

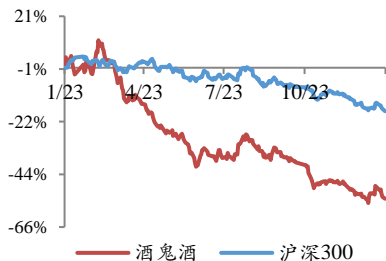
费改引领成长方向，静待成果落地

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-08

收盘价(元)	66.12
近12个月最高/最低(元)	162.06/63.42
总股本(百万股)	325
流通股本(百万股)	325
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	215
流通市值(亿元)	215

公司价格与沪深300走势比较



分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 湘西酒魂，馥郁天成

酒鬼酒是国内馥郁香型白酒的开创者，依托“地理环境的独有性、民族文化的独特性、包装设计的独创性、酿酒工艺的始创性、馥郁香型的和谐性、洞藏资源的稀缺性”六大优势资源，培育了“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌。公司发展几经波折，但伴随中粮的逐步入主，公司实现了营收的持续增长。2018年底，内参酒销售公司正式成立，代表公司进入了高端白酒的新征程。业绩层面，公司2023年前三季度实现营收21.42亿元，同比2022年下降38.54%；实现归母净利润4.79亿元，同比2022年下降50.75%。

● 产品区域实现资源聚焦，费用改革有望释放红利

紧盯核心单品打造，聚焦发力基地市场。产品端，公司始终聚焦资源、做精做强大单品。内参方面集中发力甲辰版，坚持价盘至上的前提下，以开瓶为导向推动终端实现动销与复购提升，同时保证内参销售占比始终占据大头；酒鬼酒部分继续推动红坛大单品的打造，省内做好下沉、省外做好联盟体，配合专项费用将红坛努力培养成为湖南首选宴席用酒；湘泉系列重要度提升，24年预计在规模与动销上将会有更加重要的贡献。区域方面，重视湖南本地市场，通过设置湖南事业部夯实基地市场的抗风险能力，同时省外坚持河南、山东、河北等样本市场的打造，建立好省外市场的第二粮仓。

费用改革成效待释放，期待24年底底部反转。公司从22年四季度开始积极推动渠道费用改革，通过减少渠道投入、减少核心店激励、减少渠道可变现费用等方式转而增加消费者端的投入，持续推进BC联动的销售模式。目前来看，公司在实际动销、开瓶扫码、窜货数量、价盘体系，以及经销商信心等方面都取得了实质性进展。公司作为泛全国化的次高端代表酒企，在商务需求出现调整的阶段中，确实在业绩端产生了一定波动，但伴随白酒行业复苏与公司主动改革的双重推进，我们期待看到公司在2024年实现底部反转。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

综合预计2023-2025年收入分别为30.21、36.58、44.23亿元，对应增速分别为-25.4%、21.1%、20.9%，归母净利润分别为7.15、8.98、11.11亿元，对应增速分别为-31.8%、25.6%、23.8%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

库存去化速度不及预期，内参高端化进程受阻，消费复苏斜率放缓。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4050	3021	3658	4423
收入同比 (%)	18.6%	-25.4%	21.1%	20.9%
归属母公司净利润	1049	715	898	1111
净利润同比 (%)	17.4%	-31.8%	25.6%	23.8%
毛利率 (%)	79.6%	78.0%	76.9%	77.0%
ROE (%)	25.3%	15.5%	17.3%	18.9%
每股收益 (元)	3.23	2.20	2.76	3.42
P/E	42.73	30.53	24.32	19.65
P/B	10.79	4.73	4.20	3.72
EV/EBITDA	29.56	19.44	15.17	11.89

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 湘西酒魂，馥郁天成.....	5
2 产品区域实现资源聚焦，费用改革有望释放红利	5
3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	6
风险提示：	6
财务报表与盈利预测	7

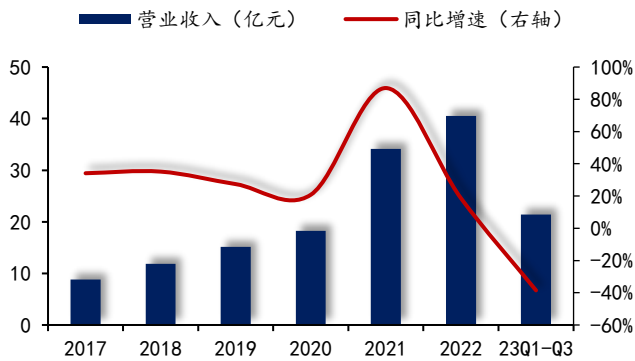
图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5

1 湘西酒魂，馥郁天成

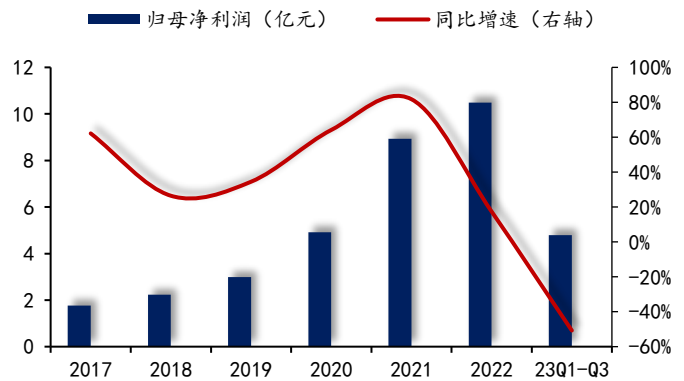
酒鬼酒是国内馥郁香型白酒的开创者，依托“地理环境的独有性、民族文化的独特性、包装设计的独创性、酿酒工艺的始创性、馥郁香型的和谐性、洞藏资源的稀缺性”六大优势资源，培育了“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌。公司发展几经波折，但伴随中粮的逐步入主，公司实现了营收的持续增长。2018年底，内参酒销售公司正式成立，代表公司进入了高端白酒的新征程。业绩层面，公司2023年前三季度实现营收21.42亿元，同比2022年下降38.54%；实现归母净利润4.79亿元，同比2022年下降50.75%。

