



酒鬼酒 (000799.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，营销改革持续推进

业绩简评

2023年8月30日，公司披露半年报。期内实现营收15.4亿元，同比-39.2%；实现归母净利润4.2亿元，同比-41.2%。其中，23Q2实现营收5.8亿元，同比-32.0%；实现归母净利润1.2亿元，同比-38.2%。

经营分析

公司业绩虽承压，但已在市场预期内，期内仍以控货控价盘、推动营销改革、聚焦培育大单品为主；目前内参省内库存20-25%，省外30%左右，酒鬼系列库存低于内参系列；核心品批价在期内明显提升，窜货乱价等行为趋少，内参省内批价在780元左右。分产品而言，23H1内参/酒鬼/湘泉/其他分别实现营收4.4/8.5/0.4/2.1亿元，同比分别-32%/-42%/-77%/-17%，量分别-26%/-29%/-81%/21%，价分别-7%/-19%/+22%/+5%。我们预计酒鬼系列内红坛占比持续提升，Q2省内动销明显增长，与公司着力布局宴席市场相关。期内内参、酒鬼毛利率分别-1.6/-0.5pct，预计与费用投放相关（投入更大且BC端费用结构变动，如货折、扫码红包等）；而湘泉明显缩量系公司主观调控产能，后续可能推出包装成本更低的光瓶产品从而期内进行渠道梳理。

23Q2公司归母净利率同比-2.1pct至21.1%，驱动因素中：1）毛利率同比持平，虽单品系如内参、酒鬼系列毛利率上半年有所下降，但高毛利的内参占比23H1提升3pct至29%；2）管理费用率同比+2.0pct，销售费用率同比+2.7pct，主要系公司广宣仍持续投入。此外，23H1末公司合同负债余额为4.5亿元，同比-1.1亿元，环比+0.8亿元，目前回款进度近50%；23Q2销售收现同比-40%。

我们认为公司思路在线，积极推动由招商模式转变为消费者培育模式的营销改革。在持续核心终端建设下，23H1公司完成核心终端签约25472家（22年全年为22348家），表现经销商（不含内参）较22年年末提升188家。23Q2起公司调整团队阶段性考核指标，渠道厘清后势能仍可预期。

盈利预测、估值与评级

考虑渠道库存持续去化，我们下调23-25年归母净利22%/22%/21%，预计23-25年收入分别-9.5%/+27.8%/+22.2%；归母净利分别-9.6%/+30.7%/+26.7%，对应归母净利分别9.5/12.4/15.6亿元；EPS为2.92/3.81/4.83元，公司股票现价对应PE估值分别为31.5/24.1/19.0倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

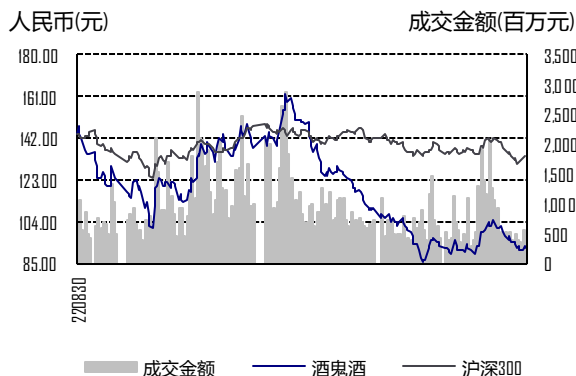
联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：92.00元

相关报告：

- 《酒鬼酒公司点评：控节奏业绩承压，思路明晰弹性可期》，2023.4.29
- 《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



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	3,664	4,684	5,722
营业收入增长率	87.0%	18.6%	-9.5%	27.8%	22.2%
归母净利润(百万元)	893	1,049	948	1,239	1,571
归母净利润增长率	81.7%	17.4%	-9.6%	30.7%	26.7%
摊薄每股收益(元)	2.75	3.23	2.92	3.81	4.83
每股经营性现金流净额	4.82	1.23	3.46	4.12	5.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.4%	25.3%	20.1%	22.7%	24.6%
P/E	77.28	42.74	31.52	24.12	19.03
P/B	19.59	10.79	6.34	5.48	4.67

