

保持定力，强化内功，蓄势待发

——舍得酒业 (600702.SH) 首次覆盖报告

食品饮料

报告原因：

买入 (首次评级)

	2025年12月25日
收盘价 (元)	58.90
一年内最高/最低 (元)	69.35/48.25
市净率	2.8
股息率 (分红/股价)	0.72
流通A股市值 (百万元)	19,591
上证指数/深证成指	3,960/13,531
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

	2025年09月30日
每股净资产 (元)	21.3
资产负债率%	40.99
总股本/流通A股 (百万)	333/333
流通B股/H股 (百万)	-/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- 投资评级与估值：**预计公司2025-2027年营收47.7/51.6/57.3亿元，同比增长-10.9%/8.1%/11.0%，归母净利润5.2/6.0/7.4亿元，同比增长50.3%/15.0%/24.2%，对应PE为37.8X/32.8X/26.4X。考虑到公司在逆周期下坚持“强动销、促开瓶、去库存”的长期战略，维护渠道健康良性发展，随着政策压力趋缓，扩内需下行业需求有望复苏，公司有望率先受益。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 行业与公司分析：**中国白酒行业保持稳健发展，2023年全国规模以上白酒企业累计实现销售收入7563亿元，2016-2023年收入CAGR为9.8%，次高端价位带(300-800元/瓶)在过去几年增长较快。公司主营中高档酒、普通酒及配套玻瓶业务，形成以“舍得”系列主攻次高端、“沱牌”系列深耕大众市场的产品矩阵。25Q1-3公司营收37.0亿元，其中中高档酒营收26.6亿元，占比71.9%；普通酒营收6.3亿元，同比增长16.5%，成为业绩亮点。在行业调整期，公司坚持长期主义，稳定核心大单品价盘，改善渠道库存问题，表现出经营发展韧性。
- 关键假设：**1) 预计公司2025-2027年中高档酒营收增速分别为-5.0%/8.0%/11.0%，普通酒营收增速分别为-3.0%/9.0%/12.0%，玻瓶营收增速分别为5.0%/7.0%/9.0%。2) 预计公司2025-2027年中高档酒毛利率分别为76.5%/78.0%/79.2%，普通酒毛利率分别为42.1%/43.6%/44.6%，玻瓶毛利率分别为11.5%/12.5%/13.0%。
- 有别于大众的认识：**市场认为白酒消费不振、公司也将长期低迷，核心单品承压将大幅拖累公司业绩，但我们认为：1) **公司25Q3收入降幅收窄，且好于同业，前瞻性去库存已见成效，渠道健康度显著改善为后续增长蓄力。**公司25Q1-3营收37.0亿元，同比下降17.0%，主要系行业需求较弱、渠道回款压力加大，但25Q3营收同比下降15.9%，降幅较上半年有所收窄，且好于白酒上市公司整体水平。24Q2以来，公司前瞻性实施“去库存、稳价格”措施，加强发货调控，尽管短期业绩承压，但有效改善渠道库存，为后续旺季的补库周期蓄力。2) **构建覆盖多价格带的产品矩阵，满足多层次多场景需求。**公司25Q3酒类收入同比下降15.1%，其中中高档酒收入同比下降23.4%，普通酒收入同比增长18.0%、增长显著。分产品看，核心单品品味舍得收入承压，公司以控货、挺价、去库为主；大众价格带的舍之道、沱牌T68保持良好周转。公司以“一高一低”为增量抓手，逆周期下坚持培育高端产品，推出“藏品10年”布局千元价格带；高线光瓶酒沱牌T68延续快速增长势头，开瓶、动销和上柜数据均实现逆势增长；舍之道发力宴席场景表现良好；8月底推出业内首款低度老酒“舍得自在”(29度)，定价329元，在京东上市一周后预约数量超1.4万件。公司构建覆盖多价格带的产品矩阵，满足多层次多场景需求，带来业绩增量。3) **坚持长期主义，持续聚焦“四力提升”，持续强化内功。**在行业调整期，公司也未继续压货，而是务实降速，帮助渠道去库存。此外，通过“雷霆行动”严控窜货乱价，从源头杜绝将消费者费用转投渠道的违规行为，确保85%以上经销商盈利。此举在行业普遍出现压货、价格倒挂的情况下更显公司战略定力。产品端，公司以“老酒”作为核心差异化卖点，以价为先，稳住核心单品基本盘，同时渠道下沉挖掘舍之道、沱牌T68等增量。4) **电商业务发展提速，加码下沉市场打开增长空间。**1) 公司积极开拓新增长点，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O2O项目团队，25Q1-3电商销售收入4.5亿元，同比增长39.6%。区别于行业普遍的价格战模式，公司在京东平台核心大单品占比不到20%(行业均值约74%)，通过差异化产品策略和创新性营销，在不破坏线下价格体系的情况下实现高质量增长。2) 传统渠道方面，公司实施的“百县千镇”工程将原本集中于省市的营销性资源系统性下沉，在省

