



公司研究 | 深度报告 | 舍得酒业 (600702.SH)

舍得酒业深度报告：舍得智慧，行稳致远

报告要点

本轮周期中，公司积极构建清晰全面的产品矩阵，坚持老酒战略、传播差异化定位，渠道趋向良性健康发展。2023 年老酒市场规模预计已近 1300 亿元，该细分品类及自带的较高品质感已广为人知。公司老酒储备丰富且开创双年份认证，有望借品类之势放大品牌能量。同时，当下全国化扩张需要更为耐心细致的运营和操作，公司坚持长期主义，有望发挥优势、成为下一个实现渐进全国化的名优酒企。

分析师及联系人



朱梦兰

SAC: S0490522050003



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487

舍得酒业深度报告：舍得智慧，行稳致远

舍得酒业：川酒金花，底蕴深厚

舍得酒业是白酒行业第三家上市公司，公司及旗下代表品牌多次斩获国家级荣誉，被誉为川酒“六朵金花”之一。据记载射洪酿酒始于西汉，兴于唐宋，盛于明清，壮大于当代。杜甫曾至射洪诗赞“射洪春酒寒仍绿”。1940年酒厂正式成立，1946年前清举人马天衢取“沱泉酿美酒，牌名誉千秋”之意，命名“沱牌曲酒”。1951年12月，射洪县政府对泰安作坊进行公有制改造，建立射洪县实验曲酒厂，沱牌曲酒从此新生。1980~1989年期间，沱牌曲酒先后获得四川省第二届评酒会“四川名酒”称号、全国第五届评酒会金质奖章，其产品品质一直广泛受到大众认可，同时也是行业生态酿酒的先行者之一。

回溯历史：一波三折，迎来复“星”

以机制改革和行业周期为贯穿主线，舍得的发展经历多次起伏。舍得前身是当地小有名气的酿酒作坊，1976年李家顺调任该厂厂长、启动并主导舍得内部变革，随后的十几年间，舍得顺利由一个小作坊发展为大型企业，但当时产品结构中绝大多数为中低档白酒。在2001年白酒消费税改为从量从价复合征收、且白酒竞争越发激烈的背景下，公司加大了高档白酒新品牌“舍得”的市场开发，但受限于薄弱的品牌基础和渠道基础，公司高端市场开拓并不理想。2009-2012年，舍得同时受益于次高端升级红利、及自身经营变革红利，经营层面获得大幅改善。2012年白酒行业开始迎来深度调整，舍得整体仍处于下行通道。2016年7月天洋正式成为舍得控股股东，为舍得带来诸多变化，但天洋后续自身资金链出现问题，对舍得稳定经营造成不良影响。2020年12月31日复星集团入主沱牌舍得，公司经营迈向新台阶。具体来看，公司坚持老酒战略、践行长期主义，本轮市场秩序管理成熟度显著提升，未来长期增长持续性可期。

展望未来：老酒战略引领，核心市场强化

复星入主舍得以来，积极构建清晰全面的产品矩阵，坚持老酒战略、传播差异化定位，渠道趋向良性健康发展。2023年老酒市场规模预计已近1300亿元，该细分品类及自带的较高品质感已广为人知。2021年公司公告公司已累积存储了12万余吨优质基酒成为战略性库存。同时，舍得开创双年份认证，依托老酒在全国范围开办品牌传播活动，作为泛全国化的二线名酒，舍得实施老酒战略、突出差异化定位，且依托老酒概念有望在全国化扩张过程中形成合力，借品类之势放大品牌能量。从区域扩张看，回顾白酒行业发展史，完成全国化或泛全国化的企业基本无一例外都拥有强地基市场圈，当下，全国化扩张需要更为耐心细致的运营和操作，舍得坚持长期主义，有望发挥优势、成为下一个实现渐进全国化的名优酒企。

盈利预测与估值分析

展望未来，考虑到舍得利润潜在修复及未来潜在全国化空间，我们预计舍得酒业2026/2027年EPS分别为1.05/1.3元，对应当前PE分别为40/33倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、宏观经济波动导致需求修复不及预期；
- 2、市场价格大幅波动导致渠道积极性受损；
- 3、行业竞争加剧导致公司盈利能力受损；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期。

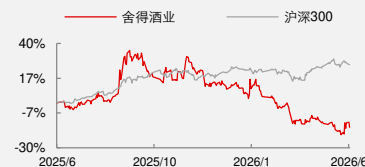
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	42.60
总股本(万股)	33,276
流通A股/B股(万股)	33,262/0
每股净资产(元)	21.49
近12月最高/最低价(元)	71.20/39.66

注：股价为2026年6月2日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

舍得酒业：川酒金花，底蕴深厚	6
回溯历史：一波三折，迎来复“星”	9
2000 年及以前：锐意改革，跑马圈地	9
2001-2009 年：布局高端，开拓受阻	10
2009-2012 年：营销变革，东风渐起	11
2012-2015 年：行业巨变，结构调整	12
2015-2020 年：天洋入主，风云突变	13
2020 年-至今：轻装上阵，迎来复“星”	14
展望未来：老酒战略引领，核心市场强化	15
老酒战略引领，放大品牌声量	15
核心市场强化，筑牢全国化根基	16
盈利预测与估值分析	17
风险提示	19

图表目录

图 1：舍得酒业历史上多次获得殊荣	6
图 2：舍得酒业是行业生态酿酒的先行者之一	6
图 3：舍得发展历经多轮起伏	7
图 4：2025 年舍得盈利能力处于低位	7
图 5：2025 年舍得费用率保持在较高水平	7
图 6：对比同业，舍得盈利能力具备一定提升空间	8
图 7：复星对舍得公司实际控制（截至 2026 年一季报）	8
图 8：1993-2000 年，舍得公司主营业务收入快速提升	10
图 9：1995-2000 年，舍得毛利率在上市白酒企业中位居最后一档	10
图 10：2001-2009 年，舍得销售人员数量呈下降趋势（单位：人）	11
图 11：2000-2006 年舍得毛利率基本持平，2006 年后小幅提升	11
图 12：2009-2012 年，舍得公司销售人员数量快速提升（单位：人）	12
图 13：2009-2012 年，舍得公司广告费用在销售费用占比快速提升	12
图 14：2010-2012 年，舍得公司前五大经销商销售占比快速提升	12
图 15：2010-2012 年，舍得公司中高档酒类收入规模快速提升	12
图 16：2012-2015 年，舍得中高档酒销售规模持续下滑，低档酒阶段性有较好表现	13
图 17：2015-2020 年，舍得销售人员数量及薪酬均明显提升	14
图 18：舍得 2018 年股权激励目标考核稳健	14
图 19：2015-2020 年，舍得经销商数量快速增长（单位：家）	14
图 20：老酒市场规模预计已突破千亿元	16
图 21：舍得酒业 PE-TTM	18
表 1：舍得公司高管团队较为成熟（截至 2025 年年报）	8

