

# 酒鬼酒 (000799.SZ)

## 一季度收入下滑 49%，主动降速解决历史包袱

买入

### 核心观点

**2023 年业绩持续调整，营销转型见效仍需时间。**2023 年以来，公司启动以渠道费用改革为核心的营销模式转型工作，从招商扩点增长转向开瓶动销增长，但仍需时间验证。2023 年，内参系列/酒鬼系列/湘泉系列/其他系列收入同比-38%/-27%/-68%/0%，仍处于改革调整中。从销量上看，内参系列/酒鬼系列/湘泉系列/其他系列同比-33%/-18%/-75%/-9%，预计系 2023Q4 公司对内参停货换代升级、大众价位酒受到产能约束等。毛利率看，整体毛利率下滑 1.3pcts，预计系公司加大促销力度，通过盒盖换酒等方式拉动开瓶动销等。费用端看，销售费用率/管理费用率同比+6.9/+1.5pcts，预计系收入下滑状态经营杠杆所致。利润端看，净利率下滑 6.5pcts，主要系加大促销力度及经营杠杆问题。

**2024Q1 业绩大幅下滑，经营风险或有望持续出清。**2024Q1 收入大幅下滑，主要系渠道改革、老内参停货、产品结构调整速度过慢、湖南大本营精耕程度不够等因素造成。但是我们也发现，公司在持续推进营销模式转型、费用转型和区域转型，聚焦资源做透省内基地市场，强化 C 端费用投入等。2024Q1 毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-10.5/+3.5/+7.9/+4.3%，进而带动净利率下滑 16.3pcts。

**营销改革更需耐心和信心，仍处于在长期正确的经营道路。**短期公司业绩有压力，但是基本面仍有部分亮点：1) 渠道库存持续去化。新老内参换代，加速部分库存去化，保证价值链稳定。2) 增投 C 端费用，加快品牌品类教育。2023 年消费者营销费用占比增加 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%，宴席场次同比+41%。3) 区域精耕不断推进。省内聚焦打透湖南大本营市场，省外打造首批 15 个样板市场，持续培育优质核心终端。

**风险提示：**需求复苏不及预期；竞争加剧；政策风险等。

**投资建议：**考虑到费用改革及行业需求复苏的不确定性，下修此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 24.1/26.5/30.4 亿元（2024-2025 年前值为 29.1/34.9 亿元，均下修 17%/24%），同比-15.0%/+10.0%/+15.0%；实现归母净利润 4.2/4.8/5.7 亿元（2024-2025 年前值为 6.8/8.5 亿元，均下修 39%/43%），同比-24.3%/+16.3%/19.1%；对应 PE 分别为 39.3/33.8/28.4X，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,050	2,830	2,405	2,646	3,043
(+/-%)	18.6%	-30.1%	-15.0%	10.0%	15.0%
净利润(百万元)	1049	548	415	482	574
(+/-%)	17.4%	-47.8%	-24.3%	16.3%	19.1%
每股收益(元)	3.23	1.69	1.28	1.48	1.77
EBIT Margin	33.4%	21.7%	20.3%	21.8%	23.0%
净资产收益率 (ROE)	25.3%	12.8%	9.2%	10.0%	11.1%
市盈率 (PE)	15.6	29.8	39.3	33.8	28.4
EV/EBITDA	12.9	26.5	30.9	25.0	21.1
市净率 (PB)	3.93	3.81	3.60	3.39	3.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：李文华

021-60375461

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

S0980523090001

S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	56.20 元
总市值/流通市值	18261/18261 百万元
52 周最高价/最低价	110.20/48.52 元
近 3 个月日均成交额	349.21 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《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》——2024-02-23
- 《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

**事件：**公司公告，2023 年实现总营业收入 28.30 亿元，同比-30.14%；归母净利润 5.48 亿元，同比-47.77%。2024Q1 实现总营业收入 4.94 亿元，同比-48.80%；归母净利润 0.73 亿元，同比-75.56%。

**2023 年业绩持续调整，营销转型见效仍需时间。**2023 年以来，公司启动以渠道费用改革为核心的营销模式转型工作，从招商扩点增长转向开瓶动销增长，但仍需时间验证。2023 年，内参系列/酒鬼系列/湘泉系列/其他系列收入同比-38%/-27%/-68%/0%，仍处于改革调整中。从销量上看，内参系列/酒鬼系列/湘泉系列/其他系列同比-33%/-18%/-75%/-9%，预计系 2023Q4 公司对内参停货换代升级、大众价位酒受到产能约束等。毛利率看，整体毛利率下滑 1.3pcts，预计系公司加大促销力度，通过盒盖换酒等方式拉动开瓶动销等。费用端看，销售费用率/管理费用率同比+6.9/+1.5pcts，预计系收入下滑状态经营杠杆所致。利润端看，净利率下滑 6.5pcts，主要系加大促销力度及经营杠杆问题。

