

证券研究报告

公司研究

点评报告

酒鬼酒 (000799.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

酒鬼酒 (000799.SZ): 传承革新, 坚定方向 2023.02.24

酒鬼酒 (000799.SZ): 降速稳价, 改善渠道 2022.10.31

酒鬼酒 (000799.SZ): 促销投入增加, 内参降速稳价 2022.08.30

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 改革初见效, 夯基赢未来

2023年08月31日

**事件:** 公司发布中期业绩公告, 2023年上半年实现营收15.41亿元, 同比-39.24%; 归母净利润4.22亿元, 同比-41.23%; 销售收现21.16亿元, 同比-26.55%; 经营净现金流0.83亿元, 同比-72.35%; 期末合同负债4.48亿元, 环比+0.81亿元。

**点评:**

- **业绩降幅收窄, 产品线聚焦调整。** 23Q2, 公司实现营收5.77亿元, 同比-32.02%, 归母净利润1.22亿元, 同比-38.19%, 降幅均有收窄。分产品看, 上半年: ①内参收入4.41亿元, 同比-31.7%, 量价分别-26.2%/-7.4%, 毛利率同比-1.6pct至90.8%。②酒鬼收入8.46亿元, 同比-42.5%, 量价分别-28.8%/-19.2%, 毛利率同比-0.6pct至79.0%。由于酒鬼的全国化程度较内参更高, 过去几年在省外市场的费用投入也较大, 在费用模式改革的收缩过程中, 渠道信心有所影响, 因此面临更大的压力, 而内参在省内的市场基础相对牢固, 稳定性较好。③湘泉收入0.36亿元, 同比-76.6%, 量价分别-80.9%/+22.0%, 毛利率同比+8.5pct至47.5%。由于湘泉的主动控量, 公司上半年基酒库存较去年底增加4204吨。针对湘泉, 公司目前已制定相应的销售计划, 我们预计下半年公司将尝试推进中低端产品的布局, 推动消费者对馥郁香口感的尝试, 并应对潜在的消费降级可能。④其他收入2.14亿元, 同比-17.2%, 量价分别-21.4%/+5.4%, 毛利率同比+0.6pct至68.6%。针对内品, 公司同样也收缩了一定的费用, 希望将其做成既有量又有价的产品, 此外公司还推出金内品布局200元价位, 把握消费需求的变化。整体看, 公司上半年毛利同比+1.04pct至80.15% (二季度同比+0.02pct至77.82%)。
- **模式改革下, 销售费用率扩大。** 23Q2, 公司税金及附加率同比+0.64pct (上半年同比+0.29pct); 销售费用率同比+2.71pct至29.72% (上半年同比+3.86pct至27.41%), 一方面在销售规模收缩影响下, 团队薪酬支出相对稳定, 另一方面在费用从渠道端转向消费者端的改革过程中, 现金费用比例增加, 导致销售费用的提升; 管理费用率同比+1.97pct至6.84% (上半年同比+2.05pct至4.83%); 研发费用率同比+0.66pct (上半年同比+0.34pct)。受销售费用率及管理费用率的提升影响, 二季度公司归母净利率同比-2.11pct至21.22% (上半年同比-0.92pct至27.37%)。
- **思路转变, 定调调整年。** 过去几年, 公司基于渠道网点的扩张实现了高速发展, 但在费用驱动模式下, 渠道问题渐显。在此基础上, 公司及时调整了渠道策略, 从侧重经销商端到核心店建设再到消费者动销, 更加重视未来的健康稳定发展。从实际表现上看, 上半年公司核心终端数量25472家, 超过去年全年签约量, 主要系今年侧重做网点覆盖, 协助公司推广消费者活动, 利用小规模政策, 吸纳更多未做酒鬼的终端。上半

年核心市场的经销商数量减少也在公司计划之内，当有了足够的市场覆盖度后，不再盲目追求经销商数量，而是做精做大单个经销商规模，着重动销工作。我们可以感受到，公司今年改革的动作落实是贯彻且坚决的，经过近三个季度的调整，在内参、红坛、内品几个核心单品上已初见成效，而下半年仍将继续落实渠道调整，获得更多客户的理解与支持，为明年及以后发展打下基础，实现企业发展的转型。