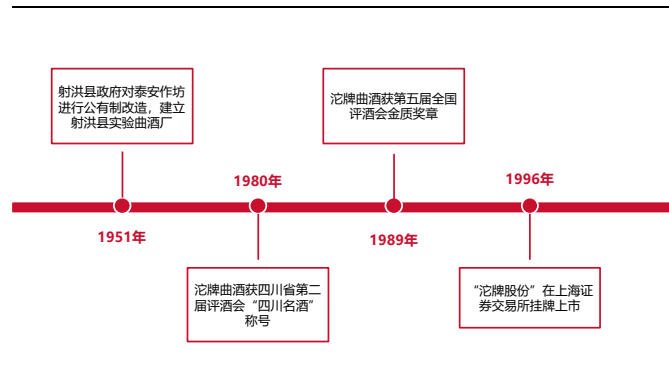
表 2：舍得酒业主要产品（非完全展示）	15
表 3：白酒行业估值表.....	17
表 4：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）	19

舍得酒业：川酒金花，底蕴深厚

舍得酒业是白酒行业第三家上市公司，公司及旗下代表品牌多次斩获国家级荣誉，被誉为川酒“六朵金花”之一。据记载射洪酿酒始于西汉，兴于唐宋，盛于明清，壮大于当代。杜甫曾至射洪诗赞“射洪春酒寒仍绿”。1940年酒厂正式成立，1946年前清举人马天衢取“沱泉酿美酒，牌名誉千秋”之意，命名“沱牌曲酒”。1951年12月，射洪县政府对泰安作坊进行公有制改造，建立射洪县实验曲酒厂，沱牌曲酒从此新生。

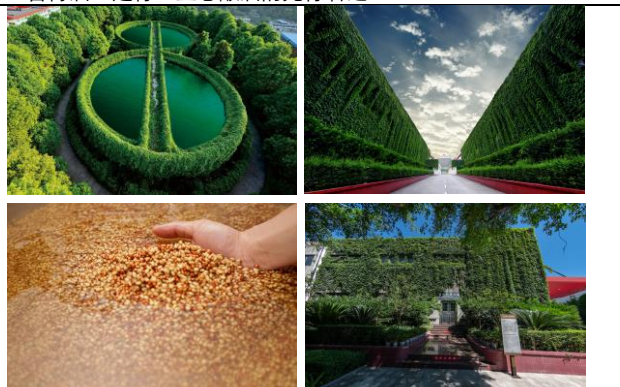
1980~1989年期间，沱牌曲酒先后获得四川省第二届评酒会“四川名酒”称号、全国第五届评酒会金质奖章，其产品品质一直广泛受到大众认可，同时也是行业生态酿酒的先行者之一。舍得酒业在上世纪90年代初即提出生态酿酒理念，2008年“生态酿酒”词条正式收录进《白酒工业术语》国家标准中，引领行业掀起生态热潮。而今，“生态酿酒”已成为舍得酒业酿酒权威的品质标杆。舍得以此为核心建立全面的生态酿酒体系，构造出“品质八维”：生态地域、生态水源、生态酒曲、生态原粮、生态老窖、生态酿艺、生态陈藏、生态灌装。

图 1：舍得酒业历史上多次获得殊荣



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 2：舍得酒业是行业生态酿酒的先行者之一

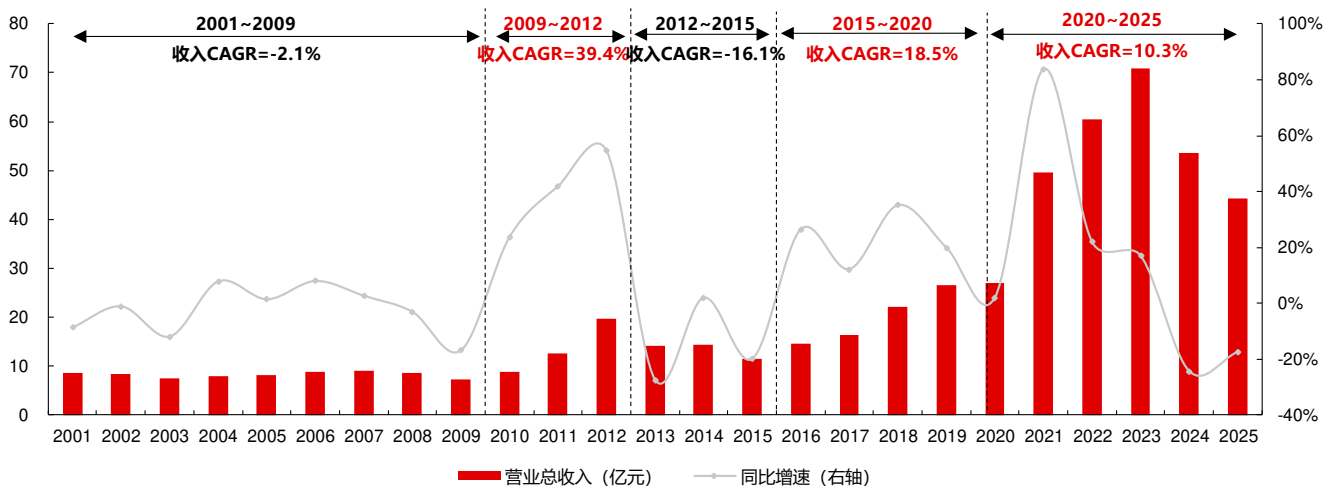


资料来源：公司官网，长江证券研究所

以机制改革和行业周期为贯穿主线，舍得的历史发展经历多次起伏。舍得前身是当地小有名气的酿酒作坊，改制为国营酒厂后一段时间内发展较为缓慢，1976年李家顺调任该厂厂长、启动并主导舍得内部变革，随后的十几年间，舍得顺利由一个小作坊发展为大型企业，但当时产品结构中绝大多数为中低档白酒。在2001年白酒消费税改为从量从价复合征收、且白酒竞争越发激烈的背景下，公司加大了高档白酒新品牌“舍得”的市场开发，但受限于薄弱的品牌基础和渠道基础，公司高端市场开拓并不理想，对应2001-2009年公司收入复合增速为-2.1%。

2009-2012年，舍得同时受益于次高端升级红利、及自身经营变革红利，经营层面获得大幅改善，其中销售收入CAGR达39.4%。2012年白酒行业开始迎来深度调整，舍得整体仍处于下行通道，2012-2015年舍得收入CAGR为-16.1%。2016年7月天洋正式成为舍得控股股东，为舍得带来诸多变化，但天洋后续自身资金链出现问题，对舍得的稳定经营造成不良影响。2020年12月31日复星集团入主沱牌舍得，公司经营迈向新台阶。回溯来看，公司坚持老酒战略、践行长期主义，本轮市场秩序管理成熟度显著提升，未来长期增长持续性可期。

