

舍得酒业 (600702.SH)

2025Q4 延续调整，利润率有所承压

优于大市

核心观点

2025 年收入同比-17.5%，第四季度业绩延续调整。2025 年公司实现营业总收入 44.19 亿元/同比-17.5%，归母净利润 2.23 亿元/同比-35.5%；其中 2025Q4 营业总收入 7.18 亿元/同比-20.0%，亏损 2.49 亿元/同比减亏 0.74 亿元。净利润低于我们此前预测值较多，系第四季度毛销差拖累较多。

2025 年普通酒收入同比增长，电商渠道表现较好。分产品看，2025 年中高档酒收入 31.20 亿元/同比-23.83%，普通酒收入 7.33 亿元/同比+5.75%；我们预计沱牌特曲 T68、舍之道贡献主要收入增量，品味舍得延续去库存、同比下滑；其中 2025Q4 中高档/普通酒收入分别-23%/-31%，主因春节备货后置、公司积极去库。分量价看，2025 年销售量 3.1 万吨/同比基本持平，吨价同比-19.5%；中高档/普通酒销量同比分别-13.1%/+15.45%，吨价同比分别-12.3%/-8.3%。分区域看，2025 年省内收入 12.06 亿元/同比-20.19%，省外收入 26.47 亿元/同比-19.25%，2025Q4 省内下滑 39.1%；我们预计 2025 年省内遂宁/成都等核心市场持续去库，省外山东等优势市场表现更为平稳。截至 2025 年底，省内/省外经销商 466/2059 个，同比-8/-130 个。分渠道看，2025 年批发渠道收入 32.49 亿元/同比-25.19%，电商收入 6.04 亿元/同比+35.46%，预计线上专供产品跑出增量。

2025 年净利率同比-1.4pcts，产品结构拖累毛利率，税费率波动较大。2025 年公司整体净利率 5.0%/同比-1.41pcts，酒类毛利率 67.7%/同比-3.26pcts，整体销售费用率 25.8%/同比+2pcts，主因产品结构压力和积极的费用投放所致。2025Q4 毛利率 48.1%/同比-5.54pcts，销售费用率 43.8%/同比+7.89pcts，毛销差下降较多主因收入下降但费用支出具有刚性，同时也受到集中兑付货折、费用和强化市场活动投入等因素的影响。2025Q4 现金流量净额同比减亏 2.85 亿元，截至 2025 年末合同负债 1.47 亿元/环比增加 0.34 亿元，经营已有逐步企稳迹象。

盈利预测与投资建议：展望 2026 年，白酒行业需求仍处于缓慢复苏阶段，公司仍聚焦消费者实际开瓶和库存去化，庆典品味、舍之道、T68 等产品挖潜增量，核心市场动销企稳，收入增速预计逐步修复；同时公司更重视利润率，预计伴随货折减少、费用投入平稳、所得税率回归常态，净利润增速预计快于收入端。当前视角下，需求环境具有不确定性，下调此前收入及净利润预测并引入 2028 年预测，预计 2026-2028 年公司收入 44.25/48.15/51.82 亿元，同比+0.1%/+8.8%/+7.6%（前值 26/27 年 50.97/57.08 亿元）；预计归母净利润 3.82/5.11/6.65 亿元，同比+71.4%/+33.8%/+30.1%（前值 26/27 年 6.69/7.79 亿元，利润下调较多主要系品味占比下降影响毛利率表现，存量竞争背景下公司仍将保持积极的市场费用投入）；当前股价对应 26/27 年 39.4/29.5 倍 PE，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，渠道库存增加等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,357	4,419.219	4,425.387	4,815.025	5,181.872
(+/-%)	-24.3%	-17.5%	0.1%	8.8%	7.6%
净利润(百万元)	346	223.007	382.204	511.232	664.912
(+/-%)	-80.5%	-35.5%	71.4%	33.8%	30.1%
每股收益(元)	1.04	0.67	1.15	1.54	2.00
EBIT Margin	10.3%	7.7%	11.8%	14.4%	17.2%
净资产收益率 (ROE)	5.1%	3.2%	5.4%	6.9%	8.6%
市盈率 (PE)	43.6	67.6	39.4	29.5	22.7
EV/EBITDA	26.7	34.3	22.1	18.2	14.9
市净率 (PB)	2.22	2.19	2.12	2.04	1.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	45.17 元
总市值/流通市值	15031/15024 百万元
52 周最高价/最低价	71.20/43.63 元
近 3 个月日均成交额	453.27 百万元

