

2024年05月10日

# 酒鬼酒 (000799.SZ)

## 公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

**增持-A(首次)**

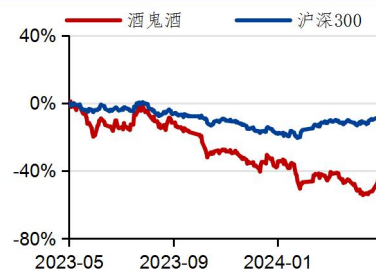
股价(2024-05-09)

56.20 元

### 交易数据

总市值(百万元)	18,261.01
流通市值(百万元)	18,261.01
总股本(百万股)	324.93
流通股本(百万股)	324.93
12个月价格区间	108.00/49.60

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.56	-9.75	-38.28
绝对收益	1.15	-0.85	-47.3

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001  
 lixinxin@huajinsec.com

### 相关报告

## 2023 年业绩承压，静待改革成效

### 事件:

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 全年公司实现营业收入 28.30 亿元，同比-30.14%，实现归母净利润 5.48 亿元，同比-47.77%，实现扣非归母净利润 5.38 亿元，同比-48.85%。单季度来看，23Q4 公司实现营业收入 6.87 亿元，同比+21.72%，实现归母净利润 0.69 亿元，同比-10.12%，实现扣非归母净利润 0.67 亿元，同比-19.29%。24Q1 公司实现营收 4.94 亿元，同比-48.80%，实现归母净利润 0.73 亿元，同比-75.56%，实现扣非归母净利润 0.70 亿元，同比-76.75%。

**报表分析:** 23 年现金回款 25.13 亿元，同比-26.07%，销售收现率 89%，其中 23Q4 现金回款 5.77 亿元，同比-2.14%；23 年合同负债为 2.85 亿元，同比-1.48 亿元/环比+0.34 亿元。24Q1 现金收现约 3.18 亿元，同比 -58.14%，销售收现率 64%。合同负债约 2.35 亿元，同比-1.32 亿元/环比-0.5 亿元。

### 投资要点

◆ **收入分析: 酒鬼内参量价承压，市场覆盖面持续提升。** 23 年公司实现营收 28.30 亿元，同比-30.14% (Q1: -42.87%、Q2: -32.02%、Q3: -36.66%、Q4: +21.72%)。量价拆分来看，公司 23 年白酒销量、吨价分别同比-33.74%、+5.45%。

1) **产品上，酒鬼内参量价承压。** 2023 年酒鬼、内参、湘泉、其他系列分别实现营业收入 16.47 亿元、7.15 亿元、0.71 亿元、3.88 亿元，同比分别-27.45%、-38.21%、-68.03%、-0.15%。量价拆分来看，公司酒鬼、内参、湘泉、其他系列销量分别同比增速分别为-17.62%、-32.69%、-74.65%、-9.34%；对应吨价同比增速分别为-11.92%、-8.19%、+26.13%、+10.13%。公司重点聚焦 52 度内参和红坛酒鬼酒大单品的打造。

2) **区域上，省内重点打造湖南市场陈列网点建设及宴席活动开展，省外持续推动 22 个样板市场打造，全力加快消费者培育。** 酒鬼品牌省内县级市场覆盖率达到 95%；内参品牌省内县级市场覆盖率达到 89%。

3) **渠道上，2023 年公司线上、线下渠道分别实现营业收入 2.8 亿元、25.2 亿元，同比分别+4.1%、-33.2%。** 公司持续扩大经销商覆盖面，已实现全国省级市场 97% 覆盖，市级市场覆盖 73%，2023 年累计签约经销商 1831 家，累计签约专卖店 393 家，核心终端建设突破 3 万家。

◆ **利润分析: 营收下滑导致费率上行，盈利能力承压。** 2023 年公司实现归母净利润 5.48 亿元，同比下降 47.77% (其中 Q1: -42.38%；Q2: -38.19%；Q3: -77.65%；Q4: -10.12%)。

1) 23 年公司毛利率为 78.35%，同比下降 1.28pct，毛利率下降主要系产品结构下移，大众价格带产品销售占比提升。

2) 23 年公司期间费用率为 35.03%，同比提升 6.36pct。其中销售费用率为 32.22%，同比提升 6.94pct；管理费用率为 5.85%，同比提升 1.53pct。综合



来看,23年公司净利率为19.36%,同比下降6.53pct,单Q4净利率为10.05%,同比下降3.56pct。通过深化费用改革,推进BC联动销售模式,23年公司消费者营销费用占比同比+10%,有效核心终端数同比+19%,开瓶扫码量同比+91%,盒盖换酒量同比+53%,宴席场景同比+41%,市场动销快速提升。

