

酒鬼酒 (000799.SZ)

深度调整，渠道探机

公司发布 25 年半年报，25H1 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 5.6 亿元/895 万元/842 万元，同比-43.5%/-92.6%/-92.8%。25Q2 公司继续处于深度调整状态，环比 25Q1 下滑幅度加大。报告期内公司持续强化动销，我们预计渠道库存已较高点回落，同时公司精简 SKU 调整产品结构并重耕省内市场，有望进一步筑牢基本盘。考虑到公司先于行业进行调整，渠道侧与胖东来新品稳步推进，后续有望突破困局，重回增长轨道。由此，我们预计 25-27 年 EPS 分别为 0.0 元、0.3 元与 0.8 元，维持“增持”投资评级。

□ 25Q2 净利润转亏，继续深度调整。25H1 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 5.6 亿元/895 万元/842 万元，同比-43.5%/-92.6%/-92.8%；25Q2 单季度实现收入 2.2 亿元 (yoy-56.6%)、归母净利润-0.2 亿元 (同比转亏)。25H1 净利润落于预告中枢偏下，25Q2 同比转亏深度调整。25Q2 销售回款 2.2 亿元 (yoy-57.1%)，截至 25Q2 末，公司合同负债余额为 1.4 亿元 (yoy-47.3%)。

□ 公司深度精简酒鬼产品 SKU，大本营市场精细化建设持续。分产品来看，25H1 公司内参系列/酒鬼系列/湘泉系列分别实现营收 1.1 亿元/2.9 亿元/0.3 亿元，同比-35.8%/-51.0%/-35.9%，上半年公司深度梳理 SKU，酒鬼系列 SKU 精简超 50%，公司持续优化产品价值链、强化动销。分区域来看，25H1 公司华中/华北/华东/华南地区分别实现营收 3.1 亿元/1.1 亿元/0.8 亿元/0.3 亿元，同比-42.5%/-39.6%/-45.7%/-41.2%，25H1 公司在湖南及省外重点市场推进“扫雷”行动，通过签约、开瓶反向激励、买赠奖励等方式加速终端开发。

□ 毛利率同比下滑、费用刚性致使净利率承压。25H1 公司实现毛利率水平 68.6% (yoy-4.8pct)，其中内参/酒鬼产品的毛利率分别为 88.9% (yoy+0.9pct) /73.2% (yoy-2.6pct)。费用端来看，25H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 32.6% (yoy-2.1pct) /13.1% (yoy+5.2pct) /-1.3% (yoy+4.7pct)，公司采取费用聚焦政策，严控费用投放，销售与管理费用绝对值下降但占比相对刚性，致使短期净利率承压。

□ “二低一小”产品战略力求破局，胖东来合作“自由爱”合作有序推进。公司已分步启动“二低一小”产品战略 (即低端酒、低度酒与小酒战略)，低端酒依托产能释放、重点突出性价比；低度酒重点关注年轻群体；小酒重点开拓餐饮渠道、实现更多渠道布局。同时，公司与胖东来公司合作“自由爱”产品正在有序推进之中，25H2 有望贡献增量。

□ 投资建议：深度调整，渠道探机。25Q2 公司延续深度调整，环比 25Q1 下滑幅度加大。报告期内公司持续强化动销，我们预计渠道库存已较高点下降，公司持续推进精简 SKU、聚焦省内市场。考虑到公司先于行业进行调整，渠道侧与胖东来新品稳步推进，后续有望突破困局，重回增长轨道。由此，我们预计 25-27 年 EPS 分别为 0.0 元、0.3 元与 0.8 元，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：需求不及预期、渠道改革不及预期、省外扩张受阻、新品推广不及预期。

增持 (维持)

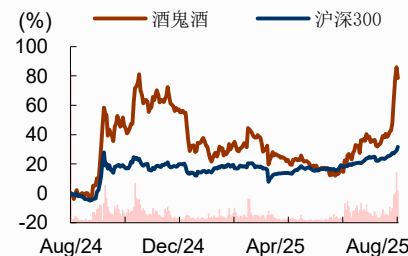
消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：63.34 元

基础数据

总股本 (百万股)	325
已上市流通股 (百万股)	325
总市值 (十亿元)	20.6
流通市值 (十亿元)	20.6
每股净资产 (MRQ)	11.6
ROE (TTM)	-2.6
资产负债率	23.3%
主要股东	中皇有限公司
主要股东持股比例	31.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	32	41	70
相对表现	25	31	38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《酒鬼酒 (000799) —Q3 单季度亏损，静待改革成效》2024-11-01
- 《酒鬼酒 (000799) —Q2 收入下滑放缓盈利承压，静待改革成效》2024-08-31
- 《酒鬼酒 (000799) —转型期业绩承压，等待改革取得成效》2024-05-04

