

酒鬼酒 (000799.SZ)

春节期间渠道库存有序去化，2024年或有望实现恢复性增长

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张向伟 021-60933131
证券分析师：李文华 021-60375461
联系人：张未艾 021-61761031

◆ 食品饮料 · 白酒 II

zhangxiangwei@guosen.com.cn
liwenhua2@guosen.com.cn
zhangweiai@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980523090001
执证编码：S0980523070002

事项：

公司公告：公司召开 2024 年第一次临时股东大会，通过了《关于公司董事会换届选举的议案》等。

国信食品饮料观点：1) 酒鬼酒春节动销反馈同比好转，加大费投促渠道库存去化。2) 持续推进湖南省内市场精耕，全国重点发展 20 个样板市场。3) 2024 年公司经营节奏仍以基础建设为主，预计下半年实现恢复性增长。4) 2024 年公司或聚焦低线产品发展，强化馥郁香消费氛围培育。5) 投资建议：考虑到费用改革及行业需求复苏的不确定性，维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 26.5/29.1/34.9 亿元，同比-34.6%/10.0%/19.8%；实现归母净利润 6.0/6.8/8.5 亿元，同比-42.8%/14.0%/24.7%；对应 PE 分别为 33.1/29.0/23.3X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 酒鬼酒春节动销反馈同比好转，加大费投促渠道库存去化

春节期间，酒鬼酒以动销、调整、去库存为主，增投消费者费用拉动开瓶动销。我们预计经销商出库好于节前预期，终端出库好于经销商，消费者扫码开瓶好于终端，整体库存处于有序去化状态。从回款节奏看，春节期间酒鬼酒回款节奏略慢，主要系公司工作重心仍以库存去化为主。

◆ 持续推进湖南省内市场精耕，全国重点发展 20 个样板市场

从区域发展上，2024 年公司聚焦湖南市场和湘西市场，提高湖南事业部内部职级，不断细化湖南省内精耕细作方案。春节后 3-6 月，公司或将把各项省内精耕细作方案落实到位。在省外布局上，公司在首要做好湖南市场的前提下，在全国有序做好 20 个样板市场。

◆ 2024 年公司经营节奏仍以基础建设为主，预计下半年实现恢复性增长

2023 年公司持续深化渠道改革，2024 年经营节奏以夯实基础工作为主。短期看，公司或仍处于调整阶段，2024 年上半年继续调整市场节奏、去化库存，预计 2024H2 或步入到增长通道。从量价选择上，公司首要目标仍是做好市场价格的管控，其次是高质量达成全年任务目标。

◆ 2024 年公司或聚焦低线产品发展，强化馥郁香消费氛围培育

2024 年，在产能瓶颈打开后，公司适当发展内品去顺应消费降级。其次，在内参和酒鬼为主的前提下，公司或加大湘泉费用投放。再之，甲辰版内参是渠道改革的载体，预计 2025H2 或有望实现放量。

◆ 投资建议

考虑到费用改革及行业需求复苏的不确定性，维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 26.5/29.1/34.9 亿元，同比-34.6%/10.0%/19.8%；实现归母净利润 6.0/6.8/8.5 亿元，同比-42.8%/14.0%/24.7%；对应 PE 分别为 33.1/29.0/23.3X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

需求复苏不及预期；竞争加剧；政策风险等。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 02 月 22 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600809.SH	山西汾酒	买入	234.90	2,865.7	8.5	10.6	12.6	27.7	22.1	18.6
000799.SZ	酒鬼酒	买入	61.03	198.3	1.8	2.1	2.6	33.1	29.0	23.3
600702.SH	舍得酒业	买入	80.75	269.0	5.1	6.2	7.6	15.7	13.1	10.7