市场走势

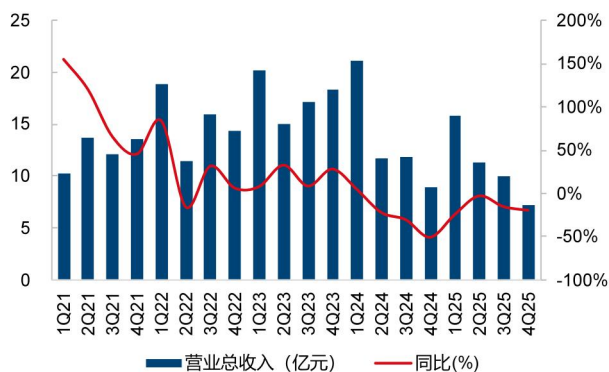


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

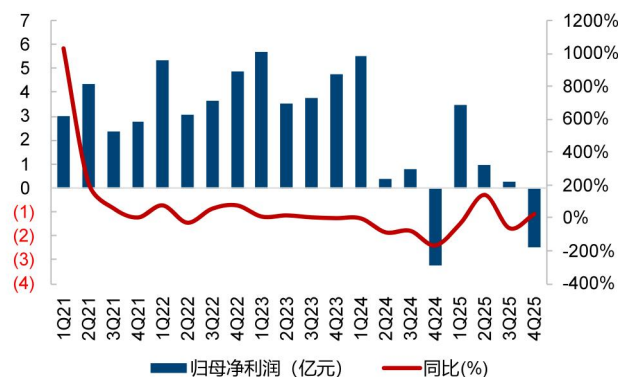
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 2025Q3 报表继续释放压力，普通酒及电商渠道表现较好》——2025-10-30
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 2025Q2 收入降幅环比收窄，盈利能力有所修复》——2025-08-24
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 2025Q1 继续释放风险，收入和净利润降幅环比 2024H2 收窄》——2025-04-27
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 2024Q4 经营延续承压，推动产品、区域、渠道调整》——2025-03-25
- 《舍得酒业 (600702.SH) - 第三季度继续释放渠道风险，拟回购股份用于员工激励》——2024-10-29

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



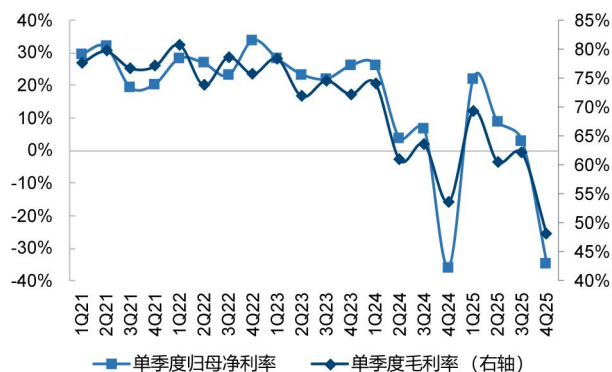
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



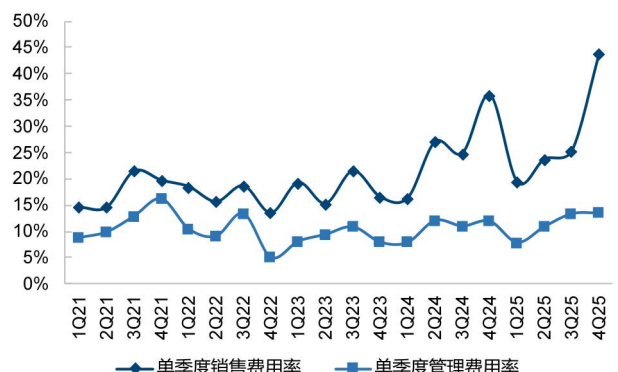
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 舍得酒业整体盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,419	5,097	5,708	4,425	4,815	-13.2%	-15.6%
收入同比增速%	-17.5%	10.3%	12.0%	0.1%	8.8%	-10.19pcts	-3.18pcts
毛利率%	62.0%	66.2%	67.0%	63.5%	64.5%	-2.68pcts	-2.42pcts
销售费用率%	62.0%	21.0%	20.0%	23.4%	22.8%	2.4pcts	2.8pcts
管理费用率%	10.2%	10.3%	10.2%	10.5%	10.3%	0.2pcts	0.1pcts
归母净利润 (百万元)	223	669	779	382	511	-42.8%	-34.4%
归母净利润同比增速%	-35.5%	15.2%	16.5%	71.4%	33.8%	56.18pcts	17.28pcts
净利率%	5.0%	13.1%	13.6%	8.6%	10.6%	-4.48pcts	-3.03pcts
EPS (元)	0.67	2.01	2.34	1.15	1.54	-42.8%	-34.3%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元) 总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2026/3/27	2026/3/27	2025A/E	2026E	2025A/E	2026E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,416	17,732	907.0	950.6	19.6	18.7
000858.SZ	五粮液	优于大市	103	3,984	258.9	264.8	15.4	15.0
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	104	1,528	118.0	121.6	12.9	12.6
600809.SH	山西汾酒	优于大市	148	1,811	121.8	128.7	14.9	14.1
002304.SZ	洋河股份	中性	51	765	36.9	41.6	20.7	18.4