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2830	1423	1144	1553	2172
同比增长	-30%	-50%	-20%	36%	40%
营业利润(百万元)	726	16	14	116	334
同比增长	-49%	-98%	-15%	732%	187%
归母净利润(百万元)	548	12	11	102	296
同比增长	-48%	-98%	-16%	866%	191%
每股收益(元)	1.69	0.04	0.03	0.31	0.91
PE	37.6	1647.4	1955.1	202.4	69.6
PB	4.8	5.2	5.4	5.4	5.1

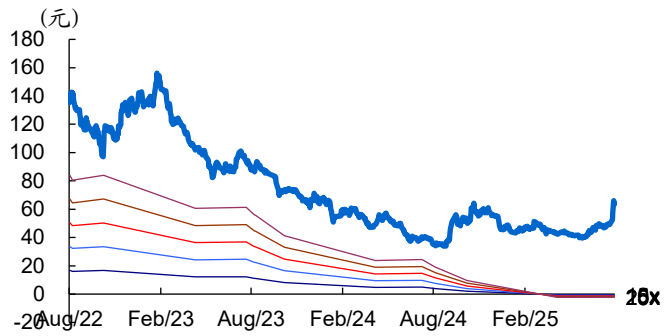
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	601	687	494	500	197	232	344	217	2,830	1,423
二、营业总成本	527	601	401	436	285	295	302	248	2,115	1,416
其中：营业成本	146	161	143	122	71	72	101	76	613	408
营业税金及附加	135	123	95	100	44	54	70	41	509	292
营业费用	217	272	168	177	131	136	95	88	912	611
管理费用	32	59	39	39	37	50	36	37	166	166
研发费用	5	4	2	9	5	4	3	5	16	20
财务费用	-8	-21	-48	-12	-7	-34	-6	-1	-102	-101
资产减值损失	0	3	3	0	5	13	3	2	2	20
三、其他经营收益	2	1	7	0	1	1	1	0	12	9
其它收益	2	1	7	0	1	1	1	0	6	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0
四、营业利润	76	87	100	64	-87	-61	42	-30	726	16
加：营业外收入	1	3	0	1	4	-1	0	0	5	4
减：营业外支出	1	1	2	0	3	1	0	0	4	7
五、利润总额	76	90	98	65	-86	-63	42	-30	727	14
减：所得税	19	21	24	18	-21	-19	11	-8	180	2
六、净利润	57	69	73	48	-65	-44	32	-23	548	12
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	57	69	73	48	-65	-44	32	-23	548	12
EPS	0.17	0.21	0.23	0.15	-0.20	-0.14	0.10	-0.07	1.69	0.04
主要比率										
毛利率	75.7%	76.6%	71.1%	75.6%	64.0%	69.1%	70.7%	65.2%	78.3%	71.4%
主营税金率	22.5%	17.9%	19.2%	19.9%	22.3%	23.4%	20.3%	18.9%	18.0%	20.5%
营业费率	36.1%	39.6%	33.9%	35.5%	66.3%	58.4%	27.7%	40.3%	32.2%	42.9%
管理费费率	5.4%	8.6%	8.0%	7.8%	19.0%	21.7%	10.6%	17.1%	5.9%	11.7%
营业利润率	12.7%	12.7%	20.2%	12.9%	-44.0%	-26.3%	12.3%	-13.9%	25.7%	1.2%
实际税率	25.0%	23.1%	25.0%	27.0%	24.9%	30.4%	25.2%	24.9%	24.7%	10.9%
净利率	9.4%	10.1%	14.9%	9.5%	-32.8%	-18.9%	9.2%	-10.5%	19.4%	0.9%
同比增长率										
收入增长率	-36.7%	21.7%	-48.8%	-13.3%	-67.2%	-66.2%	-30.3%	-56.6%	-30.1%	-49.7%
营业利润增长率	-77.4%	-30.5%	-75.1%	-60.5%	-213.6%	-169.8%	-57.5%	-147.0%	-48.9%	-97.7%
净利润增长率	-77.7%	-10.1%	-75.6%	-60.9%	-213.7%	-163.7%	-56.8%	-147.8%	-47.8%	-97.7%

