

酒鬼酒 (000799.SZ)

业绩短期承压，看好基本面边际转好

买入

核心观点

2022Q2 增长趋于平缓，产品结构变化和费用投放增加使得利润率短期承压。22H1 公司营收 25.4 亿元 (+48.0%)，归母净利润 7.2 亿元 (+40.7%)；22Q2 营收 8.5 亿元 (+5.3%)，归母净利润 2.0 亿元 (-18.7%)。22Q2 利润增速为负主要系：①抓动销去库存：疫情对处在开拓期的内参的动销影响较大，3-7 月对内参持续控货，预计 Q2 内参收入同比下滑，酒鬼平稳增长，中低端增长快速（主要系基数小）拉低整体毛利率，22H1 内参/酒鬼/湘泉/其他系列营收 6.5/14.7/1.5/2.6 亿元 (+24%/+50%/+70%/+118%)，内参占比-5pct 至 25.5%；22Q2/22H1 毛利率同比-3.4pct/-1.1pct 至 77.8%/79.1%；②启动费用改革：5 月起公司费用投向转为消费者，针对红坛传承等投入大量费用做动销，适当增加现金投入，22Q2 销售费用率同比+5.5pct，22H1 广宣/促销费同增 34%/100%。综合影响下，22Q2/22H1 净利率同比-6.9pct/-1.5pct 至 23.2%/28.3%。22H1 末合同负债 5.6 亿元 (同比-3.2 亿元/环比-1.2 亿元)。

公司着力优化产品结构，看好需求边际向好内参动销回暖带动利润率提升。22H1 内参/酒鬼/其他系列毛利率同比-0.2pct/+0.1pct/+6.2pct，中低端产品毛利率显著优化。上半年公司对组织架构和产品布局进一步完善：①内参系列：今年重点强化内参布局 and 动销，并加大文创产品占比以拉升价值和利润（当前文创占比 15%左右，未来或将提至 20%），未来内参收入占比有望持续提升；②酒鬼系列：今年成立了红坛和 54 度酒鬼酒两个发展部，意在推动红坛全国化布局，预计未来红坛占酒鬼系列比重有望达到 30%（当前占比近 20%）；③湘泉系列：坚持控量，缩减 SKU，主流价位升至 50-100 元。

内参和酒鬼并驾齐驱，全国化加速推进下基本面向上趋势不改。短期看，当前内参回款进度趋于正常，动销逐步恢复到正常水平，价格相对平稳已基本恢复到去年底水平，且今年 7-8 月客户增长及专卖店开设已达到去年水平；三季度是公司重点发力的节点，当下疫情形势大体稳定，中秋旺季销售有望顺利推进。中长期看，公司坚持“做强基地市场、突破高地市场、深度全国化”的市场策略，品牌力不断提升，渠道基本盘不断夯实（全国地级市场/湖南县级市场覆盖率达 72%/99%，内参经销商和专卖店共 700 多家），内参和酒鬼系列全国化放量渐入佳境，有望助推公司业绩持续稳健成长。

风险提示：宏观经济波动；疫情大面积反复；高端酒需求和动销不及预期。

投资建议：考虑疫情带来的不确定性，略下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收 45.5/59.3/73.7 亿元（下调 5%），归母净利润 12.9/18.0/23.7 亿元（下调 8%），EPS 为 3.97/5.53/7.29 元，PE 为 38/27/21x，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,826	3,414	4,552	5,927	7,368
(+/-%)	20.8%	87.0%	33.3%	30.2%	24.3%
净利润(百万元)	492	893	1291	1797	2368
(+/-%)	64.1%	81.7%	44.5%	39.2%	31.8%
每股收益(元)	1.51	2.75	3.97	5.53	7.29
EBIT Margin	31.5%	33.9%	35.3%	38.2%	40.5%
净资产收益率 (ROE)	17.2%	25.4%	28.8%	30.9%	31.3%
市盈率 (PE)	99.1	54.5	37.7	27.1	20.6
EV/EBITDA	81.3	42.7	31.0	22.4	17.3
市净率 (PB)	17.05	13.83	10.88	8.39	6.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：李依琳

