

公司研究

报表有望企稳，合作胖东来贡献增量

——酒鬼酒（000799.SZ）2025 年年报与 2026 年一季报点评

要点

事件：酒鬼酒发布 2025 年年报与 2026 年一季报，25 年总营收 11.08 亿元，同比下滑 22.17%，归母净利润-0.34 亿元，同比下滑 371.76%，其中 25Q4 单季总营收 3.48 亿元，同比增长 49.86%，归母净利润-0.24 亿元（24Q4 同期亏损 0.44 亿元）。26Q1 总营收 3.17 亿元，同比下滑 7.78%，归母净利润 0.33 亿元，同比增长 4.63%。公司 25 年拟每 10 股派发现金红利 3 元（含税），合计派发现金分红总额 0.97 亿元。

25 年报表出清，26Q1 收入降幅收窄，“自由爱”新品贡献增量。25 年公司以渠道出清、释放压力为主，为后续实现恢复性增长奠定基础。26Q1 收入端同比下滑 7.8%，降幅收窄至双位数以内，逐步呈现企稳态势。分产品系列，25 年内参/酒鬼/湘泉/其他系列收入为 1.68/6.61/0.57/2.15 亿元，同比-28.6%/-20.8%/-25.0%/-19.9%。公司 25 年全面精简产品 SKU、优化产品矩阵，淘汰销量占比低、增长潜力弱的低质低效 SKU，精简率达 60%，明确“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），资源进一步向核心单品集中。同时积极合作零售品牌胖东来，联合开发“酒鬼酒·自由爱”新品，把握大众消费需求。据年报披露，胖东来已经成为公司第一大客户，25 年销售额 1.96 亿元、占销售总额比重约 18%，在行业调整期为公司贡献核心增量。传统经销渠道 25 年仍在调整，截至 25 年末经销商数量 1109 家、较 24 年末减少 227 家。

25 年净利率承压，26Q1 有所修复。1) 25 年/26Q1 毛利率 64.90%/67.3%，同比-6.47/-3.41pct，产品结构调整下毛利率有所承压，其中内参系列/酒鬼系列 25 年毛利率 86.99%/67.42%，同比-0.73/-7.19pct。25 年/26Q1 税金率 20.61%/18.58%，同比+0.07/-1.68pct，销售费用率 32.47%/24.07%，同比-10.47/-3.67pct，管理费用率 13.98%/9.91%，同比+2.30/-0.65pct。综合看 25 年/26Q1 净利率-3.06%/10.46%，同比-3.94/+1.24pct，伴随经营好转、收入规模提升，利润率有望逐步恢复。2) 25 年/26Q1 销售收现 11.28/3.15 亿元，同比-22.74%/+36.36%，截至 26Q1 末合同负债 1.41 亿元、环比/同比有所减少。

盈利预测、估值与评级：考虑胖东来合作产品贡献增量、26 年经营逐步修复，我们上调 2026-27 年归母净利润预测为 1.04/1.29 亿元（较前次预测上调 32%/23%），新增 28 年归母净利润预测为 1.62 亿元，折合 EPS 为 0.32/0.40/0.50 元，当前股价对应 P/E 为 133/107/85 倍。公司较早进行渠道调整，合作胖东来有望贡献增量，26 年收入或恢复增长、利润或扭亏为盈，维持“买入”评级。

风险提示：需求持续疲软，传统渠道调整不及预期，费用改革效果不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,423	1,108	1,169	1,275	1,416
营业收入增长率	-49.70%	-22.17%	5.53%	9.08%	11.07%
净利润（百万元）	12	-34	104	129	162
净利润增长率	-97.72%	-371.76%	NA	23.79%	25.75%
EPS（元）	0.04	-0.10	0.32	0.40	0.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.31%	-0.91%	2.78%	3.38%	4.15%
P/E	1,107	NA	133	107	85
P/B	3.5	3.7	3.7	3.6	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29

买入（维持）

当前价：42.55 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005
021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.25
总市值(亿元):	138.26
一年最低/最高(元):	38.68/76.80
近 3 月换手率:	173.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.57	-26.34	-27.13
绝对	-1.48	-25.15	0.30