◆ **24Q1 经营分析:** 24Q1 公司实现营收 4.94 亿元,同比-48.80%,实现归母净利润 0.73 亿元,同比-75.56%。公司 24Q1 业绩承压,我们认为主要系(1)渠道客户打款意愿谨慎;(2)内参甲辰版尚处于市场拓展阶段,未形成销量支撑,叠加其他内参产品因控货、停货未形成规模收入;(3)大众价位段产品受产能制约。24Q1 公司毛利率为 71.08%,同比下降 10.46pct。24Q1 公司销售、管理费用率分别为 33.93%、7.97%,分别同比+7.9pct、+4.34pct。综合来看,24Q1 公司净利率为 14.86%,同比下降 16.26pct。24Q1 合同负债约 2.35 亿元,同比-1.32 亿元/环比-0.50 亿元。

◆ **24 年展望: 坚定推进费用改革, 持续加强 BC 联动:**

- 1) **产品方面**, 产品聚焦红坛酒鬼酒和 52 度内参酒。酒鬼品牌构建“1+3+1”核心产品矩阵, 即 1 个战略单品红坛、3 个主力产品、1 个区域个性化产品。内参品牌依托甲辰版, 坚定打造 52 度内参为全国唯一核心单品;
- 2) **区域方面**, 湖南省内大本营精耕细作, 全渠道立体覆盖与建设, 打造销售粮仓; 省外聚焦打造 20 个样板市场, 提振客户与团队信心, 实现销售增量;
- 3) **渠道方面**, 持续加强渠道建设, 提高经销商质量, 以动销为核心, 保持良性动销; 持续提高有效核心终端数量, 聚焦优质核心终端, 提升终端销量;
- 4) 公司坚定推进费用改革, 持续加强 BC 联动; 聚焦核心单品的价盘稳定, 严格管控价格管理体系; 以开瓶动销为终点, 聚焦核心大单品和终端渠道建设。

◆ **投资建议:** 我们看好公司坚定推进费用改革促动销, 以短期阵痛换取长期高质量发展。综合来看, 我们预计 2024-2026 年分别实现营收 29.22、32.23、36.61 亿元, 同比增长 3.3%、10.3%、13.6%, 归母净利润 5.49、6.29、7.46 亿元, 同比增长 0.3%、14.6%、18.5%, 对应 EPS 分别为 1.69、1.94、2.30 元, 对应 PE 分别为 33、29、25x, 首次覆盖, 给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示:** 省内市场不及预期风险; 市场开拓风险; 行业竞争加剧等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,050	2,830	2,922	3,223	3,661
YoY(%)	18.6	-30.1	3.3	10.3	13.6
归母净利润(百万元)	1,049	548	549	629	746
YoY(%)	17.4	-47.8	0.3	14.6	18.5
毛利率(%)	79.6	78.3	78.0	78.5	79.0
EPS(摊薄/元)	3.23	1.69	1.69	1.94	2.30
ROE(%)	25.3	12.8	11.4	12.1	13.2
P/E(倍)	17.4	33.3	33.2	29.0	24.5
P/B(倍)	4.4	4.3	3.8	3.5	3.2
净利率(%)	25.9	19.4	18.8	19.5	20.4

数据来源: 聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

分产品来看：

1) 内参系列：受益于高端白酒价格带持续扩容，以及内参甲辰版有望成为公司核心大单品，我们预计内参系列 2024-2026 年营收分别为 7.36、8.17、9.24 亿元，同比增长 3%、11%、13%。

2) 酒鬼系列：考虑到酒鬼系列在湖南本土知名度较高，以及公司聚焦红坛酒鬼酒大单品，我们预计酒鬼系列 2024-2026 年营收分别为 17.13、19.19、22.26 亿元，同比增长 4%、12%、16%。

3) 中档产品：考虑到湘泉系列和其他系列受到产能制约影响，我们预计中档产品 2024-2026 年营收分别为 4.63、4.77、5.01 亿元，同比增长 1%、3%、5%。

4) 其他业务：考虑到公司其他业务在整体营收中占比较小，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 5%、5%、5%

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 29.22、32.23、36.61 亿元，同比增长 3.26%、10.30%、13.58%。

表 1：公司业务拆分（百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>内参系列</b>						
收入（百万元）	1034.22	1157.10	714.98	736.43	817.44	923.70
同比增速（%）	80.71%	11.88%	-38.21%	3.00%	11.00%	13.00%
毛利率（%）	92.09%	91.63%	90.13%	89.60%	89.90%	90.60%
<b>酒鬼系列</b>						
收入（百万元）	1915.15	2270.47	1647.33	1,713.22	1,918.81	2,225.82
同比增速（%）	88.94%	18.55%	-27.45%	4.00%	12.00%	16.00%
毛利率（%）	79.45%	79.95%	77.49%	77.20%	77.50%	77.70%
<b>中档产品</b>						
收入（百万元）	454.09	609.11	458.40	462.98	476.87	500.72
同比增速（%）	92.88%	34.14%	-24.74%	1.00%	3.00%	5.00%
毛利率（%）	55.02%	56.35%	63.62%	62.80%	63.10%	63.40%
<b>其他业务</b>						
收入（百万元）	10.91	13.74	8.96	9.41	9.88	10.37
同比增速（%）	125.93%	25.92%	-34.79%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	59.01%	49.64%	48.21%	49.00%	50.00%	50.00%
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>3,414.37</b>	<b>4,050.41</b>	<b>2,829.67</b>	<b>2,922.04</b>	<b>3,223.00</b>	<b>3,660.61</b>
同比增速（%）	86.97%	18.63%	-30.14%	3.26%	10.30%	13.58%
毛利率（%）	79.97%	79.63%	78.35%	77.95%	78.52%	79.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值