000799.SZ	酒鬼酒	中性	43	141	0.1	0.8	976.2	175.2
600702.SH	舍得酒业	优于大市	45	151	2.23	3.82	67.6	39.4
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	104	551	44.3	47.1	12.5	11.7
603589.SH	口子窖	中性	25	148	9.4	10.3	15.8	14.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	32	256	19.8	21.2	12.9	12.1
603369.SH	今世缘	优于大市	27	337	27.5	29.1	12.3	11.6
603919.SH	金徽酒	优于大市	17	89	3.5	3.9	25.0	23.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除舍得酒业以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

白酒行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1543	1220	1225	1600	1792	营业收入	5357	4419	4425	4815	5182
应收款项	518	409	409	445	479	营业成本	1847	1678	1616	1707	1777
存货净额	5219	5904	5452	5494	5122	营业税金及附加	1042	704	705	746	803
其他流动资产	156	191	191	208	223	销售费用	1276	1140	1036	1098	1114
流动资产合计	7437	7824	7376	7847	7717	管理费用	545	478	482	513	536
固定资产	3515	3737	4138	4561	5012	研发费用	95	82	66	58	62
无形资产及其他	423	433	416	398	381	财务费用	(26)	11	80	86	85
投资性房地产	409	457	457	457	457	投资收益	(10)	(8)	5	3	0
长期股权投资	18	164	164	164	164	资产减值及公允价值变动	23	36	20	20	20
资产总计	11802	12615	12551	13427	13732	其他收入	(118)	(137)	(66)	(58)	(62)
短期借款及交易性金融负债	732	1542	1542	2019	1810	营业利润	568	301	466	630	825
应付款项	1442	1152	924	960	994	营业外净收支	(54)	16	20	20	20
其他流动负债	1891	1679	1581	1597	1676	利润总额	514	317	486	650	845
流动负债合计	4066	4373	4047	4576	4481	所得税费用	173	106	121	162	211
长期借款及应付债券	431	774	774	774	774	少数股东损益	(5)	(12)	(18)	(24)	(31)
其他长期负债	174	269	325	395	469	归属于母公司净利润	346	223	382	511	665
长期负债合计	605	1043	1099	1169	1243	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4671	5416	5145	5745	5723	净利润	346	223	382	511	665
少数股东权益	323	311	308	303	297	资产减值准备	19	19	7	4	5
股东权益	6808	6887	7098	7379	7711	折旧摊销	187	259	393	450	504
负债和股东权益总计	11802	12615	12551	13427	13732	公允价值变动损失	(23)	(36)	(20)	(20)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	(26)	11	80	86	85
每股收益	1.04	0.67	1.15	1.54	2.00	营运资本变动	(870)	(1045)	188	32	513
每股红利	2.17	0.54	0.52	0.69	1.00	其它	(13)	(22)	(10)	(8)	(11)
每股净资产	20.44	20.70	21.33	22.17	23.17	经营活动现金流	(354)	(602)	939	968	1656
ROIC	5.19%	2.69%	4%	5%	6%	资本开支	0	(511)	(763)	(839)	(923)
ROE	5.08%	3.24%	5%	7%	9%	其它投资现金流	602	(100)	0	0	0
毛利率	66%	62%	63%	65%	66%	投资活动现金流	603	(756)	(763)	(839)	(923)
EBIT Margin	10%	8%	12%	14%	17%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	21%	24%	27%	负债净变化	392	342	0	0	0
收入增长	-24%	-18%	0%	9%	8%	支付股利、利息	(721)	(180)	(172)	(230)	(332)
净利润增长率	-80%	-36%	71%	34%	30%	其它融资现金流	(468)	710	0	476	(209)
资产负债率	42%	45%	43%	45%	44%	融资活动现金流	(1127)	1035	(172)	246	(541)
股息率	4.8%	1.2%	1.1%	1.5%	2.2%	现金净变动	(878)	(323)	5	375	192
P/E	43.6	67.6	39.4	29.5	22.7	货币资金的期初余额	2422	1543	1220	1225	1600
P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	货币资金的期末余额	1543	1220	1225	1600	1792
EV/EBITDA	26.7	34.3	22.1	18.2	14.9	企业自由现金流	0	(1072)	208	162	761
						权益自由现金流	0	(19)	148	574	489

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032