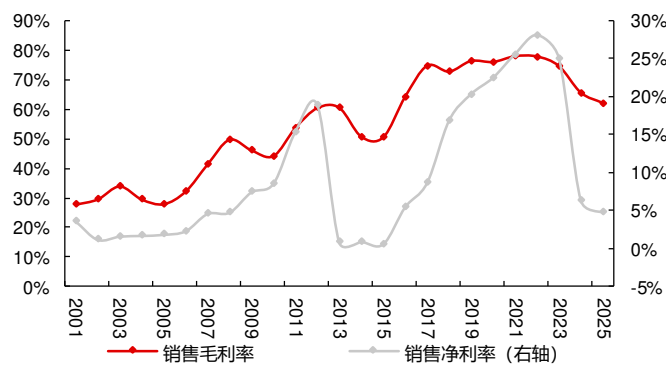
图 3：舍得发展历经多轮起伏



资料来源：Wind，长江证券研究所

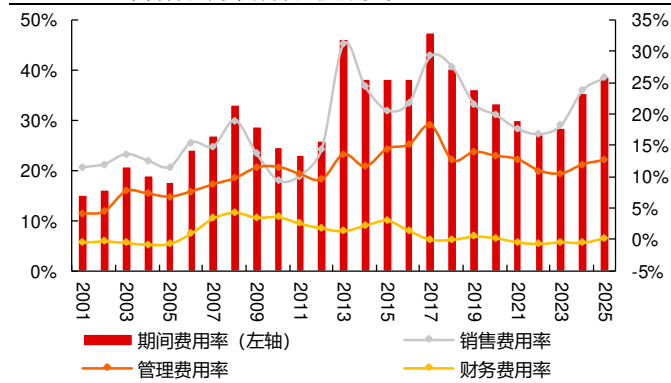
2020-2022 年，公司盈利能力的稳步提升受益于毛利率的提升及费用率的下降，近两年来，伴随着行业调整，公司毛利率下移且费用率抬升，目前公司盈利能力处于低位，其中毛利率下降主要源自于产品结构阶段性下移；期间费用率（主要是销售费用率）提升则主因收入规模下降而费用相对刚性。展望未来，舍得费用率有望伴随收入规模的修复、及费用投放精准化逐步下行，带动舍得盈利能力修复改善。

图 4：2025 年舍得盈利能力处于低位



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2025 年舍得费用率保持在较高水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

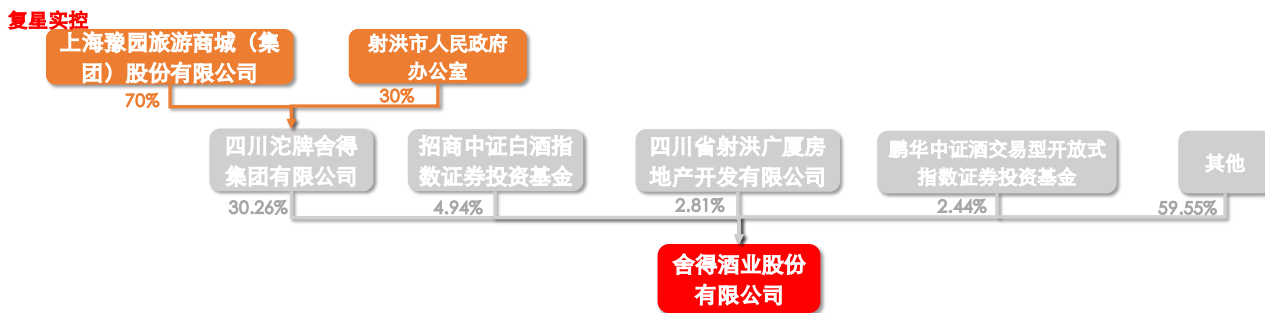
图 6：对比同业，舍得盈利能力具备一定提升空间

		毛利率	销售费用率	管理费用率	净利率
600519.SH	贵州茅台	91%	4%	5%	51%
000858.SZ	五粮液	78%	19%	9%	23%
000568.SZ	泸州老窖	87%	13%	5%	42%
600779.SH	水井坊	80%	28%	17%	13%
600702.SH	舍得酒业	62%	26%	13%	5%
600809.SH	山西汾酒	75%	11%	4%	32%
000799.SZ	酒鬼酒	65%	32%	16%	-3%
002304.SZ	洋河股份	72%	27%	10%	11%
000596.SZ	古井贡酒	79%	29%	8%	19%
603589.SH	口子窖	69%	21%	10%	17%
603369.SH	今世缘	74%	23%	5%	26%
603198.SH	迎驾贡酒	73%	11%	5%	33%

资料来源：Wind，长江证券研究所（以上指标均引用自 2025 年最新年度数据）

2021 年 1 月 5 日，天洋控股集团持有的沱牌舍得集团 70% 股权被解除冻结、归上海豫园旅游商城（复星实控）所有，目前公司股东结构稳定，经营管理层亦较为成熟。截至 2026 年一季报最新信息，复星通过豫园股份对公司保持实际控制，目前舍得公司经营管理层较为成熟，部分来自舍得公司市场一线、对公司经营情况熟悉，部分来自复星旗下、便于舍得公司与复星生态圈接轨。

图 7：复星对舍得公司实际控制（截至 2026 年一季报）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：舍得公司高管团队较为成熟（截至 2025 年年报）

职位	姓名	年龄	履历
董事长，董事	蒲吉洲	56	历任舍得酒业股份有限公司一分厂，四分厂厂长，行政中心副总监，吉林沱牌农产品开发公司总经理，沱牌热电公司经理，四川沱牌舍得集团有限公司董事，舍得酒业股份有限公司副总裁，副董事长，联席董事长，总裁。现任舍得酒业股份有限公司董事长。
董事	黄震	55	曾任上海佰草集化妆品有限公司总经理及上海家化副总经理。现担任复星国际执行董事兼执行总裁，豫园股份董事长，舍得酒业股份有限公司董事。同时为上海市政协委员，上海市工商联常委，黄浦区政协常委，黄浦区工商联（总商会）主席（会长），中国黄金协会副会长，中国宝玉石协会副会长，上海企业家协会副会长等。
董事，联席董事长	吴毅飞	47	2017.04-2019.12 担任复星集团总裁助理兼商流产业发展集团总裁，2020.01-2020.09 担任豫园股份总裁助理兼战略投资中心总经理，2020.10-2021.01 担任复星集团总裁助理，集团投资委员会秘书长，副 CFO，投资管理条线 CHO，战略投资发展部总经理，投资业务管理部总经理。2021.01-2021.04 担任复星全球合伙人，复星集团总裁助理，集团投资委员会秘书长，复星大快乐产业运营委员会首席投资官(CIO)，副 CFO，战略投资发展部总经理，投资业

