

酒鬼酒 (000799.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

控节奏业绩承压，思路明晰弹性可期

业绩简评

4月28日，公司披露22年及23Q1业绩。1) 22年实现营收40.5亿元，同比+18.6%；归母净利润10.5亿元，同比+17.4%。2) 23Q1实现营收9.6亿元，同比-42.9%；归母净利润3.0亿元，同比-42.4%。

经营分析

22年节奏前高后低，后半程受外部环境扰动较大；23年严肃执行控货调整市场秩序，节奏相对后移，表现至表现Q1业绩略承压。产品策略上公司延续聚焦、培育大单品的思路，优先发展内参、酒鬼品牌。分产品来看：1) 22年内参/酒鬼/湘泉系列营收分别为11.6/22.7/2.2亿元，同比+12%/+19%/+26%，高价位产品受扰动相对较大。其中，内参量/价分别+15%/-3%，毛利率-0.5pct至91.6%，预计系省内基地市场氛围相对优于省外，内参结构中52度标品增速相对更高，54度占比约10%，文创占比约15%，23年54度、文创产品仍可期，52度延续市场把控。2) 酒鬼系列量/价分别+18%/持平，毛利率+0.5pct至80.0%，23年公司明确强化红坛地位，培育大单品，已成立红坛事业部专项推进市场推广，包括提高扫码奖励、持续开展宴席活动、加大核心终端奖励等，23年高增提高占比可期。22年红坛占比酒鬼系列接近20%，省内、省外占比相近；紫坛、传承、文创占比均在10%左右。

22年公司归母净利率-0.3pct至25.9%，其中管理费用率-1.0pct。23Q1公司归母净利率+0.3pct至31.1%，其中毛利率+1.8pct至81.5%，预计内参/酒鬼系列增速差异不大，毛利率提升或与费用体系改革、强化BC联动的费用模式转型相关；销售费用率+4.2pct，公司仍在加强消费者培育与运营能力建设；管理费用率+1.9pct，财务费用率-4.6pct（利息费用增加）。

我们认为公司发展思路清晰，坚持“做牢基地市场，做强高地市场，深度消费者培育”的策略，笃定坚持推进改革，包括一路向C的模式改革、产品配额、费用改革、专卖店改革等，伴随社会库存去化、渠道价盘理顺，看好景气回暖环境下公司后半程的弹性。

盈利预测、估值与评级

考虑渠道梳理仍需时日，我们分别下调23-24年归母净利润19%/18%。预计23-25年收入增速为15.0%/26.2%/22.3%；归母净利润增速为15.9%/30.1%/26.0%，对应归母净利为12.2/15.8/19.9亿元；EPS为3.74/4.87/6.13元，公司股票现价对应PE估值为29.9/23.0/18.2倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；政策风险；全国化不及预期。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

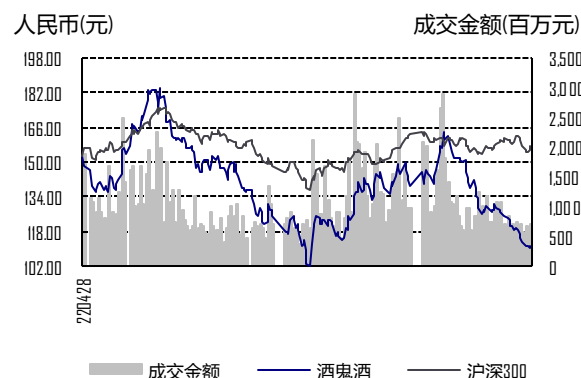
联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：111.79元

相关报告：

- 《利润端超弹性落地，产品结构持续加速-酒鬼酒22Q3业绩点评》，2022.10.31
- 《阶段性业绩扰动，稳健中谋规模、做动销-酒鬼酒22年中报点评》，2022.8.30
- 《关注疫后修复高弹性，长期品牌张力充足-酒鬼酒跟踪点评》，2022.5.11



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,414	4,050	4,659	5,882	7,195
营业收入增长率	87.0%	18.6%	15.0%	26.2%	22.3%
归母净利润(百万元)	893	1,049	1,216	1,581	1,992
归母净利润增长率	81.7%	17.4%	15.9%	30.1%	26.0%
摊薄每股收益(元)	2.75	3.23	3.74	4.87	6.13
每股经营性现金流净额	4.82	1.23	4.40	5.26	6.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.4%	25.3%	24.9%	27.2%	28.4%
P/E	77.28	42.74	29.88	22.97	18.23
P/B	19.59	10.79	7.45	6.24	5.18

