

Q1 短期承压，逐季修复可期

酒鬼酒(000799)

评级:	买入	股票代码:	000799
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	188.88/100.18
目标价格:		总市值(亿)	347.67
最新收盘价:	107.00	自由流通市值(亿)	347.67
		自由流通股数(百万)	324.93

事件概述

2022年公司实现营业收入40.5亿元，同比+18.6%；归母净利10.5亿元，同比+17.4%。2023Q1公司实现营业收入9.6亿元，同比-42.9%；归母净利润3.0亿元，同比-42.4%。

分析判断:

▶ 短期承压不改长期发展趋势，蓄力高质量发展

22年虽然面临较大的内外部冲击，但公司依旧稳中求进，迎难而上，实现营业收入40.5亿元，同比增长18.6%。**产品端来看**，22年内参/酒鬼/湘泉系列分别实现营收11.6/22.7/2.2亿元，同比+12%/+19%/+26%，内参系列因消费场景受损而增长放缓，酒鬼成立红坛业务部，推动大单品战略落地。**渠道端来看**，经销商覆盖面进一步扩大，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%；累计签约客户1586家，同比增长25%；累计签约核心终端22348家，同比增长13%；持续推进渠道深耕。

23Q1公司在高基数下收入承压，同比下降42.9%至9.6亿元，但我们判断内参下滑幅度已环比有所减弱，随着公司内部调整和次高端需求回暖，公司经营有望前低后高，逐步走出经营困境。

▶ 产品结构调整影响毛利率，Q1利润率仍平稳

22年**成本端来看**，毛利率同比微降0.3pct至79.6%，预计主要受产品结构调整影响，其中酒鬼系列毛利率提升0.5pct至80.0%。**费用端来看**，22年销售/管理/研发/财务费用率分别为25.28%/4.32%/0.41%/-1.34%，分别同比+0.1/-0.92/+0.11/-0.38pct，综合费用率下降1.09pct，费用投放效率稳中有升。公司整体净利率同比微降0.3pct至25.9%，相应的归母净利润同比+17.5%至10.5亿元。

23Q1毛利率同比+1.8pct至81.5%，预计内参占比提升使得毛利率上行；费用端销售/管理/研发/财务费用率为26.03%/3.63%/0.12%/-5.11%，分别同比+4.22pct/+1.9pct/+0.12pct/-5.67pct，销售费用率增加较多预计受收入下滑和公司加大促销费用影响，而财务费用率下降主因一年期以上长期存款集中Q1产生财务利息较多。综合来看，23Q1利润率仍相对平稳，同比提升0.27pct至31.12%，归母净利润同比下降42.4%至3.0亿元。

▶ 利空落地，逐步修复可期

市场担忧公司一季度业绩承压，短期利空已落地，虽然公司基本面问题尚待逐步解决，但我们认为实质更多是行业β问题，后续随着行业回暖和公司内部调整，有望逐步向好，库存问题有望在中秋国庆达到相对良性。长期看公司具备较强的确定性，省外千元价格带内参培育+逐步站稳+央企管理和输出品牌，我们判断公司竞争力在持续加强，看好公司长期高质量发展。

投资建议

因公司一季度业绩承压，我们下调公司23-24年58.36/73.44亿元的预测至44.58/55.90亿元，新增25年68.65亿元的预测；下调23-24年EPS 5.08/6.63元的预测至3.60/4.58元，新增25年5.69元的预测；对应2023年5月4日107.00元的收盘价估值分别为31/24/20倍，维持买入评级。

风险提示

内部调整不及预期，大单品增长不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,414	4,050	4,458	5,590	6,865
YoY (%)	87.0%	18.6%	10.1%	25.4%	22.8%
归母净利润(百万元)	893	1,049	1,170	1,487	1,849
YoY (%)	81.7%	17.4%	11.5%	27.1%	24.4%
毛利率 (%)	80.0%	79.6%	79.8%	80.0%	80.4%
每股收益 (元)	2.75	3.23	3.60	4.58	5.69
ROE	25.4%	25.3%	22.0%	21.8%	21.4%
市盈率	40.65	34.63	31.05	24.43	19.64

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,050	4,458	5,590	6,865	净利润	1,049	1,170	1,487	1,849
YoY (%)	18.6%	10.1%	25.4%	22.8%	折旧和摊销	46	23	24	24
营业成本	825	901	1,118	1,346	营运资金变动	-711	-469	387	-212
营业税金及附加	656	713	894	1,098	经营活动现金流	401	734	1,907	1,671
销售费用	1,024	1,115	1,386	1,696	资本开支	-243	-229	-219	-189
管理费用	175	196	240	295	投资	0	0	0	0
财务费用	-54	-36	-41	-45	投资活动现金流	-243	-229	-218	-188
研发费用	17	18	22	27	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	1	筹资活动现金流	-423	0	0	0
营业利润	1,421	1,570	1,992	2,476	现金净流量	-266	505	1,689	1,483
营业外收支	-22	-10	-10	-10	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	1,400	1,560	1,982	2,466	成长能力 (%)				
所得税	351	390	496	616	营业收入增长率	18.6%	10.1%	25.4%	22.8%
净利润	1,049	1,170	1,487	1,849	净利润增长率	17.4%	11.5%	27.1%	24.4%
归属于母公司净利润	1,049	1,170	1,487	1,849	盈利能力 (%)				
YoY (%)	17.4%	11.5%	27.1%	24.4%	毛利率	79.6%	79.8%	80.0%	80.4%
每股收益	3.23	3.60	4.58	5.69	净利率	25.9%	26.2%	26.6%	26.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	18.0%	16.8%	16.1%	16.6%
货币资金	3,077	3,583	5,271	6,754	净资产收益率 ROE	25.3%	22.0%	21.8%	21.4%
预付款项	13	14	17	0	偿债能力 (%)				
存货	1,417	1,334	2,020	1,718	流动比率	2.89	3.55	3.27	3.93
其他流动资产	235	739	436	1,012	速动比率	2.01	2.71	2.41	3.22
流动资产合计	4,743	5,670	7,744	9,484	现金比率	1.87	2.24	2.22	2.80
长期股权投资	31	31	31	31	资产负债率	28.8%	23.5%	26.1%	22.1%
固定资产	517	570	622	674	经营效率 (%)				
无形资产	211	214	217	220	总资产周转率	0.68	0.70	0.69	0.68
非流动资产合计	1,091	1,287	1,473	1,627	每股指标 (元)				
资产合计	5,834	6,957	9,216	11,111	每股收益	3.23	3.60	4.58	5.69
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	12.78	16.38	20.95	26.65
应付账款及票据	442	253	673	479	每股经营现金流	1.23	2.26	5.87	5.14
其他流动负债	1,201	1,344	1,697	1,937	每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,644	1,597	2,369	2,415	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	34.63	31.05	24.43	19.64
其他长期负债	38	38	38	38	PB	10.79	6.83	5.33	4.20
非流动负债合计	38	38	38	38					
负债合计	1,682	1,635	2,407	2,453					
股本	325	325	325	325					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,152	5,322	6,809	8,658					
负债和股东权益合计	5,834	6,957	9,216	11,111					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。