会城市消费承压时精准捕捉乡镇市场的结构性机会，在宴席渠道大幅增加投入，通过精细化运营在县乡市场实现份额提升。

■ **催化剂：**1) 渠道库存主动去化接近尾声，后续旺季补库存周期带来业绩企稳回升。2) 顺应低度化的饮酒趋势，低度酒覆盖年轻群体，打开增量空间。3) 降本增效举措持续推进，盈利能力持续改善。4) 新渠道放量，新增长点加速形成。

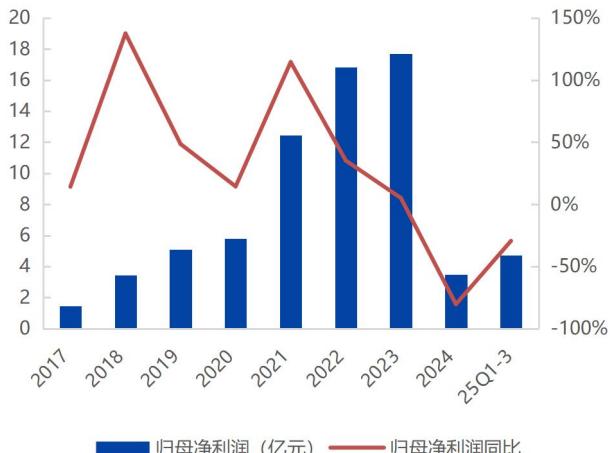
■ **风险提示：**消费恢复不及预期；房地产行业景气度不及预期；渠道拓展不及预期。

财务数据及盈利预测

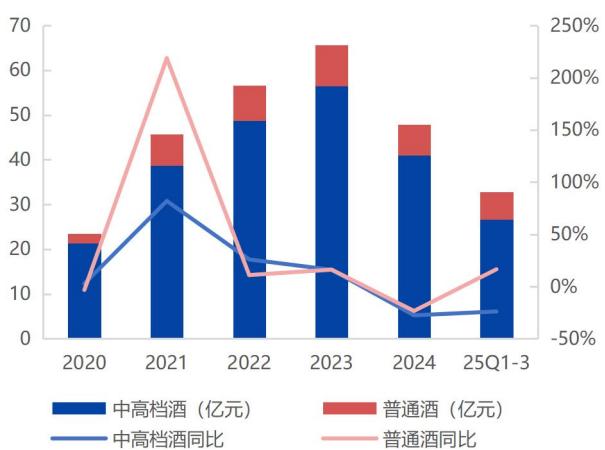
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	7,081	5,357	4,774	5,159	5,725
同比增长率 (%)	16.9%	-24.3%	-10.9%	8.1%	11.0%
归母净利润 (百万元)	1,771	346	520	598	742
同比增长 (%)	5.1%	-80.5%	50.3%	15.0%	24.2%
每股收益 (元/股)	5.32	1.04	1.56	1.79	2.23
毛利率 (%)	74.5%	65.5%	63.0%	64.0%	65.0%
ROE (%)	24.5%	5.1%	7.1%	7.5%	8.6%
市盈率	11.1	56.8	37.8	32.8	26.4

图表1：公司营业收入及同比

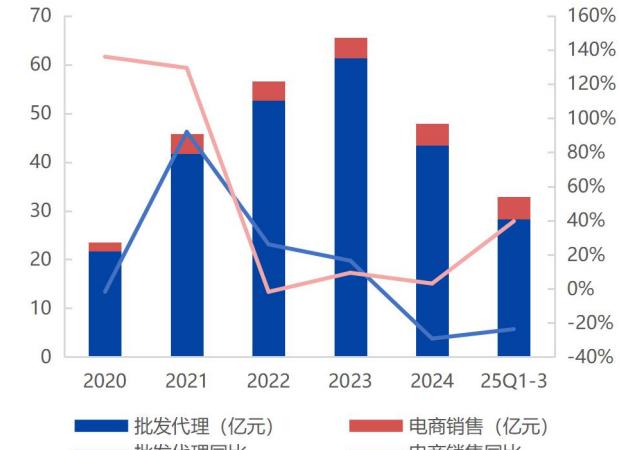

资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表2：公司归母净利润及同比


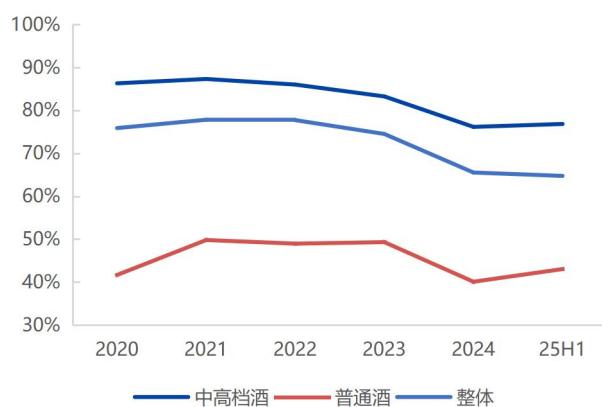
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表3：中高档酒/普通酒收入及同比