			务管理部总经理。现任豫园股份副总裁，金徽酒股份有限公司董事，四川沱牌舍得集团有限公司董事长，舍得酒业股份有限公司联席董事长。
董事	邹超	44	历任毕马威华振会计师事务所(KPMG)审计助理经理，审计员。2011年10月至2015年3月期间担任世茂房地产(HK0813)集团财务管理中心创新金融部部门负责人，内控部综合组财务高级经理，财务专业经理，报表部财务副经理。2015年3月加入复星集团，期间担任复星地产财务董事总经理，兼任复地集团总裁助理、CFO、复星地产资金执行总经理，财务分析高级总监，预算分析总监。2018年7月至2023年3月期间担任豫园股份副总裁兼CFO、豫园股份执行总裁兼CFO。现任豫园股份执行总裁兼联席CFO，舍得酒业股份有限公司董事。
董事	周波	55	2012年4月至2014年1月在复星地产控股养老产品线担任人事行政总监；2014年2月至2018年12月在上海豫园商旅文产业投资管理有限公司担任副总裁兼人力资源部总经理；2019年1月至2021年12月担任上海复地产业发展集团有限公司高级副总裁兼人力资源部总经理，总裁办公室总经理；2021年12月起担任豫园股份执行总裁；2023年1月起担任舍得酒业股份有限公司董事。
董事	钱顺江	62	曾任上海庄臣有限公司会计经理，东方海外货柜航运(中国)有限公司财务部经理，强生(中国)投资有限公司兼强生视力保健产品部财务经理、财务总监，中国华源集团有限公司副总会计师兼财务部部长，连连支付副总裁兼CFO，上海复星医药(集团)股份有限公司副总经理兼财务总监，南京南钢钢铁联合有限公司副总经理兼总会计师，复星国际副总裁、联席首席财务官、联席首席投资官、联席首席人力资源官。2024年2月至2025年7月，历任豫园股份执行总裁兼CFO、总裁(轮值)，豫园文化饮食集团董事长。
总裁	唐瑛	46	历任宝洁(中国)有限公司四川省甘肃省客户经理，福建省区域经理，广东省区域经理，山东及安徽省大区经理，分销商通路渠道运营中心总经理，宝洁西部大区总经理兼宝洁(中国)成都营销公司法人，宝洁大中华区织物护理事业部营销总经理，宝洁大中华区分销商渠道销售副总裁，宝洁大中华区口腔护理事业群总裁，豫园股份总裁高级助理。现任舍得酒业股份有限公司总裁。
副总裁	饶家权	60	历任四川沱牌曲酒股份有限公司科技科科长，研究所副所长，生技部部长，一厂厂长，生技中心总监，副总工程师，四川省绵阳市丰谷酒业有限责任公司永兴分公司经理，生产事业部副总经理，技术中心主任，工会主席，党委书记，公司副总经理，党委副书记。现任舍得酒业股份有限公司副总裁。
副总裁	张萃富	56	历任四川沱牌曲酒股份有限公司生技部设备室技术员，动力车间副主任，主任，四川沱牌玻璃厂厂长，四川天马玻璃有限公司筹建处副主任兼副总经理，四川沱牌舍得集团有限公司董事，舍得酒业股份有限公司副总经理兼营销公司总经理，四川天马玻璃有限公司董事，总经理。现任舍得酒业股份有限公司副总裁，贵州夜郎古酒庄有限公司总裁。
副总裁	罗超	46	历任陕西安康星泓天贸城开发有限公司总经理，成都星泓投资有限公司副总裁，执行总裁，上海星泓投资控股有限公司副总裁，上海复地产业发展集团有限公司副总裁，上海复豫酒业(集团)有限公司执行总裁。现任四川沱牌舍得集团有限公司副董事长，舍得酒业股份有限公司副总裁。
首席财务官	钟龄瑶	42	历任复星国际有限公司投资总监、上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司投资执行总经理、上海复豫酒业集团有限公司总裁助理。现任舍得酒业股份有限公司总裁助理、战略与投资管理中心总经理。
董事会秘书	张伟	49	历任武汉凡谷电子技术股份有限公司董事，董事会秘书，晋商联盟控股股份有限公司总裁助理，浙江凯恩特种材料股份有限公司董事，曼德电子电器有限公司资本总监，现任舍得酒业股份有限公司总裁助理。

资料来源：Wind，长江证券研究所

回溯历史：一波三折，迎来复“星”

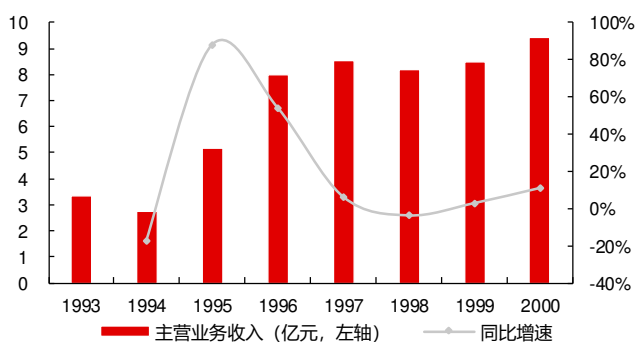
2000年及以前：锐意改革，跑马圈地

上世纪末，舍得已位居全国最大白酒制造企业前列，产品畅销全国，据国家轻工业局统计资料，1999年公司实现白酒产量和销量列全国白酒制造企业第一位；但考虑到公司当时产品结构中绝大多数为中低档白酒、中高档产品经营比重较低，因此公司销售毛利率处于白酒上市公司的最后一档。舍得前身是当地小有名气的酿酒作坊，改制为国营酒厂后一段时间内发展较为缓慢，1976年李家顺调任该厂厂长、启动并主导舍得内部变

革，主要包括¹：①重视人才培养、提升人员素质；②大胆改革企业内部分配制度、产量及优酒率得到有效提升；③大胆革新销售策略、薄利多销。随后的十几年间，舍得顺利由一个小作坊发展为大型企业，并在 1989 年获第五届国家质量奖金质奖章、确立名酒地位；截至 1999 年，舍得已形成年产 15 万吨沱牌系列酒生产能力，当年实际生产沱牌系列酒 13.21 万吨、销售沱牌系列酒 12.5 万吨。

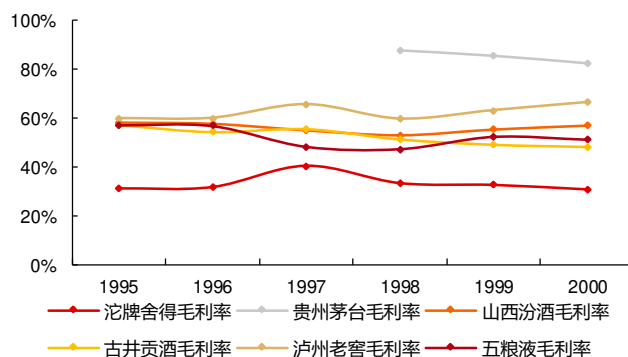
但考虑到“薄利多销、以廉取胜、以优取胜”的发展策略，当时舍得产品定价及销售毛利率均处于白酒上市公司的最后一档，2000 年舍得毛利率在约 31%，远低于其他上市名酒：茅台（约 82%）、泸州老窖（约 66%）、山西汾酒（约 57%）、五粮液（约 51%）、古井贡酒（约 48%）。

图 8：1993-2000 年，舍得公司主营业务收入快速提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：1995-2000 年，舍得毛利率在上市白酒企业中位居最后一档



资料来源：Wind，长江证券研究所

2001-2009 年：布局高端，开拓受阻

在 2001 年白酒消费税改为从量从价复合征收、且白酒竞争越发激烈的背景下，公司加大了高档白酒新品牌“舍得”的市场开发，但受限于薄弱的品牌基础和渠道基础，公司高端市场开拓并不理想。对应 2001-2009 年公司收入复合增速为-2.1%，规模保持萎缩态势；从盈利能力来看，公司 2000-2006 年毛利率未见明显提升，2005 年公司申请注册“陶醉”商标、陶醉系列产品当时定位中高端、预计产品获得一定市场正向反馈，2006-2009 年公司毛利率由约 32%提升至约 46%。

