

# 经营底部已现，破局强基再出发

## 舍得酒业(600702)

评级:	增持	股票代码:	600702
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	71.2/43.63
目标价格:		总市值(亿)	150.47
最新收盘价:	45.22	自由流通市值(亿)	150.41
		自由流通股数(百万)	332.62

### 事件概述

3月20日，公司发布2025年年报。2025年，公司实现营业总收入44.19亿元，同比-17.5%，实现归母净利润2.23亿元，同比-35.5%，市场库存进一步去化。其中，25Q4，公司实现营业总收入7.18亿元，同比-20.02%，实现归母净利润-2.49亿元，同比-22.94%，亏损同比收窄。年末，公司合同负债余额为7.39亿元，同比-19.61%，与营收降幅较为一致，经营较为正常。

### 分析判断:

#### ► 销量稳定、结构向下，叠加市场投入增加拉低销售吨价。

2025年，公司酒类业务实现营业收入38.53亿元，同比-19.55%，其中中高档酒/普通酒类分别实现营业收入31.20/7.33亿元，同比分别-23.83%/+5.75%，我们推测其中舍得品牌产品下滑幅度相对较大，舍之道及沱牌T68良好的市场热度抵御了部分下滑。酱酒业务方面，2025年夜郎古酒庄实现销售收入1.29亿元，同比下滑51.2%，高端酱酒的动销受茅台1935降至700元价位带的影响较大。

从销量来看，2025年公司酒类销售量约为3.1万吨，同比基本持平，其中中高档酒类/普通酒类销量分别为1.46/1.64万吨左右，同比分别-13.1%/+15.4%，普通酒的量增与中高档酒的缩量相抵，销量稳定，结构下行。从吨价来看，2025年公司酒类吨价为12.42万元/吨，同比-19.5%，其中中高档酒类/普通酒类吨价同比分别-12.3%/-8.3%，我们预计主要为市场投入增加及销售结构变化所致。

#### ► 渠道包袱明显出清，线上运营优势有望继续发挥。

2025年，公司省内/省外分别实现营业收入12.06/26.47亿元，同比分别-20.19%/-19.25%，省内外下滑幅度相近，我们认为公司聚焦基地市场、重点市场打造有所成效。经销体系方面，2025年末公司省内外经销商数量分别为466/2059家，年内分别净减少8/130家，全国合计减少138家，2023、2024年经销体系分别净增497/8家，我们认为该经营数据的变化，体现了行业周期的变化，及2025年公司积极帮助经销商消化库存、治理市场的成果，在上一轮周期中积累的市场库存和包袱已明显出清。

2025年，公司批发代理渠道/电商销售分别实现营业收入32.49/6.04亿元，同比分别-25.19%/+35.46%，公司顺应行业线上化的趋势，积极布局线上销售，线上销售收入同比+35.46%，毛利率74.35%，高于公司整体毛利率水平，未来将持续增加分销渠道建设，让更广泛的人群通过多互联网平台购买公司产品，致力于推出更多具有流量的网红级大单品，精细化管理消费者引流及效果投放，加强站内营销及平台级合作，我们预计公司线上运营的优势有望进一步发挥，线上业务收入维持增长趋势。

#### ► 毛利向下、费用向上，盈利能力小幅恶化，预期26年净利率有望企稳。

2025年，公司毛利率为62.04%，同比-3.48pcts，主要由结构下行叠加市场投入增加两方面因素导致，我们推测未来舍之道、T68有望维持良好势头，品味舍得有望逐步企稳，趋势上仍将维持结构下行，叠加原材料成本上涨，我们预计26年毛利率仍将面临一定压力，但降幅有望收窄。

费用率方面，2025年公司税金及附加费用率为15.93%，同比-3.52pcts，产销节奏同步良好，税金及附加费用率降至合理水平。期间费用率合计同比+3.41pcts，其中销售/管理/财务费用率分别同比+1.97pcts/+0.63pct/+0.73pct，费用率的增加主要受收入下降影响，我们预计26年随公司经营及业绩趋于稳定，费用率上升的趋势有望缓解，对利润率的压力有望减轻。