010-88005029

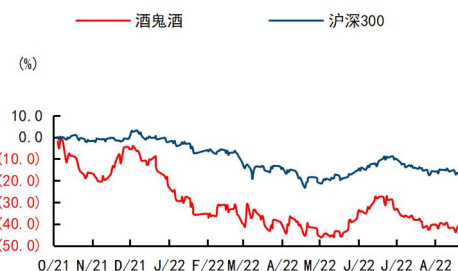
liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	145.90 元
总市值/流通市值	47418/47418 百万元
52 周最高价/最低价	276.89/131.63 元
近 3 个月日均成交额	981.26 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《酒鬼酒 (000799.SZ) - 开年业绩亮眼，稳增长后劲十足》——2022-03-11
- 《酒鬼酒-000799-重大事件快评：2021 年圆满收官，内参势能向上有望助推业绩持续稳健成长》——2022-01-19
- 《酒鬼酒-000799-2021 年三季报点评：业绩表现符合预期，内参和酒鬼发力正当时》——2021-10-25
- 《酒鬼酒-000799-重大事件快评：21Q3 收入业绩符合预期，内参和酒鬼继续强势增长》——2021-10-15
- 《酒鬼酒-000799-重大事件快评：少壮派高管晋升，助力公司稳健发展》——2021-10-13

2022Q2 收入小幅增长，产品结构变化和费用投放增加使得利润率短期承压。22H1 公司营收 25.4 亿元（+48.0%），归母净利润 7.2 亿元（+40.7%）；22Q2 营收 8.5 亿元（+5.3%），归母净利润 2.0 亿元（-18.7%）。22Q2 利润增速为负主要系：①产品结构变化：疫情对宴席聚饮等白酒消费场景冲击较大，且对处在开拓期的内参的动销影响比酒鬼酒更大，预计 Q2 内参收入同比下滑，酒鬼系列平稳增长，中低端产品增长快速（主要系基数小），拉低整体毛利率，22H1 内参/酒鬼/湘泉/其他系列营收 6.5/14.7/1.5/2.6 亿元（+24%/+50%/+70%/+118%，量增为主），内参占比 -5pct 至 25.5%；22Q2/22H1 毛利率同比 -3.4pct/-1.1pct 至 77.8%/79.1%；②费用增加：Q2 公司加大费用投放致 22Q2 销售费用率同比 +5.5pct，22H1 广宣/促销费用同增 34%/100%。综合影响下，22Q2/22H1 净利率同比 -6.9pct/-1.5pct 至 23.2%/28.3%。22H1 末合同负债 5.6 亿元（同比 -3.2 亿元/环比 -1.2 亿元）。

公司着力优化产品结构，看好需求边际向好内参动销回暖带动利润率提升。22H1 内参/酒鬼/其他系列毛利率同比 -0.2pct/+0.1pct/+6.2pct，中低端产品毛利率显著优化。上半年公司对组织架构和产品布局进一步完善：①内参系列：内参注重抓动销、价格与市场管控及高端消费者培育，后续将加大文创产品占比以拉升价值和利润（当前文创占比 15%左右，未来或将提至 20%），未来内参收入占比有望持续提升；②酒鬼系列：今年成立了红坛和 54 度酒鬼酒两个发展部，资源更加聚焦以推动内部结构升级，预计未来红坛占酒鬼系列比重有望达到 30%（当前占比接近 20%）；③湘泉系列：公司对湘泉进行了结构升级，缩减产品 SKU 的同时将主流价位提升至 50-100 元，④其他系列：内品是去年推出的 200-300 元价位的新品，在婚宴渠道快速发展。

内参和酒鬼并驾齐驱，全国化加速推进下基本面向上趋势不改。短期看，当前随需求边际向好，内参动销逐步恢复到正常水平；三季度是公司重点发力的节点，当下疫情形势大体稳定，中秋旺季销售可期。中长期看，公司坚持“做强基地市场、突破高地市场、深度全国化”的市场策略，招商仍是公司重点工作之一，22H1 经销商较上年末净增加 223 家至 1479 家，客户规模质量双提升。展望未来，公司产品力不断提升，渠道基本盘不断夯实（全国地级市场/湖南县级市场覆盖率达 72%/99%），内参和酒鬼系列全国化放量渐入佳境，有望助推公司业绩持续成长。

投资建议：考虑疫情带来的不确定性，略下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收为 45.5/59.3/73.7 亿元（同比 +33%/30%/24%，下调幅度约 5%），归母净利润为 12.9/18.0/23.7 亿元（同比 +45%/39%/32%，下调幅度约 8%），EPS 为 3.97/5.53/7.29 元，当前对应 PE 为 38/27/21x，维持“买入”评级。