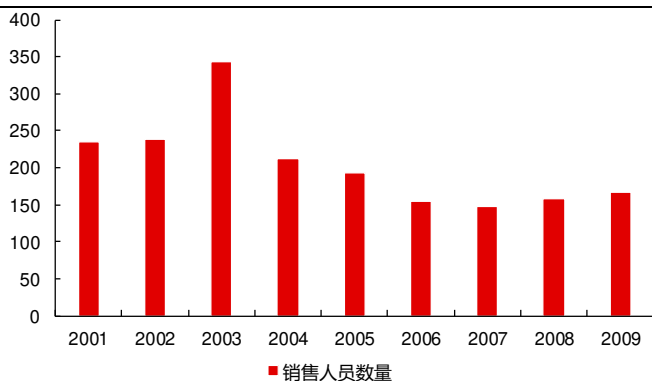
2001 年前后，在税收政策调整的引导下，白酒行业迎来高端新品的爆发，国窖、水井坊、舍得等纷纷应运而生，但这些产品后期发展情况却不尽相同，2001-2009 年舍得高端品牌培育之路受阻的核心原因在于：

- 1) 品牌基础、渠道基础薄弱，以 1999 年舍得销售收入及销售核算，公司产品平均出厂吨价为 0.68 万元/吨、折合单瓶价格预计不超过 3.5 元，考虑到大众价格带产品渠道加价率不高、预计产品平均零售价也在较低区间，长期、大范围低价产品的销售给消费者留下较强的品牌印象，同时与低价产品销售相匹配的渠道网络亦难以承担起高端品牌的市场运营。

¹ 《探索》1989 年第 8 期，沱牌曲酒厂在改革中崛起。

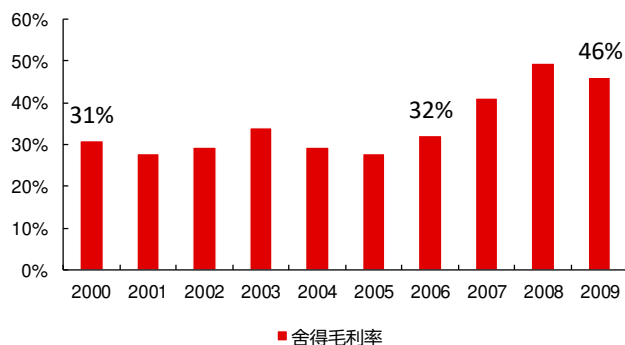
- 2) 舍得自身高端品营销能力未得到明显提升、营销能力提升较为缓慢，理论而言，当经销渠道网络难以分担消费者培育和 sales 压力时，公司应强化自有团队营销能力，但 2000-2009 年期间，受制于自身盈利能力的压制，舍得公司销售人员数量未见明显提升，2009 年销售人员数量仍仅有 167 名。

图 10: 2001-2009 年，舍得销售人员数量呈下降趋势（单位：人）



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 11: 2000-2006 年舍得毛利率基本持平，2006 年后小幅提升



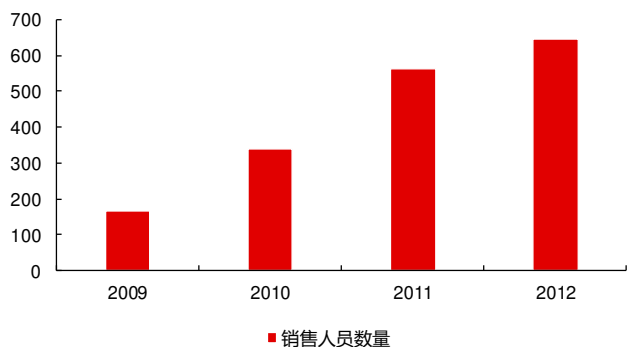
资料来源: Wind, 长江证券研究所

2009-2012 年：营销变革，东风渐起

2009-2012 年，舍得经营层面获得大幅改善，其中 2009-2012 年销售收入 CAGR 达 39.4%，且伴随着产品结构的持续优化、2009-2012 年归母净利润年复合增速达到 90.16%。具体看，这段时间公司同时受益于次高端升级红利、及自身经营变革红利，经营实现大幅跨越。一方面 2010 年遂宁市政府拟将持有的部分沱牌集团股份对外招商、引入投资方组建新的国有控股企业、激发公司内部变革活力，另一方面茅台五粮液价格逐步抬升后、次高端价格带迎来快速放量红利。具体看公司层面的变化如下：

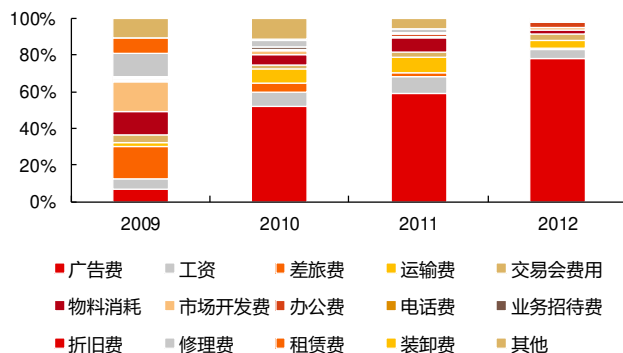
- 1) 扩充销售人员数量，提升精细化营销能力，2009-2012 年舍得公司销售人员数量快速提升，2012 年其销售人员数量达 644 名、是 2009 年的 3 倍之多，伴随着销售人员的扩增，公司深入细分销售区和战斗单元，2011 年将全国市场划分成为 24 个销售区、明确了职能职责，2012 年进一步推行深度分销模式，将全国市场划分成为 36 个销售区，明确重点市场客户布局。
- 2) 大幅提升品牌建设投入、把握次高端爆发风口，2009-2012 年，舍得广告费用投入年复合增速达 226%、广告费用支出从百万级快速提升至亿级，持续提升品牌知名度、抢抓价格带爆发红利。同时，公司前五大客户销售规模从 2009 年的 8861 万元提升到 2012 年的 6.19 亿元，部分资质较优的经销商得以和公司共同成长。

图 12: 2009-2012 年, 舍得公司销售人员数量快速提升 (单位: 人)



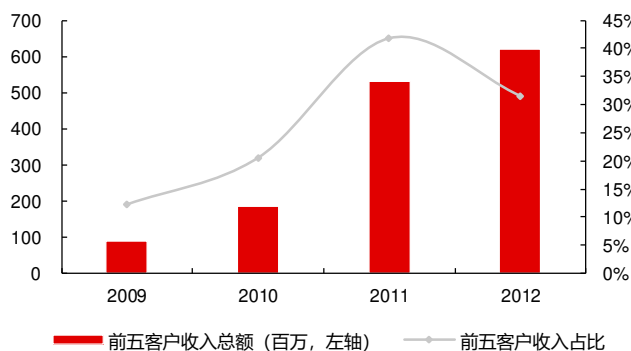
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 2009-2012 年, 舍得公司广告费用在销售费用占比快速提升



