

# 酒鬼酒（000799）

## 2025 年中报点评：深度调整，应变克难 增持（维持）

2025 年 08 月 24 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

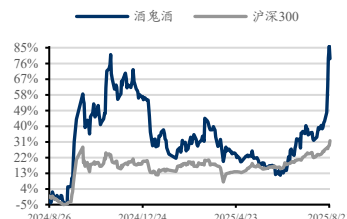
suny@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A   | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E  |
|---------------|---------|----------|----------|----------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 2,830   | 1,423    | 1,009    | 1,139    | 1,310  |
| 同比（%）         | (30.14) | (49.70)  | (29.11)  | 12.85    | 15.06  |
| 归母净利润（百万元）    | 547.81  | 12.49    | 6.84     | 82.33    | 126.31 |
| 同比（%）         | (47.77) | (97.72)  | (45.28)  | 1,104.40 | 53.41  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.69    | 0.04     | 0.02     | 0.25     | 0.39   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 37.57   | 1,647.36 | 3,010.63 | 249.97   | 162.94 |

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 半年报财报，25H1 实现营收 5.6 亿元，同比-43.5%；归母净利 0.09 亿元，同比-92.6%；对应 25Q2 营收为 2.2 亿元，同比-56.6%，归母净利为-0.23 亿元，同比-147.8%。
- **25H1 延续深度调整，有待蓄势固本。**25H1 公司实现酒类收入 5.6 亿，同比-43.7%；25Q1、Q2 酒类收入分别同比下滑 30.4%、56.7%，Q2 降幅扩大，主系消费场景冲击及渠道现金流进一步承压。**1) 分产品看：**① 内参系列 25H1 收入 1.1 亿元，同比下滑 35.8%，量、价同比-45.6%/+18.0%，吨价回升主因货折幅度收窄。② 酒鬼系列 25H1 收入 2.9 亿元，同比下滑-51.0%，量、价同比-47.8%/-6.1%。公司坚持聚焦大单品，稳步推进酒鬼主品的更新升级和“妙品”的上市推广工作，并精简酒鬼系列 SKU 超 50%。③ 湘泉及其他系列 25H1 收入合计 1.6 亿元，同比下滑 30.4%，渠道承压背景下，内品以库存去化为先。**2) 分地区看：**25H1 受行业性需求冲击影响，华中、华北、华东等主要销售区域营收下滑幅度与整体降幅基本一致。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，通过优化签约政策、开瓶激励、买赠奖励等方式，帮助加强终端开发对接。25H1 期末公司经销商数量由年初的 1326 名下降至 805 名，降幅 39%，华中区域渠道收缩力度相对较大。
- **25H1 盈利持续承压，营销费效管控加强。****1) 收现端：**25H1 期末公司合同负债余额 1.4 亿，同比、环比分别回落 1.2、1.1 亿元，25H1 收现比 80.9%，同比回落 3.3pct。**2) 利润端：**25H1 销售净利率同比-10.6pct 至 1.6%，主系毛销差恶化。① 25H1 毛利率同比-4.8pct 至 68.6%，主系产品结构恶化、货折波动及规模负效应，其中内参、酒鬼、湘泉及其他毛利率分别同比+0.9%、-2.6%、-11.0pct。② 25H1 销售费率同比-2.1pct 至 32.6%，主因公司通过秩序督查、费控管理以及针对性动销活动，优化营销费效。25H1 管理费用(含研发)同比+5.5pct，主因人员薪酬支出相对刚性。
- **2025 年优化“2+2+2”产品布局，强化终端、团购等多渠道建设。**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。**产品方面，**公司构建“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，逐步升级产品矩阵，梳理渠道价值链。**渠道方面，**一方面加强重点市场终端开拓，另一方面强化直营、团购及特渠建设，通过实控人赋能拓展央企合作，并与胖东来超市合作开发联名产品“酒鬼酒·自由爱”，获得广泛关注。
- **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，后续有待需求恢复带动公司渠道动能修复。参考 25H1 报表情况，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 0.07、0.82、1.26 亿元（前值为 0.7、1.1、1.5 亿元），当前市值对应 PE 为 3011、250、163 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。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 63.34       |
| 一年最低/最高价      | 33.50/69.50 |
| 市净率(倍)        | 5.44        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 20,579.20   |
| 总市值(百万元)      | 20,581.00   |

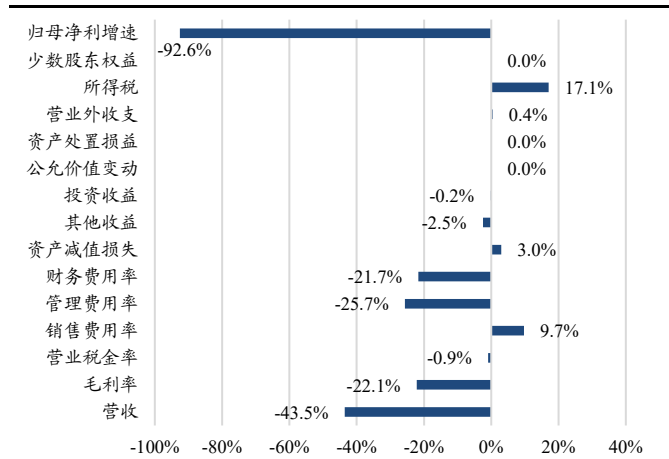
### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 11.64  |
| 资产负债率(%,LF) | 23.31  |
| 总股本(百万股)    | 324.93 |
| 流通 A 股(百万股) | 324.90 |