图1：酒鬼酒单季度营业收入及增速（单位：百万元、%）

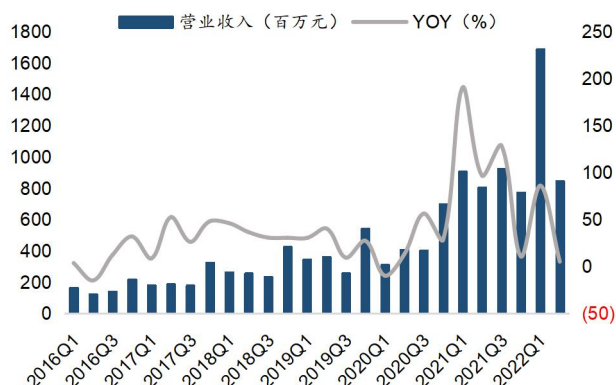
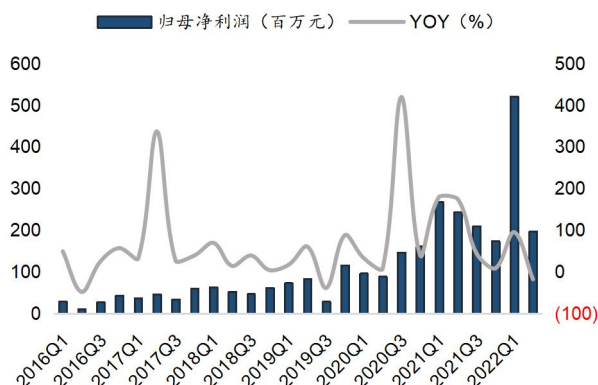
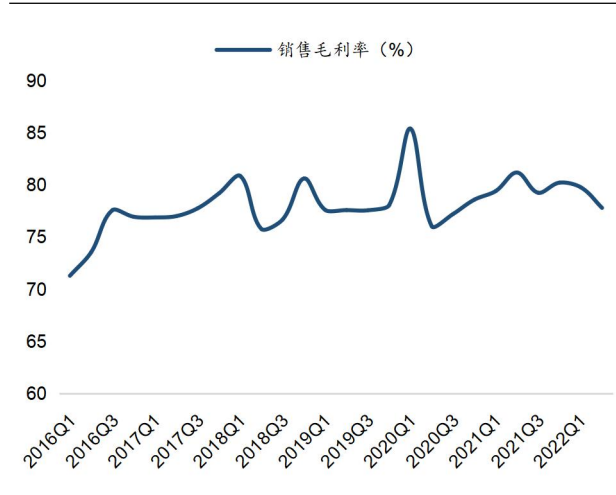


图2：酒鬼酒单季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

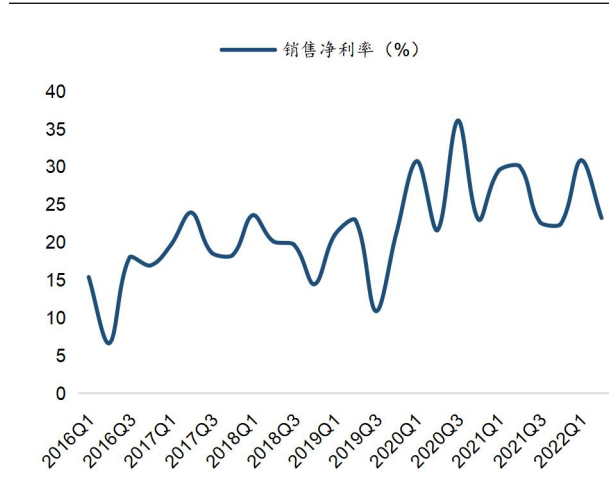
图3：酒鬼酒单季度销售毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

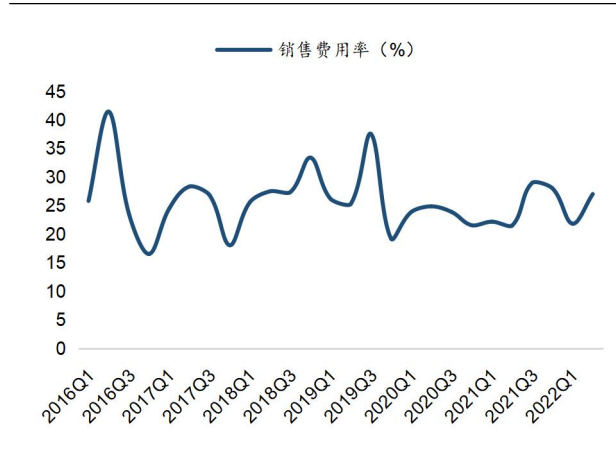
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：酒鬼酒单季度销售净利率（单位：%）