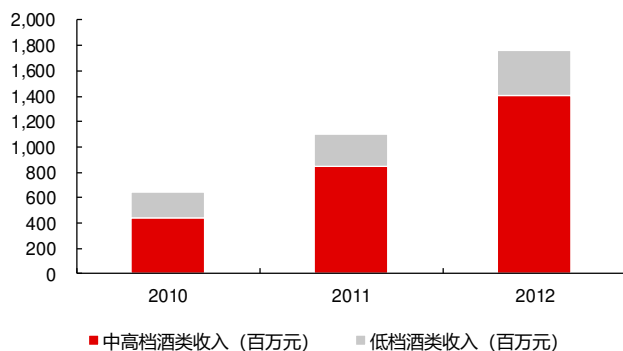
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 2010-2012 年, 舍得公司前五大经销商销售占比快速提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 2010-2012 年, 舍得公司中高档酒类收入规模快速提升

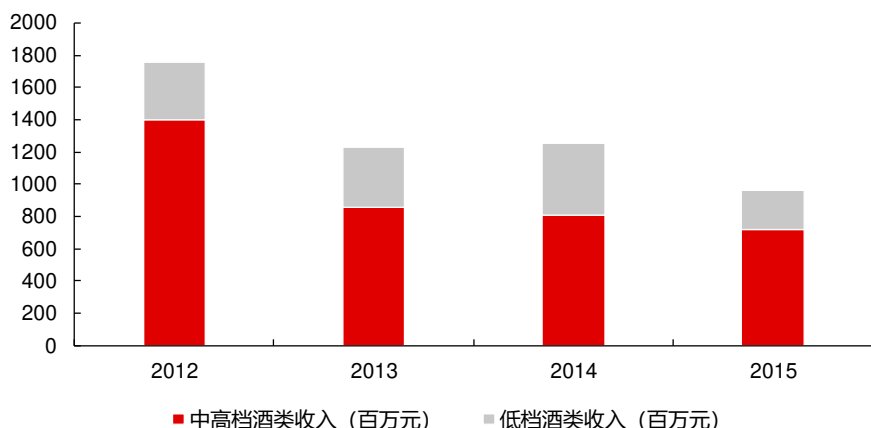


资料来源: Wind, 长江证券研究所

2012-2015 年: 行业巨变, 结构调整

2012 年白酒行业开始迎来深度调整, 以茅台为代表的高端白酒在随后的几年内价格大幅缩水, 次高端需求锐减, 舍得在 2014 年推出舍得酒坊、定位中档价格带, 一定程度弥补次高端价格带收入的下滑, 但受行业影响、舍得整体仍处于下行通道, 2012-2015 年舍得收入 CAGR 为-16.1%。2012 年到 2015 年, 白酒行业迎来深度调整, 茅台价格大幅缩水, 公司在 2014 年推出定位中档的舍得酒坊以维持舍得品牌整体销售规模, 同时低档产品在 2013-2014 年表现也相对较好, 对冲部分次高端规模萎缩的影响。

图 16: 2012-2015 年, 舍得中高档酒销售规模持续下滑, 低档酒阶段性有较好表现



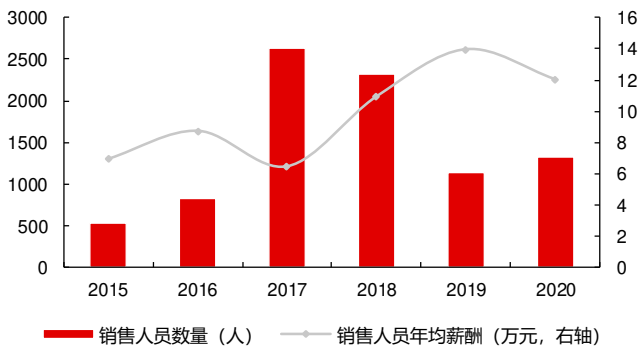
资料来源: Wind, 长江证券研究所

2015-2020 年: 天洋入主, 风云突变

2016 年 7 月, 舍得集团完成股权转让及增资的变更登记手续, 天洋正式成为舍得控股股东, 为舍得带来诸多变化, 如广招人才、推出股权激励、产品战略聚焦等。具体来看:

- 组织架构层面, 舍得面向全国招聘人才、薪酬待遇明显提升, 过去舍得销售条线的员工更多按照区域招聘, 天洋入主后面面向全国进行人才招聘、为舍得全国化扩张做好人才储备, 销售人员数量快速扩增、最高曾达 2627 名, 后虽因考虑到营销队伍与公司销售规模的匹配性、销售员工数量进行一定调整, 但 2020 年舍得销售人员数量仍是 2015 年的 2.5 倍。与此同时, 销售人员待遇也获得大幅提升, 2020 年舍得销售人员年人均薪酬达 12 万元、是 2015 年的 1.7 倍。
- 激励层面, 2018 年舍得推出限制性股权激励计划、辐射范围较广且激励力度较大, 有效提升员工积极性, 本次激励辐射 8 名高管及 413 名中层管理人员及核心骨干, 8 名高管人均获授股票数量 12.25 万股、中层人均获授股票数量 1.99 万股, 限制性股票的授予价格为每股 10.51 元。
- 产品层面, 重新梳理产品矩阵, 确定聚焦战略, 2017 年公司砍掉大量定制产品、以减少对公司品牌价值的消耗, 过去沱牌有近千支定制单品、2017 年全部停产; 另外, 2017 年公司更名, 由“四川沱牌舍得酒业股份有限公司”调整为“舍得酒业股份有限公司”, 舍得品牌战略地位凸显。

图 17: 2015-2020 年, 舍得销售人员数量及薪酬均明显提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 舍得 2018 年股权激励目标考核稳健

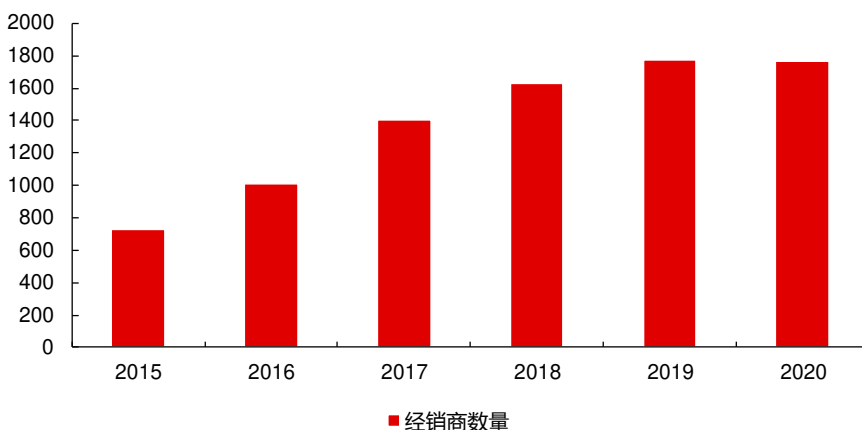
考核年度	2019	2020	2021	2022
剔除本限制性股票激励计划成本影响后的归属于母公司所有者的净利润增长率目标值	比2017年增长260%	比2017年增长350%	比2017年增长460%	比2017年增长600%
实际达到的剔除本限制性股票激励计划成本影响后的归属于母公司所有者的净利润增长率占当年所设目标值的实际完成比例 (A), 各年度对应公司层面可解除限售比例 (M)。(1) 当实际完成比例 (A) <80%时, M=0; (2) 当80% ≤ 实际完成比例 (A) <100%时, M=A; (3) 当实际完成比例 (A) ≥ 100%时, M=100%。				