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,826	3,414	4,050	4,659	5,882	7,195
增长率		87.0%	18.6%	15.0%	26.2%	22.3%
主营业务成本	-386	-684	-825	-933	-1,132	-1,340
%销售收入	21.1%	20.0%	20.4%	20.0%	19.3%	18.6%
毛利	1,440	2,730	3,226	3,726	4,749	5,855
%销售收入	78.9%	80.0%	79.6%	80.0%	80.7%	81.4%
营业税金及附加	-285	-521	-656	-755	-941	-1,137
%销售收入	15.6%	15.3%	16.2%	16.2%	16.0%	15.8%
销售费用	-424	-860	-1,024	-1,183	-1,488	-1,813
%销售收入	23.2%	25.2%	25.3%	25.4%	25.3%	25.2%
管理费用	-146	-182	-175	-205	-253	-295
%销售收入	8.0%	5.3%	4.3%	4.4%	4.3%	4.1%
研发费用	-11	-10	-17	-19	-24	-30
%销售收入	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	575	1,157	1,354	1,564	2,043	2,581
%销售收入	31.5%	33.9%	33.4%	33.6%	34.7%	35.9%
财务费用	28	33	54	34	42	51
%销售收入	-1.5%	-1.0%	-1.3%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-2	-12	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	3	1	2	2	3
%税前利润	n.a	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	602	1,194	1,421	1,618	2,105	2,653
营业利润率	33.0%	35.0%	35.1%	34.7%	35.8%	36.9%
营业外收支	53	-5	-22	5	5	5
税前利润	655	1,189	1,400	1,623	2,110	2,658
利润率	35.9%	34.8%	34.6%	34.8%	35.9%	36.9%
所得税	-163	-295	-351	-407	-529	-666
所得税率	24.9%	24.8%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	492	893	1,049	1,216	1,581	1,992
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	492	893	1,049	1,216	1,581	1,992
净利率	26.9%	26.2%	25.9%	26.1%	26.9%	27.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	492	893	1,049	1,216	1,581	1,992
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	56	51	47	60	77
非经营收益	6	7	12	-10	-9	-9
营运资金变动	408	608	-711	177	77	85
经营活动现金净流	950	1,565	401	1,431	1,710	2,144
资本开支	-50	-140	-243	-226	-276	-326
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	2	2	3
投资活动现金净流	-50	-140	-243	-224	-273	-323
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-2	0	0
其他	-65	-235	-423	-490	-637	-802
筹资活动现金净流	-65	-235	-423	-492	-637	-802
现金净流量	836	1,190	-266	715	799	1,019

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,154	3,343	3,077	3,792	4,590	5,609
应收款项	398	507	235	292	369	451
存货	1,027	1,269	1,417	1,559	1,877	2,202
其他流动资产	11	21	13	22	23	27
流动资产	3,590	5,141	4,743	5,665	6,859	8,290
%总资产	82.8%	85.5%	81.3%	81.6%	82.1%	82.5%
长期投资	103	89	88	88	88	88
固定资产	424	554	763	930	1,135	1,373
%总资产	9.8%	9.2%	13.1%	13.4%	13.6%	13.7%
无形资产	195	195	211	227	243	258
非流动资产	747	870	1,091	1,277	1,499	1,755
%总资产	17.2%	14.5%	18.7%	18.4%	17.9%	17.5%
资产总计	4,337	6,011	5,834	6,942	8,358	10,045
短期借款	0	2	2	0	0	0
应付款项	453	667	958	1,037	1,258	1,482
其他流动负债	1,012	1,790	684	997	1,249	1,522
流动负债	1,465	2,459	1,644	2,034	2,507	3,004
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	28	38	29	28	28
负债	1,480	2,487	1,682	2,063	2,535	3,032
普通股股东权益	2,857	3,524	4,152	4,878	5,823	7,013
其中：股本	325	325	325	325	325	325
未分配利润	1,137	1,804	2,432	3,158	4,103	5,293
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,337	6,011	5,834	6,942	8,358	10,045

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.513	2.750	3.228	3.742	4.867	6.131
每股净资产	8.793	10.846	12.779	15.014	17.921	21.582
每股经营现金净流	2.924	4.815	1.233	4.403	5.262	6.599
每股股利	0.700	1.300	1.300	1.507	1.960	2.469
回报率						
净资产收益率	17.21%	25.35%	25.26%	24.92%	27.16%	28.41%
总资产收益率	11.34%	14.86%	17.98%	17.52%	18.92%	19.83%
投入资本收益率	15.06%	24.53%	24.29%	23.91%	26.19%	27.49%
增长率						
主营业务收入增长率	20.79%	86.97%	18.63%	15.03%	26.24%	22.33%
EBIT 增长率	45.81%	101.26%	17.03%	15.49%	30.65%	26.32%
净利润增长率	64.15%	81.75%	17.38%	15.93%	30.07%	25.96%
总资产增长率	34.33%	38.60%	-2.94%	18.98%	20.41%	20.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	927.0	612.7	594.4	610.0	605.0	600.0
应付账款周转天数	131.3	121.5	153.6	155.0	150.0	145.0
固定资产周转天数	79.9	50.6	46.6	48.9	47.7	48.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-75.38%	-94.82%	-74.07%	-77.73%	-78.83%	-79.98%
EBIT 利息保障倍数	-20.8	-35.5	-25.0	-46.1	-49.2	-50.9
资产负债率	34.12%	41.37%	28.83%	29.72%	30.33%	30.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-12-28	买入	231.81	N/A
2	2022-01-08	买入	197.92	N/A
3	2022-01-19	买入	184.90	N/A
4	2022-03-10	买入	149.70	N/A
5	2022-04-28	买入	144.49	N/A
6	2022-05-11	买入	138.45	N/A
7	2022-08-30	买入	149.95	N/A
8	2022-10-31	买入	103.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402