

# 业绩调整期韧性表现，看好 舍得长期成长性

舍得酒业 (600702.SH)

## 核心观点

舍得酒业 2025 年虽受白酒行业深度调整影响，实现营业收入 44.19 亿元(同比-17.51%)、归母净利润 2.23 亿元(同比-35.51%)，短期业绩承压，但公司展现出强劲发展韧性与清晰长期布局，值得看好；公司核心优势稳固，老酒储量、生态酿酒及国家级非遗工艺构筑坚实品质壁垒，舍得、沱牌双品牌价值超 1900 亿元，复星赋能持续深化，同时大众酒逆势增长、电商渠道同比大增 35.46%，渠道与产品结构不断优化，经销商体系主动精简提质，现金流边际改善且资产质量扎实，长期股权投资加码酒旅融合与增产扩能项目，叠加稳定的股东回报政策，尽管当前面临毛利率收缩、费用率阶段性上升等短期挑战，但随着行业库存出清、消费复苏，公司依托核心壁垒与多元布局，有望实现业绩修复与价值回归。

## 事件

### 公司发布 2025 年年度报告。

2025 年营业收入 44.19 亿元，同比下降 17.51%；归母净利润 2.23 亿元，同比下降 35.51%；扣非归母净利润 1.99 亿元，同比下降 50.31%。

4Q2025 营业收入 7.18 亿元，同比下降 20.02%；归母净利润-2.49 亿元；扣非归母净利润-2.61 亿元。

## 简评

### 行业调整拖累整体，盈利短期承压。

2025 年公司实现营业收入 44.19 亿元，同比下降 17.51%；酒类主业收入 38.53 亿元，同比下滑 19.55%，主要受白酒行业存量竞争、消费需求偏弱、渠道去库存等行业共性因素影响，整体销售端承压明显。

分产品看，中高档酒收入 31.20 亿元，同比下滑 23.83%，是业绩下滑核心拖累，次高端白酒行业竞争加剧、动销放缓影响显著；普通酒收入 7.33 亿元，同比增长 5.75%，沱牌特级 T68 等大众单品表现亮眼，大众性价比赛道成为稳定器，双品牌结构韧性显现。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100003

发布日期：2026 年 04 月 15 日

当前股价：45.07 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.95/-6.26	-21.70/-18.44	-24.16/-49.25
12 月最高/最低价 (元)		69.35/43.99
总股本 (万股)		33,275.89
流通 A 股 (万股)		33,261.89
总市值 (亿元)		149.97
流通市值 (亿元)		149.91
近 3 月日均成交量 (万)		787.60
主要股东		
四川沱牌舍得集团有限公司		30.26%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 24.10.29 【中信建投白酒 II】舍得酒业(600702): 三季度业绩下滑, 看好舍得长期成长性
- 24.08.23 【中信建投白酒 II】舍得酒业(600702): 二季度业绩下滑, 看好舍得长期成长性

分渠道看，批发代理渠道收入 32.49 亿元，同比下滑 25.19%，传统大商渠道处于去库存、调结构阶段；电商渠道收入 6.04 亿元，同比大增 35.46%，线上直营、新零售渠道快速突破，成为渠道增长核心引擎，全渠道布局成效初显。

分区域和渠道角度，省内、省外收入均小幅下滑，降幅分别为 20.19%、19.25%，全国化市场同步处于调整期；经销商净减少 138 家，退出数量大于新增，渠道主动优化清退低效经销商，聚焦优质客户，为后续良性动销铺路。

### 毛利率承压，现金流有所改善。

2025 年公司整体毛利率为 62.04%，同比下降 3.48 个百分点，盈利空间有所收缩，核心系产品结构下行、价格竞争加剧及成本规模效应缩水所致。分业务看，酒类业务毛利率 67.67%，同比减少 3.26 个百分点，其中中高档酒毛利率 74.67%，同比下降 1.48 个百分点；普通酒毛利率 37.92%，同比减少 2.17 个百分点，主要受人工、制造费用上升影响。

费用端，2025 年销售费用率 25.80%，同比增加 1.97pct；研发费用率 1.86%，同比增加 0.08pct；管理费用率 10.81%，同比增加 0.63pct；财务费用率 0.25%，同比增加 0.73pct；合计期间费用率为 38.70%，同比增加 3.41pct。

经营活动现金流净额-5.23 亿元，虽为净流出但同比收窄 26.08%，回款与费用管控效果显现。

### 坚定发展信心，看好舍得长期成长性

2026 年，舍得酒业将以老酒战略为核心基石，同步推进多品牌矩阵、年轻化与国际化战略，通过生产智能化升级完善生态产业链、提升老酒品质，围绕“FC2M、生态、科创”等重点工作与“强基、破局、再出发”主题强化核心竞争力；品牌上，舍得深耕老酒赛道、沱牌聚焦创新突破，同时坚持规范化与长期化发展赋能营销；营销上，践行“四个坚定不移”与“四力提升”，以“渠道向下、品牌向上、全面向 C”策略稳存量、破新局；产研与管理上，推动酒旅融合、科创引领、生产智能化绿色化升级，整体战略清晰、优势突出，未来增长潜力值得看好。

**盈利预测：下调公司盈利预测。**预计 2026-2028 年公司实现收入 46/49/52 亿元，同比增长 4%/5%/6%；实现归母净利润 2.9/3.8/4.6 亿元，同比增长 30%/31%/22%。对应 PE 为 52/39/32X，维持“买入”评级。

**风险提示：省外市场扩张不及预期。**舍得酒业在省外市场基础相对薄弱，市场开拓所需投入较大，且名酒全国化进程不断加速，市场竞争激烈，省外市场扩张存在一定不确定性，需要及时跟踪观察。

**省内竞争加剧。**虽然在四川本地酒相对省外品牌较为强势，但省内白酒品牌较多，各四川企业也在积极布局中高端价格带，内部竞争也较为激烈。

**食品安全风险等。**近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

表 1:盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,357.07	4,419.22	4,611.85	4,854.57	5,154.74
YoY (%)	-24.35	-17.51	4.36	5.26	6.18
净利润(百万元)	345.77	223.01	290.16	381.13	463.39
YoY (%)	-80.48	-35.51	30.11	31.35	21.58
毛利率 (%)	65.52	62.04	62.43	63.59	64.80
销售净利率 (%)	6.45	5.05	6.29	7.85	8.99
ROE (%)	5.08	3.24	4.04	5.04	5.78
EPS(摊薄/元)	1.04	0.67	0.87	1.15	1.39
P/E(倍)	43.37	67.25	51.69	39.35	32.36
P/B(倍)	2.20	2.18	2.09	1.98	1.87

资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

### 刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk