

酒鬼酒（000799）

2024 年报及 2025 一季报点评：内调外养，强基树本

增持（维持）

2025 年 05 月 05 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,830	1,423	1,222	1,336	1,516
同比（%）	(30.14)	(49.70)	(14.14)	9.35	13.42
归母净利润（百万元）	547.81	12.49	65.55	109.05	152.44
同比（%）	(47.77)	(97.72)	424.66	66.37	39.79
EPS-最新摊薄（元/股）	1.69	0.04	0.20	0.34	0.47
P/E（现价&最新摊薄）	25.45	1,115.76	212.66	127.83	91.44

投资要点

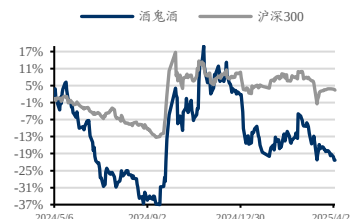
■ **事件：**公司发布财报，24FY 实现营收 14.2 亿元，同比-49.7%；归母净利 0.12 亿元，同比-97.7%；对应 24Q4 营收、归母净利分别为 2.3 亿元、-0.44 亿元，同比-66.2%、-163.7%。25Q1 实现营收 3.4 亿元，同比-30.3%；归母净利 0.32 亿元，同比-56.8%。24FY 销售净利率大幅下降主因毛销差拖累，25Q1 公司毛销差趋于企稳。

■ **24FY 高价位产品销售持续承压，以大本营市场建设为应对抓手。**24FY 公司酒类收入 14.1 亿，同比-49.8%；24Q3、Q4 收入同比降幅基本一致。**1）分产品看：**①内参系列 24FY 收入 2.4 亿元，同比下滑 67.1%，量、价同比-56.1%/-25.0%，千元价位份额挤压明显，伴随动销去库货折投入加大，吨价也有回落。②酒鬼系列 24FY 收入 8.3 亿元，同比下滑-49.3%，量、价同比-46.2%/-5.8%，次高端消费需求仍然疲弱，酒鬼系列渠道投入主要聚焦红坛，非核心 SKU 有一定优化。③湘泉及其他系列 24FY 收入合计 3.4 亿元，同比下滑 24.9%，大众价位公司产品性价比较好，动销表现稳健，收入下滑主因内品适当去库。**2）分地区看：**24FY 公司省内、省外营收分别为 6.4、7.8 亿，同比下降 45.9%、52.5%，省内大本营重点聚焦建设长沙、湘西、岳阳、永州 4 个市场，打造以红坛 18、紫坛、黄坛 12、内品为主的产品矩阵，并单独设置专职团队负责产品分销、动销、维护等工作，省外另选有 11 个样板市场进行重点建设。2024 年末公司经销商数量由 2023 年末的 1774 名下降至 1326 名，降幅 25%，旨在加强管控、聚焦优化。

■ **24FY 产品结构下移，促销投放力度加大。****1）收现端：**2024 年末公司合同负债余额 2.5 亿，同比回落 0.4 亿元，年度收现比为 1.03，收现与收入基本匹配。**2）利润端：**24FY 销售净利率同比-18.5pct 至 0.9%，主系毛销差恶化。①24FY 毛利率同比-7.0pct 至 71.4%，主系公司对产品结构下移、固定成本的负规模效应以及吨价下调导致，其中内参吨价/吨成本分别同比-25.0%/-6.6%，酒鬼吨价/吨成本分别同比-5.8%/+6.2%。②24FY 销售费率同比+10.7pct 至 42.9%，主因公司费用端围绕消费者动销持续加强培育投入（全年酒鬼酒消费者开瓶扫码量达 430 万瓶，同比增长 95%），但收入端受制于渠道打款偏紧；24FY 管理费用（含研发）同比+2.4%，费率同比+6.7pct 至 13.1%，主因职工薪酬支出刚性。

■ **25Q1 营收下行探底，毛销差同比趋稳。****1）收入端：**25Q1 营收同比-30.3%，基本回落至 2020~2019 年水平，全年收入或与当年规模（本轮渠道扩张前）进行对标。**2）利润端：**25Q1 销售净利率下滑-5.6pct 至 9.2%，主系利息收入回落，其次管理费用金额刚性。①25Q1 毛利率同比-0.4pct，销售费率同比-6.2pct，经过 24FY 集中动销去库，2025 年公司费用控制及费效管理有所强化。②管理费用（含研发）同比-5.0%，费率同比+3.0pct。③25Q1 利息收入回落 0.42 亿元，还原这一影响，公司归母净利同比下滑约 13.8%。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.90
一年最低/最高价	33.50/66.58
市净率(倍)	3.49
流通 A 股市值(百万元)	13,938.23
总市值(百万元)	13,939.45

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.31
资产负债率(%，LF)	20.57
总股本(百万股)	324.93
流通 A 股(百万股)	324.90