酒鬼酒作为次高端酒企之一，可比公司选择时，我们选取同样处于全国化扩张进程中的次高端酒企以及已经实现全国化的高端酒企作为可比公司，具体标的包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、舍得酒业。估值来看，七家酒企 2024-2026 年估值平均分别为 19x、17x、14x，相较于其他七家酒企，酒鬼酒 2024 年 PE 为 33x，考虑到公司在行业低迷期采取了一系列改革措施，包括全面停货整顿市场、费用改革促动销、聚焦核心单品等，短期内业绩承压，但渠道库存逐步趋向良性状态。伴随后续白酒行业消费恢复，公司利润弹性可期。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	22159	747	878	1,019	1,171	25	22	19
000858.SZ	五粮液	6016	302	340	381	425	18	16	14
000568.SZ	泸州老窖	2811	132	161	194	231	17	14	12
600809.SH	山西汾酒	3278	104	132	161	194	25	20	17
002304.SZ	洋河股份	1445	100	108	119	131	13	12	11
000596.SZ	古井贡酒	1467	46	59	73	90	25	20	16
600702.SH	舍得酒业	256	18	20	23	27	13	11	9
	平均	-	<b>207</b>	<b>242</b>	<b>281</b>	<b>324</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
000799.SZ	酒鬼酒	183	5	5	6	7	33	29	25

资料来源: Wind 一致预期, 华金证券研究所, 酒鬼酒盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 5 月 9 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4743	4260	5248	5414	6434	<b>营业收入</b>	4050	2830	2922	3223	3661
现金	3077	2361	3331	3267	4125	营业成本	825	613	644	692	769
应收票据及应收账款	45	38	47	46	60	营业税金及附加	656	509	525	579	658
预付账款	13	13	14	16	19	营业费用	1024	912	950	1031	1153
存货	1417	1557	1571	1791	1941	管理费用	175	166	164	171	179
其他流动资产	190	291	285	294	290	研发费用	17	16	17	19	21
<b>非流动资产</b>	1091	1410	1389	1360	1342	财务费用	-54	-102	-94	-102	-107
长期投资	31	30	30	30	30	资产减值损失	-5	-2	-3	-3	-3
固定资产	517	527	602	650	679	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	211	209	224	222	223	投资净收益	1	-1	0	1	0
其他非流动资产	332	643	533	458	410	<b>营业利润</b>	1421	726	723	841	995
<b>资产总计</b>	5834	5670	6637	6774	7776	营业外收入	5	5	18	8	9
<b>流动负债</b>	1644	1352	1770	1546	2080	营业外支出	27	4	12	13	14
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1400	727	730	836	990
应付票据及应付账款	442	370	484	434	585	所得税	351	180	180	206	245
其他流动负债	1201	982	1286	1112	1495	<b>税后利润</b>	1049	548	549	629	746
<b>非流动负债</b>	38	38	38	38	38	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1049	548	549	629	746
其他非流动负债	38	38	38	38	38	EBITDA	1351	710	693	794	943
<b>负债合计</b>	1682	1391	1808	1585	2118	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	325	325	325	325	325	<b>成长能力</b>					
资本公积	1161	1161	1161	1161	1161	营业收入(%)	18.6	-30.1	3.3	10.3	13.6
留存收益	2666	2793	3342	3972	4717	营业利润(%)	19.1	-48.9	-0.5	16.3	18.4
归属母公司股东权益	4152	4279	4828	5190	5657	归属于母公司净利润(%)	17.4	-47.8	0.3	14.6	18.5
<b>负债和股东权益</b>	5834	5670	6637	6774	7776	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	79.6	78.3	78.0	78.5	79.0
						净利率(%)	25.9	19.4	18.8	19.5	20.4
						ROE(%)	25.3	12.8	11.4	12.1	13.2
						ROIC(%)	23.5	11.5	10.0	10.7	11.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	28.8	24.5	27.2	23.4	27.2
						流动比率	2.9	3.1	3.0	3.5	3.1
						速动比率	1.9	1.8	1.9	2.2	2.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	14.9	68.7	68.7	68.7	68.7
						应付账款周转率	2.2	1.5	1.5	1.5	1.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	17.4	33.3	33.2	29.0	24.5
						P/B	4.4	4.3	3.8	3.5	3.2
						EV/EBITDA	11.2	22.4	21.5	18.9	15.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)