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	3,664	4,684	5,722
增长率		87.0%	18.6%	-9.5%	27.8%	22.2%
主营业务成本	-386	-684	-825	-756	-939	-1,094
%销售收入	21.1%	20.0%	20.4%	20.6%	20.0%	19.1%
毛利	1,440	2,730	3,226	2,908	3,745	4,628
%销售收入	78.9%	80.0%	79.6%	79.4%	80.0%	80.9%
营业税金及附加	-285	-521	-656	-594	-749	-904
%销售收入	15.6%	15.3%	16.2%	16.2%	16.0%	15.8%
销售费用	-424	-860	-1,024	-931	-1,185	-1,442
%销售收入	23.2%	25.2%	25.3%	25.4%	25.3%	25.2%
管理费用	-146	-182	-175	-161	-201	-235
%销售收入	8.0%	5.3%	4.3%	4.4%	4.3%	4.1%
研发费用	-11	-10	-17	-15	-19	-24
%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	1,208	1,590	2,024
%销售收入	31.5%	33.9%	33.4%	33.0%	33.9%	35.4%
财务费用	28	33	54	33	38	45
%销售收入	-1.5%	-1.0%	-1.3%	-0.9%	-0.8%	-0.8%
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%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	602	1,194	1,421	1,261	1,649	2,091
营业利润率	33.0%	35.0%	35.1%	34.4%	35.2%	36.5%
营业外收支	53	-5	-22	5	5	5
税前利润	655	1,189	1,400	1,266	1,654	2,096
利润率	35.9%	34.8%	34.6%	34.5%	35.3%	36.6%
所得税	-163	-295	-351	-317	-415	-525
所得税率	24.9%	24.8%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	492	893	1,049	948	1,239	1,571
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	948	1,239	1,571
净利率	26.9%	26.2%	25.9%	25.9%	26.5%	27.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	492	893	1,049	948	1,239	1,571
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	139	48	78
经营活动现金净流	950	1,565	401	1,125	1,339	1,716
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	-382	-499	-633
筹资活动现金净流	-65	-235	-423	-384	-499	-633
现金净流量	836	1,190	-266	517	566	761

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	3,593	4,159	4,919
应收款项	398	507	235	230	294	359
存货	1,027	1,269	1,417	1,263	1,556	1,798
其他流动资产	11	21	13	18	19	22
流动资产	3,590	5,141	4,743	5,104	6,028	7,098
%总资产	82.8%	85.5%	81.3%	80.0%	80.1%	80.2%
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%	14.6%	15.1%	15.5%
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%	20.0%	19.9%	19.8%
资产总计	4,337	6,011	5,834	6,381	7,527	8,854
短期借款	0	2	2	0	0	0
应付款项	453	667	958	832	1,028	1,199
其他流动负债	1,012	1,790	684	801	1,012	1,230
流动负债	1,465	2,459	1,644	1,633	2,040	2,428
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	1,662	2,069	2,457
普通股股东权益	2,857	3,524	4,152	4,719	5,459	6,397
其中：股本	325	325	325	325	325	325
未分配利润	1,137	1,804	2,432	2,999	3,739	4,677
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	6,381	7,527	8,854

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.513	2.750	3.228	2.919	3.814	4.834
每股净资产	8.793	10.846	12.779	14.522	16.800	19.687
每股经营现金净流	2.924	4.815	1.233	3.461	4.121	5.282
每股股利	0.700	1.300	1.300	1.176	1.536	1.947
回报率						
净资产收益率	17.21%	25.35%	25.26%	20.10%	22.70%	24.55%
总资产收益率	11.34%	14.86%	17.98%	14.86%	16.47%	17.74%
投入资本收益率	15.06%	24.53%	24.29%	19.09%	21.74%	23.63%
增长率						
主营业务收入增长率	20.79%	86.97%	18.63%	-9.53%	27.82%	22.17%
EBIT 增长率	45.81%	101.26%	17.03%	-10.80%	31.63%	27.33%
净利润增长率	64.15%	81.75%	17.38%	-9.58%	30.69%	26.73%
总资产增长率	34.33%	38.60%	-2.94%	9.37%	17.97%	17.62%
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	62.2	59.9	60.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-75.38%	-94.82%	-74.07%	-76.15%	-76.19%	-76.90%
EBIT 利息保障倍数	-20.8	-35.5	-25.0	-36.7	-41.4	-44.9
资产负债率	34.12%	41.37%	28.83%	26.05%	27.48%	27.75%

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	2022-01-08	买入	197.92	N/A
2	2022-01-19	买入	184.90	N/A
3	2022-03-10	买入	149.70	N/A
4	2022-04-28	买入	144.49	N/A
5	2022-05-11	买入	138.45	N/A
6	2022-08-30	买入	149.95	N/A
7	2022-10-31	买入	103.00	N/A
8	2023-04-29	买入	111.79	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
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究