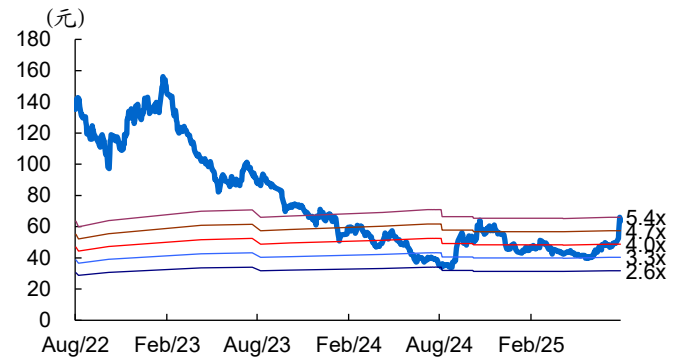
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 酒鬼酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 酒鬼酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《酒鬼酒（000799）—Q3 单季度亏损，静待改革成效》2024-11-01
- 2、《酒鬼酒（000799）—Q2 收入下滑放缓盈利承压，静待改革成效》2024-08-31
- 3、《酒鬼酒（000799）—转型期业绩承压，等待改革取得成效》2024-05-04

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4260	3192	2922	3141	3666
现金	2361	1251	1200	788	312
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	38	16	12	17	24
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	16	12	9	13	18
存货	1557	1751	1567	2142	3060
其他	288	163	133	180	253
非流动资产	1410	1887	1909	1928	1947
长期股权投资	30	30	30	30	30
固定资产	527	777	819	858	893
无形资产商誉	209	209	189	170	153
其他	643	871	871	871	871
资产总计	5670	5079	4830	5069	5613
流动负债	1352	1068	1003	1203	1523
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	370	333	298	407	581
预收账款	285	245	219	300	429
其他	698	490	486	496	513
长期负债	38	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0	0
其他	38	45	45	45	45
负债合计	1391	1113	1048	1248	1568
股本	325	325	325	325	325
资本公积金	1161	1161	1161	1161	1161
留存收益	2793	2481	2296	2335	2559
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4279	3967	3782	3821	4045
负债及权益合计	5670	5079	4830	5069	5613

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	51	(361)	235	(257)	(309)
净利润	548	12	11	102	296
折旧摊销	53	57	88	89	91
财务费用	0	0	(10)	(8)	(4)
投资收益	1	0	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(559)	(355)	156	(431)	(682)
其它	9	(76)	0	0	0
投资活动现金流	(343)	(423)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(363)	(423)	(109)	(109)	(109)
其他投资	19	0	9	9	9
筹资活动现金流	(424)	(327)	(186)	(55)	(67)
借款变动	(97)	(108)	(0)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(422)	(325)	(195)	(63)	(71)
其他	95	106	10	8	4
现金净增加额	(716)	(1111)	(50)	(412)	(476)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2830	1423	1144	1553	2172
营业成本	613	408	365	499	712
营业税金及附加	509	292	222	286	401
营业费用	912	611	389	498	566
管理费用	166	166	154	148	141
研发费用	16	20	16	22	31
财务费用	(102)	(101)	(10)	(8)	(4)
资产减值损失	4	(20)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	6	9	9	9	9
投资收益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	726	16	14	116	334
营业外收入	5	4	4	4	4
营业外支出	4	7	7	7	7
利润总额	727	14	12	114	332
所得税	180	2	1	12	36
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	548	12	11	102	296

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-30%	-50%	-20%	36%	40%
营业利润	-49%	-98%	-15%	732%	187%
归母净利润	-48%	-98%	-16%	866%	191%
获利能力					
毛利率	78.3%	71.4%	68.1%	67.9%	67.2%
净利率	19.4%	0.9%	0.9%	6.5%	13.6%
ROE	13.0%	0.3%	0.3%	2.7%	7.5%
ROIC	11.1%	-1.8%	0.1%	2.5%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	24.5%	21.9%	21.7%	24.6%	27.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	3.0	2.9	2.6	2.4
速动比率	2.0	1.3	1.4	0.8	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.2	0.3	0.4
存货周转率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	68.7	53.5	81.6	105.0	107.0
应付账款周转率	1.5	1.2	1.2	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	1.69	0.04	0.03	0.31	0.91
每股经营净现金	0.16	-1.11	0.72	-0.79	-0.95
每股净资产	13.17	12.21	11.64	11.76	12.45
每股股利	1.00	0.60	0.19	0.22	0.64
估值比率					
PE	37.6	1647.4	1955.1	202.4	69.6
PB	4.8	5.2	5.4	5.4	5.1
EV/EBITDA	30.7	-519.2	222.0	103.4	48.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。