



# 舍得酒业 (600702.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩持续出清，去库渐入尾声

### 业绩简评

2026年3月20日，公司披露25年年报，期内实现营收44.2亿元，同比-17.5%；实现归母净利润2.2亿元，同比-35.5%。25Q4实现营收7.2亿元，同比-20.0%；实现归母净利润-2.5亿元，仍录得亏损，亏损幅度同比略收窄。整体公司业绩出清斜率仍较高。

### 经营分析

**营收结构拆分：**1) 分产品看：25年中高档/普通酒/非酒类业务分别实现营收31.2/7.3/5.7亿元，同比分别-23.8%/+5.7%/-0.3%；夜郎古实现收入1.29亿元，同比-51%，分部录得亏损0.86亿元。结构上，我们预计T68等低价位产品>舍之道>次高端品味舍得，与价位带β分化、社会库存去化程度相关；25年中高档/普通酒销量分别-13%/+15%，吨价分别-12%/-8%。

2) 酒类业务分区域拆分：25年省内/省外分别实现营收12.1/26.5亿元，同比-20.2%/-19.3%，25H2省内保持较高库存去化斜率。公司规划在重点区域推进全品类通卖，提升重点区域影响力。

3) 酒类业务分渠道拆分：25年电商/批发分别实现营收6.0/32.5亿元，同比+35.5%/-25.2%。公司持续发力电商渠道，25Q4仍延续20%+增速；新兴电商、直播基地等作为增量业务中心的核心，预计仍将维持不错成长性。

4) 25年公司新增378家经销商，退出516家，净减少138家，25年末留存2525家。

**报表结构拆分：**1) 25年归母净利率同比-1.4pct至5.0%，主要系毛利率同比-3.5pct至62.0%，此外管理费用率/销售费用率略增，税金及附加占比同比-3.5pct有所对冲。2) 25年末合同负债余额1.5亿元，环比+0.3亿元；25Q4销售收现11.2亿元，同比-5.3%；整体回款表现优于报表呈现。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计26-28年公司收入分别为45.8/50.3/58.8亿元，同比分别+3.7%/+9.8%/+16.8%；归母净利润分别为3.6/5.2/7.7亿元，同比分别+59.7%/+45.6%/+47.5%，对应EPS为1.07/1.56/2.30元，对应PE分别为44.1/30.3/20.5X，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济恢复不及预期；区域外拓不及预期；行业政策风险；食品安全风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：47.15 元

### 相关报告：

- 《舍得酒业公司点评：业绩持续调整，电商渠道高速发展》，2025.10.30
- 《舍得酒业公司点评：利润修复超预期，经营态势底部回升》，2025.8.23
- 《舍得酒业公司点评：25Q1 经营仍承压，关注内外聚焦成效》，2025.4.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,357	4,419	4,581	5,030	5,877
营业收入增长率	-24.3%	-17.5%	3.7%	9.8%	16.8%
归母净利润(百万元)	346	223	356	518	765
归母净利润增长率	-80.5%	-35.5%	59.7%	45.6%	47.5%
摊薄每股收益(元)	1.04	0.67	1.07	1.56	2.30
每股经营性现金流净额	-2.12	-1.57	1.48	0.94	2.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.1%	3.2%	5.0%	7.0%	9.8%
P/E	63.5	83.7	44.1	30.3	20.5
P/B	3.2	2.7	2.2	2.1	2.0