### 相关研究

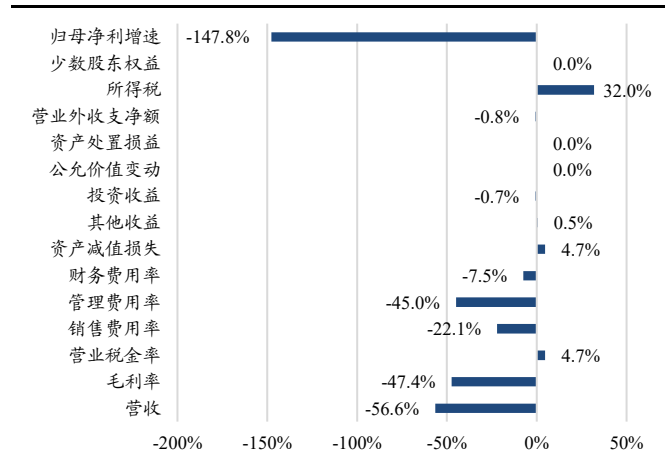
- 《酒鬼酒(000799)：2024 年报及 2025 一季报点评：内调外养，强基树本》  
2025-05-05
- 《酒鬼酒(000799)：24Q3 业绩点评：逆境承压，磨砺以须》  
2024-11-04

图1：25H1 酒鬼酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q2 酒鬼酒归母净利同比增速贡献拆分



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        |
| <b>流动资产</b>      | <b>3,192</b> | <b>2,616</b> | <b>2,804</b> | <b>2,684</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1,423</b> | <b>1,009</b> | <b>1,139</b> | <b>1,310</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,251        | 1,884        | 1,141        | 1,915        | 营业成本(含金融类)      | 408          | 302          | 318          | 352          |
| 经营性应收款项          | 162          | 119          | 116          | 123          | 税金及附加           | 292          | 187          | 205          | 229          |
| 存货               | 1,751        | 589          | 1,520        | 623          | 销售费用            | 611          | 385          | 404          | 423          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 166          | 153          | 156          | 162          |
| 其他流动资产           | 28           | 24           | 27           | 23           | 研发费用            | 20           | 18           | 19           | 20           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,887</b> | <b>2,000</b> | <b>2,108</b> | <b>2,160</b> | 财务费用            | (101)        | (56)         | (85)         | (51)         |
| 长期股权投资           | 30           | 30           | 30           | 30           | 加:其他收益          | 9            | 4            | 5            | 7            |
| 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            | <b>营业利润</b>     | <b>16</b>    | <b>21</b>    | <b>122</b>   | <b>177</b>   |
| 其他非流动资产          | 148          | 146          | 145          | 144          | 营业外净收支          | (2)          | (12)         | (12)         | (9)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>5,079</b> | <b>4,616</b> | <b>4,912</b> | <b>4,844</b> | <b>利润总额</b>     | <b>14</b>    | <b>9</b>     | <b>110</b>   | <b>168</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,068</b> | <b>601</b>   | <b>816</b>   | <b>654</b>   | 减:所得税           | 2            | 2            | 27           | 42           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | <b>12</b>    | <b>7</b>     | <b>82</b>    | <b>126</b>   |
| 经营性应付款项          | 333          | 86           | 267          | 85           | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 245          | 151          | 191          | 229          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>12</b>    | <b>7</b>     | <b>82</b>    | <b>126</b>   |
| 其他流动负债           | 489          | 364          | 358          | 339          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.04         | 0.02         | 0.25         | 0.39         |
| 非流动负债            | 45           | 47           | 48           | 48           | EBIT            | (85)         | (31)         | 42           | 131          |
| 长期借款             | 0            | 2            | 3            | 3            | EBITDA          | (25)         | 59           | 138          | 233          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 71.37        | 70.11        | 72.09        | 73.12        |
| 租赁负债             | 1            | 1            | 1            | 1            | 归母净利率(%)        | 0.88         | 0.68         | 7.23         | 9.64         |
| 其他非流动负债          | 44           | 44           | 44           | 44           | 收入增长率(%)        | (49.70)      | (29.11)      | 12.85        | 15.06        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,113</b> | <b>648</b>   | <b>864</b>   | <b>702</b>   | 归母净利润增长率(%)     | (97.72)      | (45.28)      | 1,104.40     | 53.41        |
| 归属母公司股东权益        | 3,967        | 3,969        | 4,048        | 4,142        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>3,967</b> | <b>3,969</b> | <b>4,048</b> | <b>4,142</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>5,079</b> | <b>4,616</b> | <b>4,912</b> | <b>4,844</b> |                 |              |              |              |              |

| 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)   | 850   | (526) | 970   | 每股净资产(元)        | 12.21    | 12.21    | 12.46  | 12.75  |
| 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)   | (1)   | (33)  | ROIC(%)         | (1.83)   | (0.60)   | 0.78   | 2.39   |
| 现金净增加额      | (1,111) | 633   | (743) | 774   | ROE-摊薄(%)       | 0.31     | 0.17     | 2.03   | 3.05   |
| 折旧和摊销       | 59      | 90    | 96    | 103   | 资产负债率(%)        | 21.90    | 14.03    | 17.59  | 14.50  |
| 资本开支        | (423)   | (208) | (210) | (157) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 1,647.36 | 3,010.63 | 249.97 | 162.94 |
| 营运资本变动      | (377)   | 737   | (721) | 728   | P/B (现价)        | 5.19     | 5.19     | 5.08   | 4.97   |

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>