

证券研究报告

公司研究

点评报告

酒鬼酒 (000799.SZ)

投资评级 无评级

上次评级

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

经营筑底，渠道创新

2025 年 08 月 24 日

事件：公司公告，2025 年上半年实现营收 5.61 亿元，同比减少 43.54%；归母净利润 0.09 亿元，同比减少 92.6%；销售收现 6.85 亿元，同比减少 40.67%；经营净现金流-2.34 亿元，同比减少 12.23%；期末合同负债 1.35 亿元，环比减少 0.44 亿元。

点评：

- **分阶段分批梳理 SKU，缓解经销商库存压力。**面对行业环境和竞争压力，渠道回款谨慎，经销商数量较年初减少 531 家至 805 家，收入规模进一步下降。上半年，内参/酒鬼/湘泉/其他产品收入分别为 1.11/2.90/0.32/1.26 亿元，分别同比-35.8%/-51.0%/-35.9%/-28.8%，主要由销售量下滑所致。各产品毛利率同比+0.9pct/-2.6pct/+2.1pct/-12.9pct，使得上半年公司整体毛利率同比-4.77pct 至 68.58%。公司构建“2+2+2”战略单品体系，坚持聚焦主营大单品，稳步推进主营产品的升级和“妙品”的上市推广工作，酒鬼系列精简 SKU 超 50%。
- **规模收缩致盈利能力减弱，二季度小幅亏损。**25Q2，公司实现营收 2.17 亿元，同比减少 56.57%，归母净利润-0.23 亿元，同比减少 147.77%。销售费用虽随收入下降同比减少投入，但管理费用收缩有限，因此上半年公司销售费用率同比-2.10pct，管理费用率+5.19pct，叠加毛利率下降，归母净利润率同比-10.58pct 至 1.60%。
- **传统渠道巩固基础，胖东来联名贡献增量。**公司在湖南及省外重点市场推进“扫雷”行动，进行精细化渠道梳理，取得了阶段性成果，湖南市场 14 个城市同步开展，有效强化大本营精细化建设。7 月 19 日，公司与胖东来联合推出的“酒鬼·自由爱”上市，单瓶售价 200 元，成本明细透明，获得消费者广泛关注和认可。借助优质的 KA 渠道，我们预计该产品将为公司贡献较显著的收入增量，公司业绩有望从底部向上改善。
- **盈利预测：**我们认为公司业绩已筑底，虽然传统大单品的渠道改善仍需时间，但渠道新产品贡献新的增长点，有望为公司业绩带来较显著改善。我们预计公司 2025-2027 年摊薄每股收益分别为 0.24 元、0.53 元、0.86 元。
- **风险因素：**消费弱复苏影响；行业竞争加剧

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,830	1,423	1,179	1,428	1,706
增长率 YoY %	-30.1%	-49.7%	-17.1%	21.1%	19.5%
归属母公司净利润 (百万元)	548	12	79	171	279
增长率 YoY%	-47.8%	-97.7%	533.3%	115.7%	63.4%
毛利率%	78.3%	71.4%	67.4%	67.8%	68.3%
净资产收益率ROE%	12.8%	0.3%	2.0%	4.1%	6.2%
EPS(摊薄)(元)	1.69	0.04	0.24	0.53	0.86
市盈率 P/E(倍)	43.39	1,446.58	260.14	120.59	73.80
市净率 P/B(倍)	5.55	4.56	5.17	4.90	4.58

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 08 月 22 日收盘价

资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
流动资产	4,260	3,192	2,910	2,979	3,106						
货币资金	2,361	1,251	817	759	739						
应收票据	38	16	16	20	23						
应收账款	0	0	0	0	0						
预付账款	13	17	15	18	22						
存货	1,557	1,751	1,896	2,014	2,152						
其他	291	158	165	168	170						
非流动资产	1,410	1,887	2,128	2,388	2,667						
长期股权投资	30	30	30	30	30						
固定资产 (合计)	527	777	889	1,021	1,173						
无形资产	209	209	207	205	203						
其他	643	871	1,001	1,131	1,261						
资产总计	5,670	5,079	5,038	5,367	5,773						
流动负债	1,352	1,068	1,015	1,125	1,237						
短期借款	0	0	0	0	0						
应付票据	0	0	0	0	0						
应付账款	370	333	316	327	341						
其他	982	735	698	798	895						
非流动负债	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	1,391	1,113	1,060	1,170	1,282						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
归属母公司股东权益	4,279	3,967	3,979	4,196	4,492						
负债和股东权益	5,670	5,079	5,038	5,367	5,773						

重要财务指标						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	2,830	1,423	1,179	1,428	1,706						
同比 (%)	-30.1%	-49.7%	-17.1%	21.1%	19.5%						
归属母公司净利润	548	12	79	171	279						
同比 (%)	-47.8%	-97.7%	533.3%	115.7%	63.4%						
毛利率 (%)	78.3%	71.4%	67.4%	67.8%	68.3%						
ROE%	12.8%	0.3%	2.0%	4.1%	6.2%						
EPS (摊薄)(元)	1.69	0.04	0.24	0.53	0.86						
P/E	43.39	1,446.5	260.14	120.59	73.80						
P/B	5.55	4.56	5.17	4.90	4.58						
EV/EBITDA	31.95	-	140.49	74.34	48.27						

利润表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	2,830	1,423	1,179	1,428	1,706						
营业成本	613	408	385	460	542						
营业税金及附加	509	292	212	243	273						
销售费用	912	611	330	343	358						
管理费用	166	166	153	157	162						
研发费用	16	20	15	16	17						
财务费用	-102	-101	-21	-16	-15						
减值损失合计	-2	-19	0	0	0						
投资净收益	-1	0	0	0	0						
其他	12	8	2	3	3						
营业利润	726	16	106	229	373						
营业外收支	1	-2	-1	-1	-1						
利润总额	727	14	105	228	372						
所得税	180	2	26	57	93						
净利润	548	12	79	171	279						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
归属母公司净利润	548	12	79	171	279						
EBITDA	670	-15	141	267	411						
EPS (当年)(元)	1.69	0.04	0.24	0.53	0.86						

现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	51	-361	-67	213	301						
净利润	548	12	79	171	279						
折旧摊销	55	59	57	57	57						
财务费用	0	0	0	0	0						
投资损失	-901	1	0	0	0						
营运资金变动	608	-711	82	175	335						
其它	16	17	15	15	15						
投资活动现金流	-140	-243	-161	-196	-195						
资本支出	-140	-243	-197	-197	-197						
长期投资	0	0	35	0	0						
其他	0	0	1	1	1						
筹资活动现金流	-235	-423	-535	-640	-800						
吸收投资	0	0	0	0	0						
借款	0	0	0	0	0						
支付利息或股息	-233	-421	-535	-640	-800						
现金流净增加额	1,190	-266	299	515	850						

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等），深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒）、饮料行业（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、百润股份、欢乐家）、现制饮品板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。