相关研究

《酒鬼酒(000799)：24Q3 业绩点评：逆境承压，磨砺以须》

2024-11-04

《酒鬼酒(000799)：2024 年中报点评：着眼长期，转型攻坚》

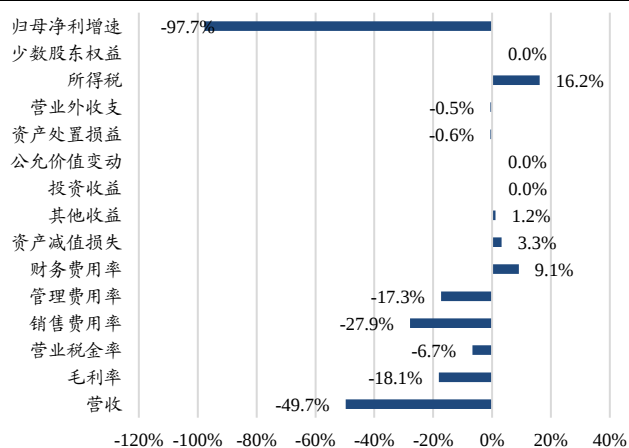
2024-08-29

■ **25 年以“高质量销售”为核心，升级产品矩阵，强化渠道动能。**2025 年公司以“一切为了高质量销售”为核心，规划强化团队作风建设，坚定落实各方面工作任务。产品布局方面，规划梳理产品价值链，升级产品矩阵，构建“2+2+2”战略单品体系，即 2 个战略单品（内参、红坛）、2 个重点单品（妙品、透明装）、2 个馥郁香基础单品（内品、湘泉），对重点产品实行配额制管理，并精简 50%SKU。区域建设方面，公司将省内市场进行网格化分区管理，地毯式摸排宴席、团购资源，决心深耕湖南大本营市场；省外则聚焦打造首批样板市场，旨在培育重点地市规模过亿进而以点带面。渠道管理方面，对客户实行分类分级管理，严格准入，建设有效核心终端 24000 家，并成立大企业业务发展部拓展团购业务。

■ **盈利预测与投资评级：**当前市场环境及公司内部均处于调整期，公司持续坚定推进模式转型，聚焦突破、深度挖潜，期待未来营收规模止跌企稳。参考 24FY 及 25Q1 报表情况，我们调整 2025~2026 年归母净利润预测为 0.7、1.1 亿元（前值为 0.7、1.3 亿元），新增 2027 年预测为 1.5 亿元，当前市值对应 PE 为 213、128、91 倍，维持“增持”评级。

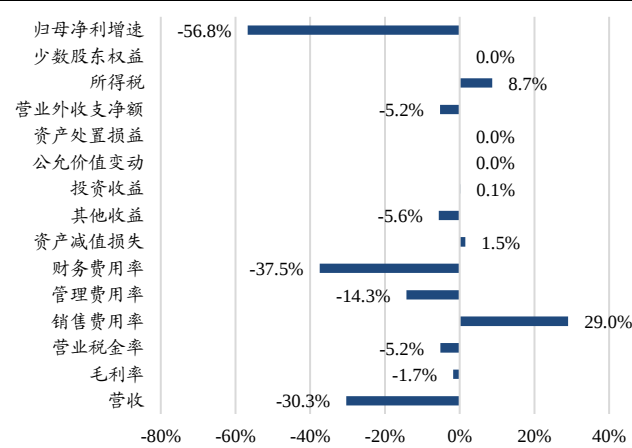
■ **风险提示：**经济向好节奏不确定性；食品安全风险；酒鬼省外调整不及预期；高端酒竞争超预期。

图1：24FY 酒鬼酒归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q1 酒鬼酒归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

酒鬼酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,192	2,843	2,983	2,969	营业总收入	1,423	1,222	1,336	1,516
货币资金及交易性金融资产	1,251	1,643	1,259	1,702	营业成本(含金融类)	408	357	390	437
经营性应收款项	162	147	133	147	税金及附加	292	226	241	265
存货	1,751	1,024	1,564	1,094	销售费用	611	428	450	481
合同资产	0	0	0	0	管理费用	166	152	155	161
其他流动资产	28	28	27	27	研发费用	20	18	19	20
非流动资产	1,887	2,000	2,108	2,160	财务费用	(101)	(56)	(74)	(57)
长期股权投资	30	30	30	30	加:其他收益	9	5	6	8
固定资产及使用权资产	779	918	1,046	1,152	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	721	696	676	621	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	209	210	211	212	减值损失	(20)	(5)	(5)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	16	97	157	212
其他非流动资产	148	146	145	144	营业外净收支	(2)	(12)	(12)	(9)
资产总计	5,079	4,843	5,091	5,129	利润总额	14	85	145	203
流动负债	1,068	769	933	862	减:所得税	2	20	36	51
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	12	66	109	152
经营性应付款项	333	164	269	167	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	245	179	234	284	归属母公司净利润	12	66	109	152
其他流动负债	489	426	429	410	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.04	0.20	0.34	0.47
非流动负债	45	47	48	48	EBIT	(85)	45	88	160
长期借款	0	2	3	3	EBITDA	(25)	135	184	263
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	71.37	70.75	70.84	71.19
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	0.88	5.36	8.16	10.06
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	(49.70)	(14.14)	9.35	13.42
负债合计	1,113	815	981	910	归母净利润增长率(%)	(97.72)	424.66	66.37	39.79
归属母公司股东权益	3,967	4,027	4,110	4,219					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,967	4,027	4,110	4,219					
负债和股东权益	5,079	4,843	5,091	5,129					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(361)	610	(144)	649	每股净资产(元)	12.21	12.39	12.65	12.98
投资活动现金流	(423)	(214)	(216)	(163)	最新发行在外股份(百万股)	325	325	325	325
筹资活动现金流	(327)	(3)	(25)	(44)	ROIC(%)	(1.83)	0.87	1.62	2.88
现金净增加额	(1,111)	393	(384)	443	ROE-摊薄(%)	0.31	1.63	2.65	3.61
折旧和摊销	59	90	96	103	资产负债率(%)	21.90	16.84	19.27	17.74
资本开支	(423)	(208)	(210)	(157)	P/E (现价&最新股本摊薄)	1,115.76	212.66	127.83	91.44
营运资本变动	(377)	438	(366)	381	P/B (现价)	3.51	3.46	3.39	3.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>