图表1 公司营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表2 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 产品区域实现资源聚焦，费用改革有望释放红利

紧盯核心单品打造，聚焦发力基地市场。产品端，公司始终聚焦资源、做精做强大单品。内参方面集中发力甲辰版，坚持价盘至上的前提下，以开瓶为导向推动终端实现动销与复购提升，同时保证内参销售占比始终占据大头；酒鬼酒部分继续推动红坛大单品的打造，省内做好下沉、省外做好联盟体，配合专项费用将红坛努力培养成为湖南首选宴席用酒；湘泉系列重要度提升，24年预计在规模与动销上将有更加重要的贡献。区域方面，重视湖南本地市场，通过设置湖南事业部夯实基地市场的抗风险能力，同时省外坚持河南、山东、河北等样本市场的打造，建立好省外市场的第二粮仓。

费用改革成效待释放，期待24年底部反转。公司从22年四季度开始积极推动渠道费用改革，通过减少渠道投入、减少核心店激励、减少渠道可变现费用等方式转而增加消费者端的投入，持续推进BC联动的销售模式。目前来看，公司在实际动销、开瓶扫码、窜货数量、价盘体系，以及经销商信心等方面都取得了实质性进展。公司作为泛全国化的次高端代表酒企，在商务需求出现调整的阶段中，确实在业绩端产生了一定波动，但伴随白酒行业复苏与公司主动改革的双重推进，我们期

待看到公司在 2024 年实现底部反转。

3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

综合预计 2023-2025 年收入分别为 30.21、36.58、44.23 亿元，对应增速分别为-25.4%、21.1%、20.9%，归母净利润分别为 7.15、8.98、11.11 亿元，对应增速分别为 -31.8%、25.6%、23.8%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

库存去化速度不及预期，内参高端化进程受阻，消费复苏斜率放缓。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4743	5592	6499	7489	营业收入	4050	3021	3658	4423
现金	3077	4020	4674	5284	营业成本	825	664	846	1018
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	656	498	585	685
其他应收款	11	8	10	12	销售费用	1024	871	1019	1232
预付账款	13	17	20	22	管理费用	175	135	146	176
存货	1417	1381	1593	1927	财务费用	-54	-81	-106	-124
其他流动资产	224	167	202	244	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	1091	1040	986	931	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	31	31	31	投资净收益	1	-1	-1	-1
固定资产	517	504	480	447	营业利润	1421	930	1175	1454
无形资产	211	215	222	231	营业外收入	5	2	3	4
其他非流动资产	332	290	253	223	营业外支出	27	3	13	14
资产总计	5834	6633	7485	8420	利润总额	1400	929	1166	1443
流动负债	1644	1971	2240	2508	所得税	351	214	268	332
短期借款	0	0	0	0	净利润	1049	715	898	1111
应付账款	396	293	383	466	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1247	1678	1858	2042	归属母公司净利润	1049	715	898	1111
非流动负债	38	44	44	44	EBITDA	1412	917	1131	1393
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.23	2.20	2.76	3.42
其他非流动负债	38	44	44	44					
负债合计	1682	2016	2285	2553					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	325	325	325	325					
资本公积	1161	1161	1161	1161					
留存收益	2666	3131	3714	4381					
归属母公司股东权益	4152	4617	5201	5867					
负债和股东权益	5834	6633	7485	8420					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	401	1208	985	1071
净利润	1049	715	898	1111
折旧摊销	46	69	72	73
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-1	1	1	1
营运资金变动	-711	422	16	-112
其他经营现金流	1776	294	880	1220
投资活动现金流	-243	-13	-16	-17
资本支出	-243	-5	-15	-16
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-8	-1	-1
筹资活动现金流	-423	-253	-314	-445
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-423	-253	-314	-445
现金净增加额	-266	942	654	610

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	18.6%	-25.4%	21.1%	20.9%
营业利润	19.1%	-34.6%	26.4%	23.7%
归属于母公司净利	17.4%	-31.8%	25.6%	23.8%
获利能力				
毛利率 (%)	79.6%	78.0%	76.9%	77.0%
净利率 (%)	25.9%	23.7%	24.5%	25.1%
ROE (%)	25.3%	15.5%	17.3%	18.9%
ROIC (%)	24.6%	14.1%	15.7%	17.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	28.8%	30.4%	30.5%	30.3%
净负债比率 (%)	40.5%	43.7%	43.9%	43.5%
流动比率	2.89	2.84	2.90	2.99
速动比率	2.01	2.13	2.18	2.21
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.48	0.52	0.56
应收账款周转率	22857.95	13571.44	17401.65	17388.24
应付账款周转率	2.38	1.93	2.50	2.40
每股指标 (元)				
每股收益	3.23	2.20	2.76	3.42
每股经营现金流 (摊)	1.23	3.72	3.03	3.30
每股净资产	12.78	14.21	16.01	18.06
估值比率				
P/E	42.73	30.53	24.32	19.65
P/B	10.79	4.73	4.20	3.72
EV/EBITDA	29.56	19.44	15.17	11.89

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。