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

- 《酒鬼酒（000799.SZ）-坚定改革方向，推进费用改革》——2023-12-13
- 《酒鬼酒（000799.SZ）-单三季度收入下滑 37%，渠道库存加速去化》——2023-10-30
- 《酒鬼酒（000799.SZ）-馥郁香型白酒龙头，内参和酒鬼全国化稳扎稳打》——2023-03-29
- 《酒鬼酒（000799.SZ）-业绩实现稳增长，内参基本盘不断夯实》——2022-10-31
- 《酒鬼酒（000799.SZ）-管理层增持彰显信心，中长期成长趋势仍未改变》——2022-09-29

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	3343	3077	3525	3313	3724	营业收入	3414	4050	2650	2915	3491
应收款项	507	53	36	40	48	营业成本	684	825	547	612	733
存货净额	1269	1417	916	989	1189	营业税金及附加	521	656	447	466	553
其他流动资产	21	195	127	140	168	销售费用	860	1024	770	831	943
流动资产合计	5141	4743	4605	4482	5129	管理费用	182	175	163	173	205
固定资产	554	763	732	701	667	研发费用	10	17	11	12	14
无形资产及其他	195	211	204	196	189	财务费用	(33)	(54)	(82)	(85)	(88)
投资性房地产	91	87	87	87	87	投资收益	3	1	1	1	1
长期股权投资	30	31	31	31	31	资产减值及公允价值变动	3	4	4	4	4
资产总计	6011	5834	5658	5497	6102	其他收入	(13)	(9)	(11)	(12)	(14)
短期借款及交易性金融负债	2	2	0	0	0	营业利润	1194	1421	799	911	1136
应付款项	298	442	262	296	348	营业外净收支	(5)	(22)	0	0	0
其他流动负债	2159	1200	846	241	283	利润总额	1189	1400	799	911	1136
流动负债合计	2459	1644	1108	537	630	所得税费用	295	351	200	228	284
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	28	38	38	38	38	归属于母公司净利润	893	1049	600	683	852
长期负债合计	28	38	38	38	38	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2487	1682	1146	575	669	净利润	893	1049	600	683	852
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	10	(7)	2	(0)	(0)
股东权益	3524	4152	4512	4922	5433	折旧摊销	42	43	68	78	82
负债和股东权益总计	6011	5834	5658	5497	6102	公允价值变动损失	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
关键财务与估值指标						财务费用	(33)	(54)	(82)	(85)	(88)
每股收益	2.75	3.23	1.85	2.10	2.62	营运资本变动	649	(676)	53	(660)	(142)
每股红利	0.72	1.29	0.74	0.84	1.05	其它	(10)	7	(2)	0	0
每股净资产	10.85	12.78	13.89	15.15	16.72	经营活动现金流	1581	412	717	97	788
ROIC	28.49%	27.85%	17%	20%	21%	资本开支	0	(242)	(27)	(36)	(36)
ROE	25.35%	25.26%	13%	14%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	80%	80%	79%	79%	79%	投资活动现金流	12	(242)	(27)	(36)	(36)
EBIT Margin	34%	33%	27%	28%	30%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	35%	29%	31%	32%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	87%	19%	-35%	10%	20%	支付股利、利息	(233)	(421)	(240)	(273)	(341)
净利润增长率	82%	17%	-43%	14%	25%	其它融资现金流	63	405	(2)	0	0
资产负债率	41%	29%	20%	10%	11%	融资活动现金流	(403)	(436)	(242)	(273)	(341)
股息率	1.2%	2.1%	1.2%	1.4%	1.7%	现金净变动	1190	(266)	448	(212)	411
P/E	22.2	18.9	33.1	29.0	23.3	货币资金的期初余额	2154	3343	3077	3525	3313
P/B	5.6	4.8	4.4	4.0	3.6	货币资金的期末余额	3343	3077	3525	3313	3724
EV/EBITDA	18.6	15.4	26.9	22.7	18.2	企业自由现金流	0	141	628	(3)	686
						权益自由现金流	0	546	688	62	752

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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提及的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