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,423	1,108	1,169	1,275	1,416
营业成本	408	389	406	440	484
折旧和摊销	57	80	111	118	123
税金及附加	292	228	210	230	255
销售费用	611	360	316	338	368
管理费用	166	155	105	102	99
研发费用	20	20	12	13	14
财务费用	-101	-12	-15	-16	-17
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	16	-44	139	172	216
利润总额	14	-52	139	172	216
所得税	2	-19	35	43	54
净利润	12	-34	104	129	162
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	12	-34	104	129	162
EPS(元)	0.04	-0.10	0.32	0.40	0.50

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-361	-172	420	129	378
净利润	12	-34	104	129	162
折旧摊销	57	80	111	118	123
净营运资金增加	-377	-44	-123	156	-181
其他	-54	-173	327	-274	274
投资活动产生现金流	-423	-227	-161	-160	-160
净资本支出	-423	-227	-160	-160	-160
长期投资变化	30	30	0	0	0
其他资产变化	-30	-30	-1	0	0
融资活动现金流	-327	-195	-82	-41	-54
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2	0	0	0	0
无息负债变化	-276	65	-163	36	47
净现金流	-1,111	-593	176	-73	164

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	71.4%	64.9%	65.3%	65.5%	65.9%
EBITDA 率	0.8%	4.6%	20.1%	21.5%	22.8%
EBIT 率	-3.2%	-2.6%	10.5%	12.3%	14.1%
税前净利润率	1.0%	-4.7%	11.9%	13.5%	15.3%
归母净利润率	0.9%	-3.1%	8.9%	10.1%	11.5%
ROA	0.2%	-0.7%	2.2%	2.7%	3.2%
ROE (摊薄)	0.3%	-0.9%	2.8%	3.4%	4.2%
经营性 ROIC	-1.2%	-0.5%	2.7%	3.2%	4.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	22%	24%	21%	22%	22%
流动比率	2.99	2.45	2.72	2.69	2.66
速动比率	1.35	0.78	1.05	0.94	1.06
归母权益/有息债务	9704.13	16523.69	7489.78	7633.25	7815.89
有形资产/有息债务	11684.90	20231.12	8960.47	9166.22	9432.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	5,079	4,916	4,760	4,868	5,006
货币资金	1,251	657	834	761	925
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	0	31	0	0	0
应收票据	16	8	14	15	17
其他应收款 (合计)	12	20	9	10	11
存货	1,751	1,899	1,623	1,759	1,693
其他流动资产	146	144	144	144	144
流动资产合计	3,192	2,776	2,636	2,702	2,804
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	30
固定资产	777	1,499	1,572	1,556	1,544
在建工程	721	224	179	202	230
无形资产	209	224	229	235	240
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7	1	1	1	1
非流动资产合计	1,887	2,140	2,123	2,165	2,202
总负债	1,113	1,178	1,015	1,051	1,098
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	333	489	325	352	387
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	32	19	19	19	19
流动负债合计	1,068	1,131	969	1,006	1,053
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	16	16	16	16
非流动负债合计	45	47	46	46	46
股东权益	3,967	3,738	3,745	3,817	3,908
股本	325	325	325	325	325
公积金	1,395	1,395	1,395	1,395	1,395
未分配利润	2,247	2,018	2,025	2,097	2,188
归属母公司权益	3,967	3,738	3,745	3,817	3,908
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	42.94%	32.47%	27.00%	26.50%	26.00%
管理费用率	11.68%	13.98%	9.00%	8.00%	7.00%
财务费用率	-7.11%	-1.05%	-1.28%	-1.25%	-1.19%
研发费用率	1.41%	1.79%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	11%	35%	25%	25%	25%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.60	0.30	0.18	0.22	0.27
每股经营现金流	-1.11	-0.53	1.29	0.40	1.16
每股净资产	12.21	11.50	11.53	11.75	12.03
每股销售收入	4.38	3.41	3.60	3.92	4.36

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	1107	NA	133	107	85
PB	3.5	3.7	3.7	3.6	3.5
EV/EBITDA	1149.9	267.7	57.5	49.6	41.5
股息率	1.4%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