酒鬼酒(000799)

报告日期：2023 年 05 月 03 日

Q1 业绩短期承压，业绩有望环比改善

——酒鬼酒 22 年&23Q1 业绩点评

投资要点

- **事件：**2022 年公司营业总收入/归母净利润分别为 40.50/10.49 亿元（+18.63%/+17.38%），其中 2022Q4 公司收入/归母净利润分别为 5.65/0.77 亿元（-27.12%/-55.70%）。2023Q1 公司营业总收入/归母净利润分别为 9.65/3.00 亿元（-42.87%/-42.38%）。

- **22 年中档酒表现优秀，盈利能力小幅回落**

产品端：中档酒鬼系列表现优秀，内参价小幅微跌。22 年公司白酒业务收入 40.37 亿元（+18.61%），以量驱为主（销量/吨价同比+20%/-1%），具体看，内参/酒鬼/湘泉系列营收分别 11.6/22.7/2.2 亿元，同比+12%/+19%/+26%，内参增速较缓主因疫情对中高价位产品影响更大：

①内参系列：量/价分别+15%/-3%，毛利率变动-0.5 个百分点至 91.6%，预计 52 度标品仍贡献主要增速，23 年 54 度产品占比有望提升；

②酒鬼系列：量/价分别+18%/持平，毛利率变动+0.5 个百分点至 80.0%，其中成立了红坛事业部的红坛为第一大单品，紫坛/传承/文创亦为大单品。

市场端：聚焦做强基地、突破高地、深度全国化三个核心支撑点，强化渠道深耕。22 年公司：①持续扩大经销商覆盖面，目前已实现省级市场全覆盖/市级市场覆盖 72%/省内县级市场覆盖 99%；②加大经销商开发力度,累计签约客户 1586 家（含专卖店）(+25%)；③深入推进核心终端建设，累计签约核心终端 22348 家(+ 13%)；④坚持打造大本营市场，坚持打造亿级省份。

盈利端：盈利端小幅下滑，费用率平稳。22 年公司毛利率/净利率分别同比-0.34/-0.28 个百分点至 79.63%/25.89%；销售费用率/管理费用率（含研发费用率）分别同比+0.10/-0.91 个百分点至 25.28%/4.73%；经营性现金流同比-74.38%至 4.01 亿元；合同负债同比-9.49 亿元至 4.33 亿元。

- **消费场景未恢复导致 23Q1 利润不及预期，后续业绩弹性可期**

23Q1 业绩短期承压，改革下后续业绩具弹性。23Q1 业绩负增主因：①次高端价位恢复不佳+基于库存压力，没有压货&推出激励措施，内参回款进度略承压（预计动销环比 Q4 有好转）；②费用改革下公司减少渠道投入，导致短期回款积极性弱（现由终端扫码红包并同步至经销商层级方式增厚利润，渠道接受度正在提升）。受益于公司以健康为第一要义，当前库存&批价均有所好转，公司有望通过加强 C 端消费者培育&费用改革&聚焦单品&价格向上等方式，发力 23H2，从而实现集团业绩高目标要求。

盈利端表现平稳，费用加大投放。23Q1 公司毛利率/净利率分别同比变动+1.77/+0.27 个百分点至 81.54%/31.12%，由于 23Q1 公司营业成本变动-47.87%（或因渠道政策减弱）+内参占比小幅提升，即使费用率上行（Q1 销售费用率/管理费用率（含研发费用）分别同比变动+4.21/+2.20 个百分点至 26.03%/3.75%），盈利端仍表现平稳；一年期以上长期存款集中产生的财务利息原因影响，导致 Q1 毛销差下降 2.44 个百分点。另外，23Q1 经营性现金流同比变动+286.05%至 1.66 亿元；合同负债同比/环比分别变动-3.08/-0.66 亿元至 3.67 亿元。

- **盈利预测及估值**

在外部环境逐步修复&费用改革持续下，Q1 不压货导致的回款下降实在为 Q2-4 经营发展奠定基础，今年加强 C 端消费者培育&费用改革&聚焦单品&价格向上四件事情为重点工作， 23 年酒鬼有望在改革中不断实现加速发展。我们预计 2023-2025 年公司收入增速分别为 15.42%、23.46%、22.41%；归母净利润增速分别为 17.50%、26.33%、24.13%，EPS 分别为 3.8、4.8、6.0 元；PE 分别为 29、23、19 倍。当前估值具有性价比，维持买入评级。