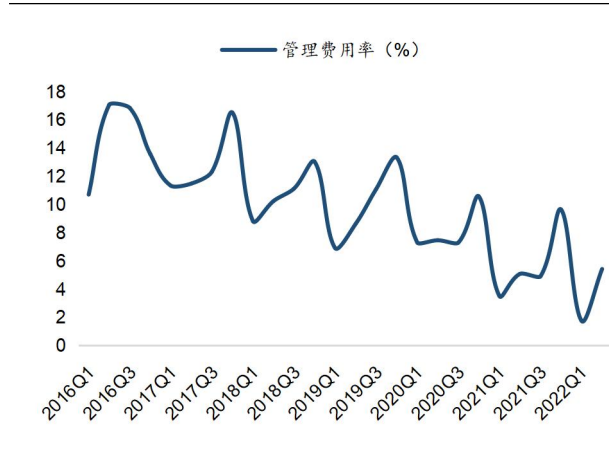
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：酒鬼酒季度销售费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：酒鬼酒单季度管理费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至2022年8月29日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600809.SH	山西汾酒	买入	285.3	3,480.9	4.4	6.1	8.3	65.5	46.8	34.3
600702.SH	舍得酒业	买入	166.1	551.6	3.8	4.9	6.6	44.3	34.2	25.1
000799.SZ	酒鬼酒	买入	150.0	487.2	2.8	4.0	5.5	54.5	37.8	27.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2154	3343	3463	4588	6137	营业收入	1826	3414	4552	5927	7368
应收款项	398	507	767	1057	1314	营业成本	386	684	880	1059	1246
存货净额	1027	1269	2223	2755	3329	营业税金及附加	285	521	683	877	1091
其他流动资产	11	21	24	35	42	销售费用	424	860	1138	1440	1732
流动资产合计	3590	5141	6477	8434	10823	管理费用	146	182	235	275	303
固定资产	424	554	675	799	911	研发费用	11	10	11	12	15
无形资产及其他	195	195	188	181	174	财务费用	(28)	(33)	(85)	(101)	(134)
投资性房地产	86	91	91	91	91	投资收益	(2)	3	4	2	3
						资产减值及公允价值变					
长期股权投资	42	30	25	16	8	动	(0)	3	7	4	5
资产总计	4337	6011	7456	9522	12007	其他收入	(10)	(13)	(11)	(12)	(15)
短期借款及交易性金融											
负债	0	2	1	1	1	营业利润	602	1194	1701	2370	3124
应付款项	158	298	364	464	560	营业外净收支	53	(5)	16	16	16
其他流动负债	1308	2159	2578	3208	3844	利润总额	655	1189	1717	2386	3141
流动负债合计	1465	2459	2943	3673	4405	所得税费用	163	295	426	589	773
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	28	34	41	43	归属于母公司净利润	492	893	1291	1797	2368
长期负债合计	15	28	34	41	43	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1480	2487	2977	3714	4448	净利润	492	893	1291	1797	2368
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(16)	10	4	3	3
股东权益	2857	3524	4479	5808	7559	折旧摊销	43	42	64	77	88
负债和股东权益总计	4337	6011	7456	9522	12007	公允价值变动损失	0	(3)	(7)	(4)	(5)
						财务费用	(28)	(33)	(85)	(101)	(134)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	385	649	(721)	(94)	(102)
每股收益	1.51	2.75	3.97	5.53	7.29	其它	16	(10)	(4)	(3)	(3)
每股红利	0.20	0.72	1.03	1.44	1.90	经营活动现金流	919	1581	627	1776	2349
每股净资产	8.79	10.85	13.78	17.87	23.26	资本开支	0	(179)	(175)	(192)	(192)
ROIC	17.57%	28.49%	33%	40%	51%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	17.21%	25.35%	29%	31%	31%	投资活动现金流	1	(167)	(170)	(184)	(184)
毛利率	79%	80%	81%	82%	83%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	31%	34%	35%	38%	40%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	35%	37%	39%	42%	支付股利、利息	(65)	(233)	(336)	(468)	(617)
收入增长	21%	87%	33%	30%	24%	其它融资现金流	45	242	(1)	0	0
净利润增长率	64%	82%	44%	39%	32%	融资活动现金流	(85)	(224)	(337)	(468)	(617)
资产负债率	34%	41%	40%	39%	37%	现金净变动	836	1190	120	1125	1549
股息率	0.1%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	货币资金的期初余额	1318	2154	3343	3463	4588
P/E	99.1	54.5	37.7	27.1	20.6	货币资金的期末余额	2154	3343	3463	4588	6137

P/B	17.1	13.8	10.9	8.4	6.4	企业自由现金流	0	1381	374	1496	2043
EV/EBITDA	81.3	42.7	31.0	22.4	17.3	权益自由现金流	0	1623	437	1572	2144

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032