**2024Q1 业绩大幅下滑，经营风险或有望持续出清。**2024Q1 收入大幅下滑，主要系渠道改革、老内参停货、产品结构调整速度过慢、湖南大本营精耕程度不够等因素造成。但是我们也发现，公司在持续推进营销模式转型、费用转型和区域转型，聚焦资源做透省内基地市场，强化 C 端费用投入等。2024Q1 毛利率/税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-10.5/+3.5/+7.9/+4.3%，进而带动净利率下滑 16.3pcts。

**营销改革更需耐心和信心，仍处于在长期正确的经营道路。**短期公司业绩有压力，但是基本面仍有部分亮点：1) 渠道库存持续去化。新老内参换代，加速部分库存去化，保证价值链稳定。2) 增投 C 端费用，加快品牌品类教育。2023 年消费者营销费用占比增加 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%，宴席场次同比+41%。3) 区域精耕不断推进。省内聚焦打透湖南大本营市场，省外打造首批 15 个样板市场，持续培育优质核心终端。

**投资建议：**考虑到费用改革及行业需求复苏的不确定性，下修此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 24.1/26.5/30.4 亿元（2024-2025 年前值为 29.1/34.9 亿元，均下修 17%/24%），同比-15.0%/+10.0%/+15.0%；实现归母净利润 4.2/4.8/5.7 亿元（2024-2025 年前值为 6.8/8.5 亿元，均下修 39%/43%），同比-24.3%/+16.3%/19.1%；对应 PE 分别为 39.3/33.8/28.4X，维持“买入”评级。

表1: 酒鬼酒盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）		现预测（调整后）			调整幅度	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,915	3,491	2,405	2,646	3,043	-17%	-24%
收入同比增速%			-15.0%	10.0%	15.0%		
毛利率%	79.3%	79.0%	75.0%	76.0%	77.0%	-4%	-3%
销售费用率%	29.1%	28.5%	32.0%	32.0%	32.0%		
净利率%	23.4%	24.4%	17.2%	18.2%	18.9%	-6%	-6%
归母净利润（百万元）	683	852	415	482	574	-39%	-43%
归母净利润同比增速%			-24.3%	16.3%	19.1%		
EPS（元）	2.1	2.62	1.28	1.48	1.77		

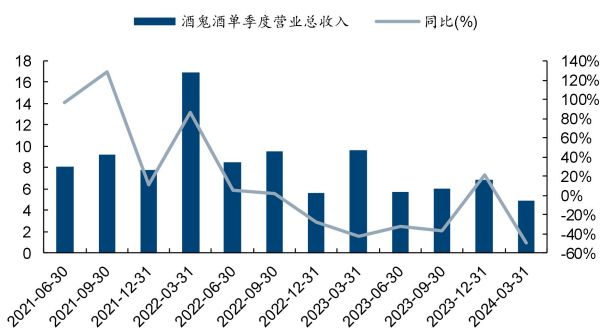
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司盈利预测及估值 (更新至 2024 年 05 月 08 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	268.70	3,278.0	8.5	10.6	12.6	31.7	25.2	21.3
000799.SZ	酒鬼酒	买入	56.47	183.5	1.3	1.5	1.2	29.8	39.3	33.8
600702.SH	舍得酒业	买入	76.70	255.5	5.1	6.2	7.6	14.9	12.5	10.2

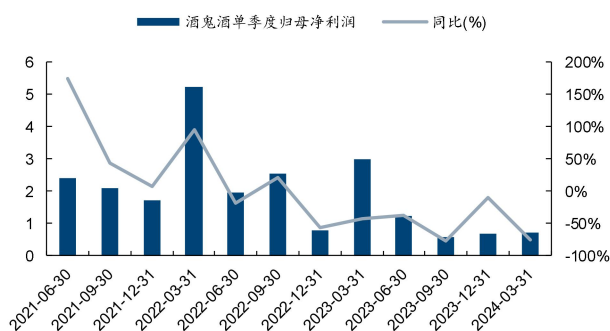
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

图1: 酒鬼酒单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



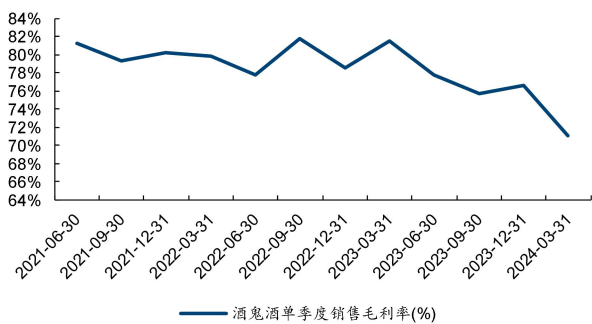
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 酒鬼酒单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