资料来源: Wind, 长江证券研究所

➤ 渠道层面, 伴随着销售人员扩增、公司积极掌控核心渠道, 一方面公司经销商数量随着销售人员数量增长而有所增加, 2020 年舍得经销商数量达 1761 名、为 2015 年的 2.4 倍, 另一方面, 公司聚焦烟酒店及团购渠道, 拓展餐饮及现代零售渠道、电商渠道; 优化烟酒店联盟体模式, 建立万家联盟体烟酒店。且在 2019 年下半年, 公司实施“名酒进名企”活动, 大力拓展企业团购渠道。

但天洋后续自身资金链出现问题, 如 2019-2020 年前后北京天洋国际控股有限公司出现名下持有其他公司股权被冻结的情况、2020 年还发现天洋控股及其关联方非经营性资金占用舍得公司本金 44,000.00 万元、资金占用利息 3,486.00 万元, 以上均对舍得稳定经营造成不良影响。

图 19: 2015-2020 年, 舍得经销商数量快速增长 (单位: 家)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

2020 年-至今: 轻装上阵, 迎来复“星”

2020 年 12 月 31 日复星集团入主沱牌舍得, 公司经营迈向新台阶。具体来看, 公司坚持老酒战略、践行长期主义, 产品层面, 构建主次清晰且价格带覆盖较为全面的产品矩阵, 品牌层面, 坚持老酒战略, 通过多元化 IP 和宣传方式、传播差异化定位, 渠道层

面，坚持推动渠道库存优化、稳定市场秩序，夯实批发零售、烟酒店、团购传统渠道的同时积极布局要客、KA、新零售等新渠道。本轮市场秩序管理成熟度显著提升，未来增长持续性可期。

展望未来：老酒战略引领，核心市场强化

复星入主舍得以来，构建清晰全面的产品矩阵，坚持老酒战略、传播差异化定位，渠道趋向良性健康发展。未来在老酒战略引领下，公司有望不断强化核心市场基础，实现良性健康发展。

- 产品层面，构建主次清晰且价格带覆盖较为全面的产品矩阵，公司坚定打造大单品，同时重视各价位段产品均衡布局，聚焦打造品味舍得、智慧舍得、藏品舍得、舍之道、沱牌曲酒、沱牌特级 T68、沱牌六粮等，近 2 年来公司重视大众消费优先复苏的市场机会，核心产品舍之道、沱牌特级 T68 等发展动能强劲。
- 品牌层面，坚持老酒战略，通过多元化 IP 和宣传方式、传播差异化定位，公司持续强化“老酒战略”定位，打造如《舍得智慧人物》自有 IP、借助热剧植入传递品牌精神，舍得老酒论坛 IP，打造品牌宣传片《因为值得》，将“舍得”具象化为“勇敢、责任、真实”的当代精神，挖掘坛贮老酒科研成果，转化为传播内容。
- 渠道层面，坚持推动渠道库存优化、稳定市场秩序，夯实批发零售、烟酒店、团购传统渠道的同时积极布局要客、KA、新零售等新渠道，2021 年公司建立 8 大共享仓库、降低经销商单次打款要求、减少资金占用、建立客户准入及退出评审机制，后续公司坚持“稳价格、控库存、强动销”的核心原则、推动社会库存动销持续向好、稳定市场价格。渠道布局层面，公司夯实批发零售、烟酒店、团购传统渠道，同时积极布局要客、KA、新零售等新渠道。本轮舍得市场秩序管理成熟度显著提升，未来长期增长持续性可期。

表 2：舍得酒业主要产品（非完全展示）

产品类别	舍之道	品味舍得	T68	沱牌六粮
展示				
度数	50% vol	52% vol	50%vol	50%vol
市场指导价 价格（元/ 瓶）	149	399	75	23

资料来源：淘宝，长江证券研究所（注：价格采样时间 2026 年 5 月 19 日）

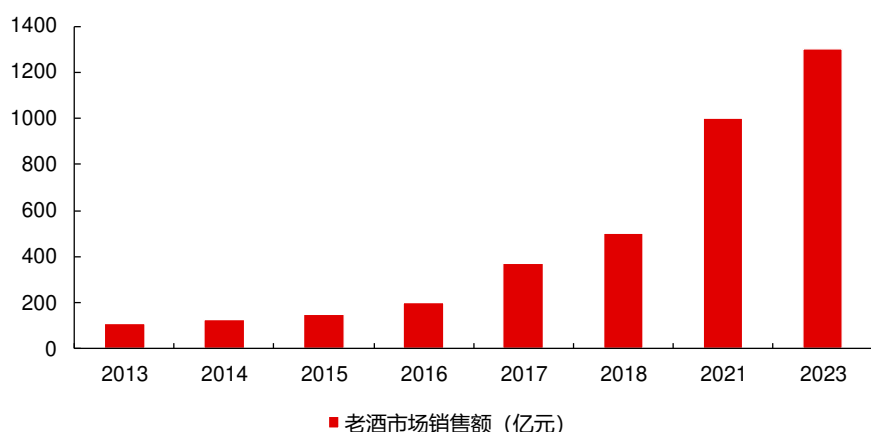
老酒战略引领，放大品牌声量

2023 年老酒市场规模预计已近 1300 亿元，该细分品类及自带的较高品质感已广为人知。舍得 2019 年提出“老酒战略”，采用“双年份”标识，以进一步规范老酒产品规范化和透明化；泸州老窖立足科研、为浓香老酒的品质升级提供扎实理论基础，泸州老窖联合江南大学在国际食品科技专业期刊《Food Research International》（Q1 TOP，影响因子 7.425）上发表论文，该论文以陈酿多年的国窖 1573 为对象展开研究、并得出

结论随着陈酿时间的增加、酒体将更醇厚协调，该论文从理论研究的角度为浓香老酒的品质升级提供强有力的依据。

另外多个酒类流通平台如阿里拍卖也入局老酒市场、于 2019 年上线“老酒集市”板块。与此同时 2021 年底，国家市场监督管理总局发布了《白酒生产许可审查细则（征求意见稿）》，明确要求“生产年份酒的企业应建立年份酒质量安全标准，年份酒标签应如实标注所使用各种基酒的真实年份和比例”，进一步规范化老酒市场发展。

图 20：老酒市场规模预计已突破千亿元



资料来源：微酒，酒说，云酒头条，长江证券研究所

2021 年公司公告因前期市场销售规模不大，公司产量大于销量，且前期主要以沱牌曲酒、沱牌特曲系列高档酒之外的公司中低档产品的销售为主。在此期间，公司累积存储了 12 万余吨优质基酒成为战略性库存。同时，舍得开创双年份认证，依托老酒在全国范围开办品牌传播活动，作为泛全国化的二线名酒，舍得实施老酒战略、突出差异化定位，且依托老酒概念有望在全国化扩张过程中形成合力，借品类之势放大品牌能量。