综合影响下，2025年公司净利率为4.78%，同比-1.57pcts，盈利能力略有恶化。我们预计26年毛利率存

在小幅下行的压力，费用率在经营企稳、费效提升的背景下有望稳中小幅下降，抵消毛利率下行的影响，公司26年净利率及盈利能力有望企稳。

### 投资建议

2025年是公司主动调整节奏、稳价盘、去库存的一年，市场治理成效显著，2026年在更健康的渠道状态、更稳健的产品价盘支撑下，公司的经营状况有望重新向前，同时在产品、品牌、渠道、组织四个方面进一步提升，助力公司长期向好发展，我们预计经营业绩有望小幅恢复，但鉴于行业需求并未出现向上拐点，且竞争进一步加剧，我们结合25年经营业绩，下调公司盈利预测，26-27年营业收入由53.15/56.70亿元下调至44.65/45.16亿元，新增28年营业收入46.32亿元，26-27年归母净利润由7.06/7.67亿元下调至2.78/2.74亿元，新增28年归母净利润2.84亿元，26-27年EPS由2.12/2.30元下调至0.84/0.82元，新增28年EPS 0.85元，2026年3月31日收盘价45.22元，对应26-28年PE分别为54/55/53倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

下沉市场推广不及预期，行业竞争加剧等

### 盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,357	4,419	4,465	4,516	4,632
YoY (%)	-24.4%	-17.5%	1.0%	1.2%	2.6%
归母净利润(百万元)	346	223	278	274	284
YoY (%)	-80.5%	-35.5%	24.7%	-1.6%	4.0%
毛利率 (%)	65.5%	62.0%	60.9%	60.4%	60.4%
每股收益 (元)	1.05	0.68	0.84	0.82	0.85
ROE	5.1%	3.2%	3.9%	3.7%	3.7%
市盈率	42.98	66.47	54.12	55.00	52.89

资料来源：iFind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,419	4,465	4,516	4,632	净利润	211	272	265	274
YoY (%)	-17.5%	1.0%	1.2%	2.6%	折旧和摊销	276	290	301	379
营业成本	1,678	1,748	1,789	1,836	营运资金变动	-1,005	2,461	-2,998	2,503
营业税金及附加	704	692	700	718	经营活动现金流	-523	3,033	-2,416	3,175
销售费用	1,140	1,116	1,120	1,149	资本开支	-686	-763	-818	-677
管理费用	478	455	452	454	投资	-247	-160	-176	-193
财务费用	11	0	0	0	投资活动现金流	-932	-927	-1,002	-877
研发费用	82	71	68	77	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-38	-7	-9	-12	债务募资	1,287	568	568	520
投资收益	-8	-4	-7	-7	筹资活动现金流	1,053	568	568	520
营业利润	301	390	393	404	现金净流量	-402	2,674	-2,850	2,818
营业外收支	16	0	0	0					
利润总额	317	390	393	404	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
所得税	106	118	127	129	<b>成长能力</b>				
净利润	211	272	265	274	营业收入增长率	-17.5%	1.0%	1.2%	2.6%
归属于母公司净利润	223	278	274	284	净利润增长率	-35.5%	24.7%	-1.6%	4.0%
YoY (%)	-35.5%	24.7%	-1.6%	4.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.68	0.84	0.82	0.85	毛利率	62.0%	60.9%	60.4%	60.4%
					净利率	5.0%	6.2%	6.1%	6.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	总资产收益率 ROA	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%
货币资金	1,220	3,894	1,044	3,861	净资产收益率 ROE	3.2%	3.9%	3.7%	3.7%
预付款项	53	48	56	55	<b>偿债能力</b>				
存货	5,904	3,586	6,718	4,191	流动比率	1.79	1.61	1.46	1.39
其他流动资产	646	632	711	660	速动比率	<b>0.41</b>	<b>0.88</b>	<b>0.28</b>	<b>0.70</b>
流动资产合计	7,824	8,160	8,529	8,768	现金比率	0.28	0.77	0.18	0.61
长期股权投资	164	324	500	694	资产负债率	42.9%	45.0%	47.1%	47.8%
固定资产	3,397	4,023	4,714	5,285	<b>经营效率</b>				
无形资产	433	476	496	520	总资产周转率	0.36	0.34	0.32	0.31
非流动资产合计	4,791	5,418	6,102	6,582	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	12,615	13,578	14,632	15,350	每股收益	0.68	0.84	0.82	0.85
短期借款	1,135	1,703	2,270	2,790	每股净资产	20.70	21.53	22.36	23.21
应付账款及票据	1,152	1,112	1,361	1,225	每股经营现金流	-1.57	9.12	-7.26	9.54
其他流动负债	2,086	2,250	2,222	2,282	每股股利	0.31	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,373	5,065	5,853	6,297	<b>估值分析</b>				
长期借款	774	774	774	774	PE	66.47	54.12	55.00	52.89
其他长期负债	269	269	269	269	PB	2.71	2.10	2.02	1.95
非流动负债合计	1,043	1,043	1,043	1,043					
负债合计	5,416	6,108	6,896	7,340					
股本	333	333	333	333					
少数股东权益	311	305	297	287					
股东权益合计	7,199	7,470	7,736	8,010					
负债和股东权益合计	12,615	13,578	14,632	15,350					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。