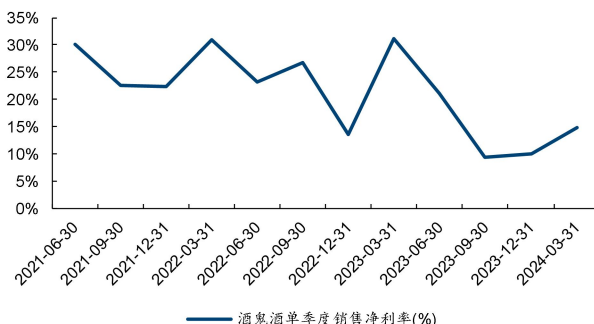
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 酒鬼酒单季度销售毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 酒鬼酒单季度销售净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3077	2361	2728	2401	2649	营业收入	4050	2830	2405	2646	3043
应收款项	53	53	33	36	42	营业成本	825	613	601	635	700
存货净额	1417	1557	1339	1396	1565	营业税金及附加	656	509	397	423	482
其他流动资产	195	288	245	270	310	销售费用	1024	912	770	847	974
<b>流动资产合计</b>	<b>4743</b>	<b>4260</b>	<b>4344</b>	<b>4102</b>	<b>4565</b>	管理费用	175	166	139	153	174
固定资产	763	1100	1056	1016	971	研发费用	17	16	10	11	13
无形资产及其他	211	209	202	194	187	财务费用	(54)	(102)	(64)	(64)	(63)
投资性房地产	87	71	71	71	71	投资收益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	31	30	30	30	30	资产减值及公允价值变动	4	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>5834</b>	<b>5670</b>	<b>5703</b>	<b>5413</b>	<b>5824</b>	其他收入	(9)	(9)	(10)	(11)	(13)
短期借款及交易性金融负债	2	2	0	0	0	营业利润	1421	726	553	643	765
应付款项	442	370	301	323	357	营业外净收支	(22)	1	0	0	0
其他流动负债	1200	980	836	235	267	<b>利润总额</b>	<b>1400</b>	<b>727</b>	<b>553</b>	<b>643</b>	<b>765</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1644</b>	<b>1352</b>	<b>1137</b>	<b>558</b>	<b>624</b>	所得税费用	351	180	138	161	191
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	38	38	38	38	38	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1049</b>	<b>548</b>	<b>415</b>	<b>482</b>	<b>574</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1682</b>	<b>1391</b>	<b>1175</b>	<b>596</b>	<b>663</b>	净利润	1049	548	415	482	574
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(7)	(2)	2	0	(0)
股东权益	4152	4279	4528	4817	5161	折旧摊销	43	53	78	99	105
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5834</b>	<b>5670</b>	<b>5703</b>	<b>5413</b>	<b>5824</b>	公允价值变动损失	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(54)	(102)	(64)	(64)	(63)
每股收益	3.23	1.69	1.28	1.48	1.77	营运资本变动	(676)	(511)	70	(663)	(149)
每股红利	1.29	1.30	0.51	0.59	0.71	其它	7	2	(2)	(0)	0
每股净资产	12.78	13.17	13.93	14.82	15.88	<b>经营活动现金流</b>	<b>412</b>	<b>89</b>	<b>562</b>	<b>(84)</b>	<b>528</b>
ROIC	27.85%	13.10%	10%	12%	12%	资本开支	0	(378)	(27)	(50)	(51)
ROE	25.26%	12.80%	9%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	80%	78%	75%	76%	77%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>(378)</b>	<b>(27)</b>	<b>(50)</b>	<b>(51)</b>
EBIT Margin	33%	22%	20%	22%	23%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	24%	24%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	19%	-30%	-15%	10%	15%	支付股利、利息	(421)	(421)	(166)	(193)	(230)
净利润增长率	17%	-48%	-24%	16%	19%	其它融资现金流	164	416	(2)	0	0
资产负债率	29%	25%	21%	11%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(678)</b>	<b>(426)</b>	<b>(168)</b>	<b>(193)</b>	<b>(230)</b>
股息率	2.6%	2.6%	1.0%	1.2%	1.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(266)</b>	<b>(716)</b>	<b>366</b>	<b>(327)</b>	<b>248</b>
P/E	15.6	29.8	39.3	33.8	28.4	货币资金的期初余额	3343	3077	2361	2728	2401
P/B	3.9	3.8	3.6	3.4	3.2	货币资金的期末余额	3077	2361	2728	2401	2649
EV/EBITDA	12.9	26.5	30.9	25.0	21.1	企业自由现金流	0	(373)	487	(181)	431
						权益自由现金流	0	43	533	(133)	478

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