核心市场强化，筑牢全国化根基

回顾白酒行业发展史，完成全国化或泛全国化的企业基本无一例外都拥有强地基市场圈，一方面可以为全国化扩张提供持续现金流，另一方面正是有样板市场的打造才能锻炼出精锐团队达到向外输出的效果。经典案例如山西和环山西市场之于汾酒、安徽及安徽周边市场之于古井等。

而多个核心市场的规模化上量、进而发展成为强地基市场圈离不开公司差异化的产品定位、品牌历史积淀、和相对丰富的产品矩阵，差异化定位和品牌历史积淀有效帮助产品进入市场后更易获得渠道及消费端的青睐，相对丰富的产品矩阵则可以有效帮助公司在不同区域市场汇量，背后逻辑在于各区域市场消费水平及消费偏好都并不相同，依靠单一产品在一个区域汇集较大规模、且做深做细渠道网络的难度较大。

中长期来看，舍得具备深度全国化雏形。舍得过去从产品矩阵角度出发，舍得产品线清晰，从大众光瓶到次高端及以上均有产品可满足不同市场差异化需求、有望实现不同市场的深度规模化增长，且在行业承压时合理分担增长目标、利于保持市场的相对良性，其中品味舍得作为核心大单品，舍之道&T68 近两年承接大众宴席需求获得快速发展、承担部分增长指标，藏品舍得完成高端占位。从品牌战略角度出发，舍得的老酒战略具备较强的传播性和差异化。从渠道角度出发，新股东入主后明确扶商、优商战略，开创多样灵活的厂商合作模式，经销商质量有望得到不断优化。当下，全国化扩张需要更为耐心细致的运营和操作，舍得坚持长期主义，有望发挥优势、成为下一个实现渐进全国化的名优酒企。

盈利预测与估值分析

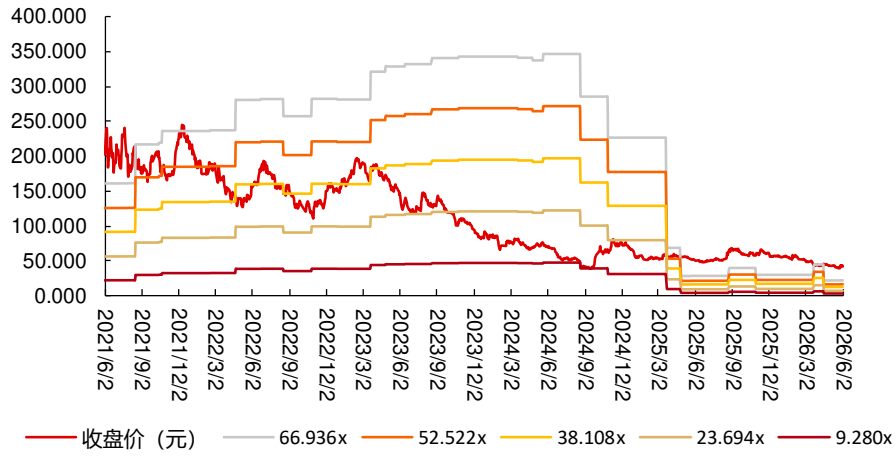
根据目前白酒行业的估值水平来看，2026/2027 年行业平均估值 39/29 倍，当前公司 PE-TTM 为 131 倍，在 5 年水平看处于相对较高位置。从历史来看，舍得的估值波动较大，展望未来，考虑到舍得利润潜在修复及未来潜在全国化空间，我们预计舍得酒业 2026/2027 年 EPS 分别为 1.05/1.3 元，对应当前 PE 分别为 40/33 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：白酒行业估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600519.SH	贵州茅台	16,341	1,307	66.27	69.18	72.86	20	19	18
000858.SZ	五粮液	3,210	83	5.11	5.57	5.22	16	15	16
000568.SZ	泸州老窖	1,303	89	6.93	7.3	7.57	13	12	12
600779.SH	水井坊	158	32	0.98	1.15	1.32	33	28	25
600702.SH	舍得酒业	142	43	1.05	1.30	1.51	40	33	28
000799.SZ	酒鬼酒	148	46	0.18	0.28	0.44	259	163	103
002304.SZ	洋河股份	673	45	2.41	2.62	2.83	19	17	16
000596.SZ	古井贡酒	492	93	8.14	8.67	9.27	11	11	10
603198.SH	迎驾贡酒	294	37	2.56	2.74	2.98	14	13	12
603589.SH	口子窖	128	21	1.02	1.11	1.23	21	19	17
600809.SH	山西汾酒	1,533	126	10.22	10.65	11.19	12	12	11
603369.SH	今世缘	364	29	2.01	2.16	2.40	15	14	12
603919.SH	金徽酒	107	21	0.66	0.80	1.13	32	26	19
行业平均							39	29	23
600702.SH	舍得酒业	142	43	1.05	1.30	1.51	40	33	28

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：收盘价截至 2026 年 6 月 2 日，五粮液、酒鬼酒、口子窖、水井坊应用 Wind 一致估计数据）

图 21: 舍得酒业 PE-TTM



资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

1、宏观经济波动导致需求修复不及预期：酒类行业需求与宏观经济相关度较高，其中大众消费与居民收入及消费者信心指数相关，商务宴席消费与投资活跃度相关度较高，宏观经济的波动可能对大众消费需求及商务宴席消费需求造成一定影响。

2、市场价格大幅波动导致渠道积极性受损：目前行业处于供需紧平衡阶段，供给端的持续扩张或需求端恢复不及预期，均有可能导致行业的价格波动，价格的大幅度波动可能会对渠道积极性造成损害。

3、行业竞争加剧导致公司盈利能力受损：如果行业竞争进一步加剧，酒企的促销费用可能会进一步增加，进而影响盈利能力。

4、盈利预测假设不成立或不及预期：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业及公司情况做了一系列假设。其中白酒消费需求仍依赖居民消费升级带来的价格增长，若居民消费升级进程不及预期，或对行业及公司的产品结构升级造成一定的扰动，进而对公司收入及盈利表现造成一定影响。预计公司 2026、2027 年营收分别为 44.8、47.62 亿元，增速分别为 1.38%、6.28%；预计公司 2026、2027 年归母净利润分别为 3.51、4.31 亿元，增速分别为 57.3%、22.94%。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若消费升级进程较慢，公司未来收入/业绩增速可能会有所下降，假设极端悲观情况下；公司 2026、2027 年收入增速分别低至-4.8%、0.95%，销售费用率分别为 25.8%、25.3%，则对应测算归母净利润同比增速将分别为 31.8%、5.16%。

表 4：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
营业收入	44.19	44.80	47.62	44.19	42.07	42.47
----YOY	-17.51%	1.38%	6.28%	-17.51%	-4.80%	0.95%
销售费用率	25.80%	25.50%	24.50%	25.80%	25.80%	25.30%
归母净利润	2.23	3.51	4.31	2.23	2.94	3.09
----YOY	-35.51%	57.30%	22.94%	-35.51%	31.80%	5.16%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。