

2023年10月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

费用改革效果初显，四季度有望迎拐点

—酒鬼酒（000799.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023年10月27日，酒鬼酒发布2023年三季度报告。

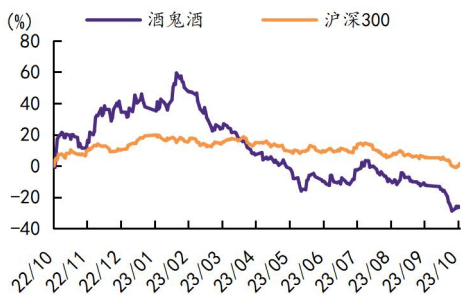
投资要点

基本数据

2023-10-27

当前股价(元)	75.99
总市值(亿元)	247
总股本(百万股)	325
流通股本(百万股)	325
52周价格范围(元)	72.36-164.13
日均成交额(百万元)	828.74

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《酒鬼酒（000799）：业绩符合预期，下半年边际改善》2023-08-31
- 2、《酒鬼酒（000799）：动销同比向好，改革效果初显》2023-06-29
- 3、《酒鬼酒（000799）：费用改革持续推进，边际改善望加速》2023-05-07

业绩不及预期，利润承压明显

2023 Q1-Q3 总营收 21.42 亿元（同减 39%），归母净利润 4.79 亿元（同减 51%），扣非归母净利润 4.72 亿元（同减 51%）。2023Q3 总营收 6.01 亿元（同减 37%），归母净利润 0.57 亿元（同减 78%），扣非归母净利润 0.55 亿元（同减 78%），业绩不及预期，公司目前处于改革阵痛期，收入利润双承压。**盈利端**，2023Q3 毛利率同比下降 6pct 至 75.69%，预计受产品结构下降影响；2023Q3 净利率同比下降 17pct 至 9.45%，主要系费用投放方向和结构转变，整体费用投放增加所致。**费用端**，2023Q3 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加占比分别同比提升 10pct/0.3pct/7pct 至 36.09%/5.35%/22.45%。**现金流端**，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额 0.57 亿元（同减 90%），销售回款 19.36 亿元（同减 31%）。2023Q3 经营活动现金流净额为 -0.26 亿元（同减 110%），销售回款为 5.80 亿元（同减 33%）。截至 2023Q3，合同负债 2.51 亿元（环比-44%）。

费用改革持续推进，动销反馈同比改善

改革方面，公司持续推进费用改革，加大对消费者与终端的费用投放力度，同时提高以现金为形式的费用占比，短期提高销售费用率，长期利于加强终端和消费者的品牌认知。**动销方面**，公司双节期间促销活动力度较大，开瓶扫码瓶数同比增长超 200%，超 30 万名消费者参与扫码，累计送出超 4 万瓶本品。同时公司加大广告投放力度，中秋户外广告累计覆盖 5 亿人次。

盈利预测

我们看好公司持续推进费用改革，以短期业绩承压换取长期增长，内参批价上挺显现高端品牌力，红坛动销加速体现次高端影响力提升。根据公司三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 分别为 1.83/2.26/2.90 元（前值分别为 3.25/3.99/4.84 元），当前股价对应 PE 分别为 41/34/26 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、内参增长不及预期、省外扩张不及预期、红坛放量不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	4,050	2,680	3,178	3,809
增长率 (%)	18.6%	-33.8%	18.6%	19.9%
归母净利润 (百万元)	1,049	596	733	942
增长率 (%)	17.4%	-43.2%	23.0%	28.5%
摊薄每股收益 (元)	3.23	1.83	2.26	2.90
ROE (%)	25.3%	13.0%	14.2%	16.0%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	3,077	3,872	4,419	5,164
应收款	53	37	52	73
存货	1,417	892	947	971
其他流动资产	195	113	127	145
流动资产合计	4,743	4,913	5,546	6,352
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	517	630	647	628
在建工程	246	98	39	16
无形资产	211	201	190	180
长期股权投资	31	31	31	31
其他非流动资产	87	87	87	87
非流动资产合计	1,091	1,046	994	941
资产总计	5,834	5,960	6,539	7,293
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	442	297	316	324
其他流动负债	768	768	768	768
流动负债合计	1,644	1,322	1,345	1,373
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	38	38	38	38
非流动负债合计	38	38	38	38
负债合计	1,682	1,361	1,383	1,412
所有者权益				
股本	325	325	325	325
股东权益	4,152	4,599	5,156	5,881
负债和所有者权益	5,834	5,960	6,539	7,293

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1049	596	733	942
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	43	45	52	53
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-692	303	-63	-34
经营活动现金净流量	401	944	722	961
投资活动现金净流量	-243	34	42	43
筹资活动现金净流量	638	-149	-176	-217
现金流量净额	795	829	588	787

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,050	2,680	3,178	3,809
营业成本	825	608	740	867
营业税金及附加	656	477	540	609
销售费用	1,024	777	890	1,040
管理费用	175	129	149	175
财务费用	-54	-108	-124	-145
研发费用	17	11	13	16
费用合计	1,161	808	928	1,086
资产减值损失	-4	-3	-2	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	1,421	791	973	1,249
加:营业外收入	5	5	4	3
减:营业外支出	27	2	1	0
利润总额	1,400	794	976	1,252
所得税费用	351	199	243	311
净利润	1,049	596	733	942
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	1,049	596	733	942

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	18.6%	-33.8%	18.6%	19.9%
归母净利润增长率	17.4%	-43.2%	23.0%	28.5%
盈利能力				
毛利率	79.6%	77.3%	76.7%	77.2%
四项费用/营收	28.7%	30.2%	29.2%	28.5%
净利率	25.9%	22.2%	23.1%	24.7%
ROE	25.3%	13.0%	14.2%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	28.8%	22.8%	21.2%	19.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	75.8	73.0	60.8	52.1
存货周转率	0.6	1.2	1.4	1.5
每股数据(元/股)				
EPS	3.23	1.83	2.26	2.90
P/E	23.5	41.4	33.7	26.2
P/S	6.1	9.2	7.8	6.5
P/B	5.9	5.4	4.8	4.2

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。