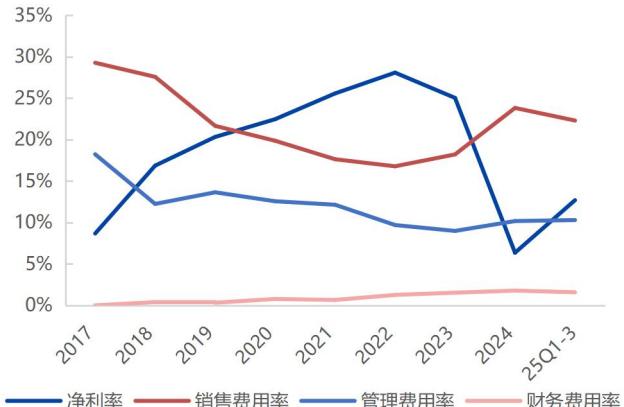
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表4：批发代理/电商销售收入及同比


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表5：中高档酒/普通酒毛利率


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表6：公司净利率及销售/管理/财务费用率


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

风险提示

- 1) 消费恢复不及预期：**若消费信心恢复缓慢、消费场景修复进度低于预期，将对公司产品销售形成压力。
- 2) 房地产行业景气度不及预期：**房地产行业是白酒重要关联消费领域，若房地产投资和销售持续低迷，将减少商务等消费场景，影响公司产品销售。
- 3) 渠道拓展不及预期：**公司正推进全国化布局和县域市场下沉，若新市场开拓进度缓慢或经销商质量不佳，将影响公司市场覆盖度提升和销售网络构建。

财务预测摘要：

资产负债表					现金流量表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,422	1,543	2,021	2,970	4,326	净利润	1,772	340	519	594	736
应收款项	531	503	564	613	643	折旧摊销	147	187	303	299	292
存货	4,424	5,219	4,882	5,160	5,036	营运资本变动	622	175	-531	359	93
流动资产	8,094	7,437	7,621	8,809	10,037	经营活动现金流	716	-708	1,047	929	1,330
长期股权投资	19	18	20	22	22	资本开支	873	1,001	200	130	145
固定资产	1,600	2,657	2,688	2,669	2,557	投资变动	693	600	-76	-62	-55
在建工程	726	858	505	157	118	投资活动现金流	-335	-192	-154	-107	-139
无形资产	417	423	443	443	447	银行借款	39	1,142	731	831	951
非流动资产	3,022	4,365	4,053	3,678	3,526	筹资活动现金流	-576	122	-415	127	167
资产合计	11,116	11,802	11,673	12,487	13,564	现金净增加额	-196	-778	478	949	1,356
短期借款	0	711	0	0	0	期初现金	2,448	2,422	1,543	2,021	2,970
应付款项	968	1,442	1,504	1,727	1,819	期末现金	2,422	1,543	2,021	2,970	4,326
流动负债	968	1,442	1,504	1,727	1,819						
长期借款	39	431	731	831	951						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	153	605	905	1,005	1,125						
负债合计	3,554	4,671	4,023	4,243	4,583						
股本	333	333	333	333	333						
资本公积	838	816	816	816	816						
留存收益	6,474	6,107	6,627	7,224	7,966						
归母股东权益	7,233	6,808	7,328	7,926	8,668						
少数股东权益	328	323	322	318	313						
负债和权益总计	11,116	11,802	11,673	12,487	13,564						

利润表					财务比率							
	单位:百万元							2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,081	5,357	4,774	5,159	5,725							
营业成本	1,806	1,847	1,768	1,858	2,004							
税金及附加	1,015	1,042	740	877	1,030							
销售费用	1,290	1,276	907	980	1,202							
管理费用	636	545	430	413	458							
研发费用	108	95	74	79	103							
财务费用	-28	-26	-7	-25	-44							
资产减值损失	0	-19	200	200	0							
公允价值变动	22	5	22	16	14							
投资净收益	8	-10	-11	1	1							
营业利润	2,304	568	679	793	986							
营业外收支	26	-54	-6	-11	-24							
利润总额	2,330	514	674	782	963							
所得税	558	173	155	188	226							
净利润	1,772	340	519	594	736							
少数股东损益	1	-5	-1	-3	-6							
归母净利润	1,771	346	520	598	742							
EBITDA	2,481	707	1,040	1,154	1,355							

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888 传真: 021-68728700 服务热线: 956021

邮政编码: 200124 邮箱: ajzq@ajzq.com 网址: http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券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。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。