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	7,081	5,357	4,419	4,581	5,030	5,877
增长率		-24.3%	-17.5%	3.7%	9.8%	16.8%
主营业务成本	-1,806	-1,847	-1,678	-1,785	-1,955	-2,209
%销售收入	25.5%	34.5%	38.0%	39.0%	38.9%	37.6%
毛利	5,275	3,510	2,742	2,796	3,076	3,669
%销售收入	74.5%	65.5%	62.0%	61.0%	61.1%	62.4%
营业税金及附加	-1,015	-1,042	-704	-719	-775	-887
%销售收入	14.3%	19.4%	15.9%	15.7%	15.4%	15.1%
销售费用	-1,290	-1,276	-1,140	-1,054	-1,054	-1,159
%销售收入	18.2%	23.8%	25.8%	23.0%	20.9%	19.7%
管理费用	-636	-545	-478	-458	-458	-508
%销售收入	9.0%	10.2%	10.8%	10.0%	9.1%	8.6%
研发费用	-108	-95	-82	-69	-75	-88
%销售收入	1.5%	1.8%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	2,227	551	338	496	714	1,026
%销售收入	31.5%	10.3%	7.7%	10.8%	14.2%	17.5%
财务费用	28	26	-11	-15	-24	-27
%销售收入	-0.4%	-0.5%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%
资产减值损失	0	-19	-48	0	0	0
公允价值变动收益	22	5	-2	0	0	0
投资收益	8	-10	-8	0	0	0
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,304	568	301	501	710	1,019
营业利润率	32.5%	10.6%	6.8%	10.9%	14.1%	17.3%
营业外收支	26	-54	16	0	0	0
税前利润	2,330	514	317	501	710	1,019
利润率	32.9%	9.6%	7.2%	10.9%	14.1%	17.3%
所得税	-558	-173	-106	-150	-192	-255
所得税率	23.9%	33.7%	33.3%	30.0%	27.0%	25.0%
净利润	1,772	340	211	351	518	765
少数股东损益	1	-5	-12	-5	0	0
归属于母公司的净利润	1,771	346	223	356	518	765
净利率	25.0%	6.5%	5.0%	7.8%	10.3%	13.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,772	340	211	351	518	765
少数股东损益	1	-5	-12	-5	0	0
非现金支出	173	226	324	290	314	341
非经营收益	-39	-100	-52	21	26	30
营运资金变动	-1,191	-1,174	-1,005	-169	-545	-231
经营活动现金净流	716	-708	-523	492	314	905
资本开支	-870	-1,001	-686	-434	-463	-514
投资	693	600	-247	0	0	0
其他	-158	210	0	0	0	0
投资活动现金净流	-335	-192	-932	-434	-463	-514
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	96	1,079	1,287	-494	456	79
其他	-672	-957	-233	-193	-269	-384
筹资活动现金净流	-576	122	1,053	-687	187	-305
现金净流量	-196	-778	-402	-628	37	86

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,422	1,543	1,220	592	629	715
应收款项	582	557	455	414	454	531
存货	4,424	5,219	5,904	6,601	7,336	8,048
其他流动资产	666	117	244	244	249	257
流动资产	8,094	7,437	7,824	7,850	8,669	9,550
%总资产	72.8%	63.0%	62.0%	61.3%	62.9%	64.3%
长期投资	56	56	200	200	200	200
固定资产	2,325	3,515	3,737	3,865	3,998	4,155
%总资产	20.9%	29.8%	29.6%	30.2%	29.0%	28.0%
无形资产	454	456	462	474	487	499
非流动资产	3,022	4,365	4,791	4,951	5,114	5,300
%总资产	27.2%	37.0%	38.0%	38.7%	37.1%	35.7%
资产总计	11,116	11,802	12,615	12,802	13,782	14,849
短期借款	92	732	1,542	1,049	1,505	1,584
应付款项	2,037	2,654	2,375	2,612	2,750	3,033
其他流动负债	1,273	679	457	705	802	1,085
流动负债	3,401	4,066	4,373	4,365	5,058	5,701
长期贷款	39	431	774	774	774	774
其他长期负债	114	174	269	273	276	279
负债	3,554	4,671	5,416	5,412	6,107	6,754
普通股股东权益	7,233	6,808	6,887	7,083	7,368	7,789
其中：股本	333	333	333	333	333	333
未分配利润	6,229	5,861	5,944	6,140	6,425	6,846
少数股东权益	328	323	311	306	306	306
负债股东权益合计	11,116	11,802	12,615	12,802	13,782	14,849

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	5.316	1.038	0.670	1.070	1.558	2.298
每股净资产	21.709	20.435	20.698	21.286	22.143	23.407
每股经营现金净流	2.148	-2.124	-1.572	1.480	0.943	2.718
每股股利	2.150	0.430	0.310	0.481	0.701	1.034
回报率						
净资产收益率	24.49%	5.08%	3.24%	5.03%	7.04%	9.82%
总资产收益率	15.94%	2.93%	1.77%	2.78%	3.76%	5.15%
投入资本收益率	21.90%	4.38%	2.35%	3.74%	5.19%	7.31%
增长率						
主营业务收入增长率	16.93%	-24.35%	-17.51%	3.65%	9.82%	16.84%
EBIT 增长率	4.85%	-75.24%	-38.67%	46.76%	43.84%	43.75%
净利润增长率	5.09%	-80.48%	-35.51%	59.65%	45.62%	47.48%
总资产增长率	13.45%	6.18%	6.89%	1.48%	7.66%	7.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.4	17.0	21.6	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	809.3	952.7	1,210.1	1,350.0	1,370.0	1,330.0
应付账款周转天数	115.1	181.5	221.6	200.0	190.0	180.0
固定资产周转天数	82.5	181.0	280.5	272.9	250.9	218.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.25%	-5.32%	13.83%	15.30%	20.19%	19.06%
EBIT 利息保障倍数	-80.7	-21.1	31.2	33.5	30.1	38.4
资产负债率	31.98%	39.58%	42.94%	42.28%	44.31%	45.48%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	13	19	37
增持	2	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.25	1.13	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究