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：张潇倩
执业证书号：S1230520090001
zhangxiaoqian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥111.79
总市值(百万元)	36,323.81
总股本(百万股)	324.93

股票走势图

相关报告

1 《短期收入端表现平稳，利润端略超预期——酒鬼酒 2022Q3 业绩点评报告》 2022.11.01
2 《业绩符合预期，内参占比下降拖累 Q2 利润表现 ——酒鬼酒 22H1 业绩点评》 2022.08.30
3 《【浙商食饮】酒鬼酒事件点评：追求高质量动销，全年业绩目标不改（20220628）》 2022.06.29

- **催化剂：**白酒需求恢复超预期，批价持续上行。
- **风险提示：**1、消费修复不及预期；2、内参恢复情况不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4050	4675	5772	7065
(+/-) (%)	18.63%	15.42%	23.46%	22.41%
归母净利润	1049	1232	1557	1932
(+/-) (%)	17.38%	17.50%	26.33%	24.13%
每股收益(元)	3.23	3.79	4.79	5.95
P/E	34.63	29.48	23.33	18.80

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4743	8056	8938	10400
现金	3077	5815	6644	7505
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	45	376	271	457
其它应收款	9	12	14	17
预付账款	13	21	24	26
存货	1417	1772	1904	2287
其他	181	61	81	108
非流动资产	1091	1102	1103	1103
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	31	34	31	32
固定资产	517	575	617	647
无形资产	211	209	208	210
在建工程	246	197	157	126
其他	87	88	89	88
资产总计	5834	9158	10040	11503
流动负债	1644	2247	2468	2597
短期借款	0	0	0	0
应付款项	442	425	511	620
预收账款	0	1	1	1
其他	1201	1821	1957	1976
非流动负债	38	1527	631	32
长期借款	0	0	0	0
其他	38	1527	631	32
负债合计	1682	3774	3099	2629
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4152	5385	6941	8874
负债和股东权益	5834	9158	10040	11503

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	401	1399	1893	1594
净利润	1049	1232	1557	1932
折旧摊销	43	42	47	52
财务费用	(54)	110	117	81
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(526)	381	308	(80)
其它	(111)	(365)	(136)	(390)
投资活动现金流	(243)	(51)	(46)	(53)
资本支出	(209)	(44)	(44)	(44)
长期投资	1	(6)	3	(0)
其他	(36)	(2)	(6)	(9)
筹资活动现金流	(423)	1389	(1017)	(681)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(423)	1389	(1017)	(681)
现金净增加额	(266)	2737	830	861

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4050	4675	5772	7065
营业成本	825	852	1010	1208
营业税金及附加	656	734	907	1121
营业费用	1024	1122	1397	1752
管理费用	175	202	249	305
研发费用	17	19	24	29
财务费用	(54)	110	117	81
资产减值损失	(4)	(5)	(6)	(7)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	17	9	11	13
营业利润	1421	1651	2085	2590
营业外收支	(22)	(9)	(12)	(14)
利润总额	1400	1641	2074	2576
所得税	351	409	517	643
净利润	1049	1232	1557	1932
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1049	1232	1557	1932
EBITDA	1397	1654	2080	2559
EPS（最新摊薄）	3.23	3.79	4.79	5.95

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	18.63%	15.42%	23.46%	22.41%
营业利润	19.06%	16.12%	26.35%	24.18%
归属母公司净利润	17.38%	17.50%	26.33%	24.13%
获利能力				
毛利率	79.63%	81.77%	82.49%	82.91%
净利率	25.89%	26.36%	26.97%	27.35%
ROE	27.33%	25.84%	25.26%	24.44%
ROIC	24.39%	22.47%	21.97%	21.19%
偿债能力				
资产负债率	28.83%	41.21%	30.87%	22.86%
净负债比率	0.11%	0.03%	0.05%	0.06%
流动比率	2.89	3.59	3.62	4.00
速动比率	2.02	2.80	2.85	3.12
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.62	0.60	0.66
应收账款周转率	22857.95	2870.60	2614.69	3871.68
应付账款周转率	2.38	2.12	2.26	2.27
每股指标(元)				
每股收益	3.23	3.79	4.79	5.95
每股经营现金	1.23	4.31	5.83	4.91
每股净资产	12.78	16.57	21.36	27.31
估值比率				
P/E	34.63	29.48	23.33	18.80
P/B	8.75	6.75	5.23	4.09
EV/EBITDA	88.69	18.45	14.27	11.26

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上;
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％;
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动;
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上;
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上;
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn