	<b>-401</b>	<b>-100</b>	<b>96</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,374</b>	<b>2,179</b>	<b>1,401</b>	<b>1,000</b>	<b>900</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,179</b>	<b>1,401</b>	<b>1,000</b>	<b>900</b>	<b>996</b>

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	16.9%	-24.3%	-15.4%	15.7%	12.6%
营业利润增长率	3.1%	-75.4%	6.9%	65.0%	21.1%
归母净利润增长率	5.1%	-80.5%	30.9%	64.8%	21.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	74.5%	65.5%	62.2%	64.0%	65.0%
净利率	25.0%	6.4%	10.2%	14.5%	15.6%
ROE	24.5%	5.1%	6.4%	9.9%	11.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.0%	39.6%	36.2%	34.2%	31.7%
有息负债率	0.4%	9.7%	9.7%	8.0%	5.7%
流动比率	2.4	1.8	2.0	2.2	2.4
利息保障倍数	533.0	88.5	17.6	31.9	48.4
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	29.3	21.4	24.0	25.7	27.7
存货周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
应付账款周转率	2.8	1.6	1.8	2.0	2.3
<b>每股指标</b>					
每股收益	5.32	1.04	1.36	2.24	2.71
每股净资产	21.71	20.44	21.21	22.56	24.19
每股经营现金流	2.15	-2.12	-0.51	1.79	2.80
<b>估值比率</b>					
PE	18.2	63.5	45.6	27.7	22.8
PB	4.5	3.2	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	12.3	27.9	26.4	17.3	14.4

## 广发食品饮料研究小组

- 符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
- 郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：资深分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 殷卓龙：高级分析师，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级分析师，理学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。