- **盈利预测与投资评级：**由于公司上半年的业绩降幅较大，我们对全年的盈利预测做适当下调，并期待后续改革成效的转化。**我们预计公司2023-2025年摊薄每股收益分别为2.67元、3.47元、4.50元，维持对公司的“买入”评级。**
- **风险因素：**消费弱复苏影响；行业竞争加剧

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,414	4,050	3,414	4,153	5,145
增长率 YoY %	87.0%	18.6%	-15.7%	21.6%	23.9%
归属母公司净利润 (百万元)	893	1,049	869	1,128	1,463
增长率 YoY%	81.7%	17.4%	-17.1%	29.8%	29.7%
毛利率%	80.0%	79.6%	80.4%	81.7%	82.3%
净资产收益率ROE%	25.4%	25.3%	19.2%	22.3%	25.2%
EPS(摊薄)(元)	2.75	3.23	2.67	3.47	4.50
市盈率 P/E(倍)	77.28	42.74	33.50	25.81	19.90
市净率 P/B(倍)	19.59	10.79	6.43	5.74	5.02

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年08月31日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5,141	4,743	5,055	5,679	6,596
货币资金	3,343	3,077	3,377	3,892	4,742
应收票据	500	44	94	114	141
应收账款	0	0	0	0	0
预付账款	21	13	20	23	27
存货	1,269	1,417	1,374	1,459	1,493
其他	8	190	190	192	193
<b>非流动资产</b>	870	1,091	1,248	1,450	1,668
长期股权投资	30	31	0	0	0
固定资产(合计)	474	517	561	619	693
无形资产	195	211	205	199	193
其他	172	332	482	632	782
<b>资产总计</b>	6,011	5,834	6,303	7,129	8,264
<b>流动负债</b>	2,459	1,644	1,739	2,023	2,425
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	46	0	0	0
应付账款	298	396	238	271	323
其他	2,161	1,201	1,501	1,752	2,102
<b>非流动负债</b>	28	38	38	38	38
长期借款	0	0	0	0	0
其他	28	38	38	38	38
<b>负债合计</b>	2,487	1,682	1,777	2,061	2,463
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,524	4,152	4,526	5,069	5,801
<b>负债和股东权益</b>	6,011	5,834	6,303	7,129	8,264

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,414	4,050	3,414	4,153	5,145
同比(%)	87.0%	18.6%	-15.7%	21.6%	23.9%
归属母公司净利润	893	1,049	869	1,128	1,463
同比(%)	81.7%	17.4%	-17.1%	29.8%	29.7%
毛利率(%)	80.0%	79.6%	80.4%	81.7%	82.3%
ROE%	25.4%	25.3%	19.2%	22.3%	25.2%
EPS(摊薄)(元)	2.75	3.23	2.67	3.47	4.50
P/E	77.28	42.74	33.50	25.81	19.90
P/B	19.59	10.79	6.43	5.74	5.02
EV/EBITDA	54.72	29.82	22.19	16.79	12.57

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	3,414	4,050	3,414	4,153	5,145
营业成本	684	825	669	761	908
营业税金及附加	521	656	529	644	797
销售费用	860	1,024	922	1,080	1,286
管理费用	182	175	154	187	232
研发费用	10	17	10	12	15
财务费用	-33	-54	-32	-36	-43
减值损失合计	-3	-4	1	1	1
投资净收益	3	1	1	1	1
其他	4	17	10	12	15
<b>营业利润</b>	1,194	1,421	1,175	1,520	1,967
营业外收支	-5	-22	-16	-16	-16
<b>利润总额</b>	1,189	1,400	1,159	1,504	1,951
所得税	295	351	290	376	488
<b>净利润</b>	893	1,049	869	1,128	1,463
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	893	1,049	869	1,128	1,463
EBITDA	1,201	1,400	1,160	1,503	1,939
EPS(当年)(元)	2.75	3.23	2.67	3.47	4.50

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1,565	401	995	1,351	1,845
净利润	893	1,049	869	1,128	1,463
折旧摊销	44	46	30	34	34
财务费用	7	0	0	0	0
投资损失	-901	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	608	-711	82	175	335
其它	16	17	15	15	15
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金流净增加额</b>	1,190	-266	299	515	850

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**姜青丰**，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**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，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**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，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。