

经营业绩短期承压，积极调整蓄力长远

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报和2024年一季报，23年实现营业总收入28.3亿元，同比-30.1%；实现归母净利润5.5亿元，同比-47.8%。24Q1实现营业总收入4.9亿元，同比-48.8%；实现归母净利润0.73亿元，同比-75.6%，业绩低于市场预期。
- 产品动销有所承压，渠道推进深度变革。** 2023年：1、分产品看，内参、酒鬼、湘泉、其他系列收入分别为7.1亿元(-38.2%)、16.5亿元(-27.5%)、0.71亿元(-68.0%)、3.9亿元(-0.2%)，次高端及以上产品动销承压。2、招商情况，华北/华东/华南/华中/其他区域经销商数量，分别变动+92家/+109家/+5家/+109家/-127家，至293家/432家/94家/689家/266家，全国化建设深度推进，市场开拓更加聚焦。3、次高端商务消费复苏较弱，对公司冲击相对较大。公司从以渠道费用换销量向以动销驱动业务增长的发展方式积极转变，深化费用改革、推进BC联动，渠道建设质量显著改善。
- 毛利率下降，盈利能力承压。** 1、23年、24年Q1毛利率分别同比降1.3、10.5个百分点至78.4%、71.1%，主因为产品结构下降，毛利率受损，2、费用方面，23年、24年Q1销售费用率分别同比增加6.9、7.9个百分点至32.2%、33.9%，管理费用率分别同比增加1.5、4.3个百分点至5.9%、8.0%，财务费用率分别同比下降2.3、4.6个百分点至-3.3%、-4.6%，综合费用率分别同比增加6.4、7.9个百分点至35.0%、32.6%，销售费用率、管理费用率同比增加较多，主因为商务消费复苏疲弱，营收规模下降较多，而部分销售费用、管理费用具有支出刚性，且为促进动销投入较多费用。3、综合影响，23年、24年Q1销售净利率分别减少6.5、16.3个百分点至19.4%、14.9%，盈利能力有所承压。
- 不断深化渠道改革，积极蓄力布局长远。** 1、渠道端持续推进深度变革，积极调整过去快速全国化布局过程中高费用投放的模式，费用支出更加聚焦消费者培育和终端动销，业绩增长由费用驱动转为动销拉动，成长模式更为健康。2、产品端进一步聚焦内参、红坛核心大单品，湖南市场聚焦陈列网点建设及宴席活动开展；省外聚焦核心样板市场打造，加大核心消费者培育力度。3、品牌端，推出全新价值主张“百酿馥郁，妙境天成”，建立全新品牌价值体系；通过跨界合作、IP赋能、“馥郁中国行”品牌活动等多维度高举高打进行品牌建设，品牌知名度和品牌美誉度持续提升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.78元、2.03元、2.37元，对应PE分别为29倍、25倍、22倍。看好公司改革红利释放，给予2024年35倍PE，对应目标价62.3元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险，省外市场开拓或不及预期，业绩释放或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2829.67	3004.70	3314.41	3748.76
增长率	-30.14%	6.19%	10.31%	13.10%
归属母公司净利润(百万元)	547.81	579.69	661.15	771.34
增长率	-47.77%	5.82%	14.05%	16.67%
每股收益EPS(元)	1.69	1.78	2.03	2.37
净资产收益率ROE	12.80%	12.23%	12.54%	13.08%
PE	30	29	25	22
PB	3.88	3.50	3.15	2.81

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 笄文钊
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.25
流通A股(亿股)	3.25
52周内股价区间(元)	48.7-108.89
总市值(亿元)	166.01
总资产(亿元)	55.60
每股净资产(元)	13.39

相关研究

- 酒鬼酒(000799): 持续优化渠道费用, 坚定改革蓄力长远 (2023-11-01)
- 酒鬼酒(000799): 经营业绩短期承压, 积极调整蓄力长远 (2023-09-03)
- 酒鬼酒(000799): 内参酒鬼双品牌驱动, 积极调整拐点向上可期 (2023-05-14)

盈利预测

关键假设：

1) 受益于内参品牌知名度和品牌美誉度不断提升，京、沪、粤、苏等重点市场消费氛围渐起，预计内参系列 2024-2026 年销量同比增长 3.0%、6.0%、8.0%，吨价分别提升 3.0%、4.0%、5.0%，毛利率为 90.1%、90.1%、90.1%。

2) 受益于省内空白区域开拓和进一步渠道下沉，省外冀、鲁、豫等重点区域样板市场打造卓有成效，预计酒鬼系列 2024-2026 年销量同比增长 4.0%、8.0%、10.0%，吨价同比增长 3.0%、4.0%、5.0%，毛利率为 77.5%、77.5%、77.5%。

3) 在消费升级背景下，结合公司产品结构升级规划，对湘泉系列采取“提价限量”策略，吨价提升成为主要增长驱动，预计 2024-2026 年湘泉及其他系列销量同比增长 0%、0%、0%，吨价分别提升 3%、3%、3%，毛利率分别为 63.6%、63.6%、63.6%。

4) 公司高举高打进行品牌建设，持续推进全国化布局和渠道体系改革，不断深化消费者培育和大单品打造，预计短期内费用高投放节奏将会延续，盈利能力虽短期承压，但有利于公司的长期成长能力打造。

表 1：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入(百万元)	4050	2830	3005	3314	3749
	yoy	18.6%	-30.1%	6.2%	10.3%	13.1%
	成本(百万元)	825	613	649	711	797
	毛利率	79.6%	78.3%	78.4%	78.5%	78.7%
内参系列	收入(百万元)	1157	715	759	836	948
	yoy	11.9%	-38.2%	6.1%	10.2%	13.4%
	销量(吨)	1147	772	795	843	910
	yoy	15.2%	-32.7%	3.0%	6.0%	8.0%
	吨价(万元/吨)	100.9	92.6	95.4	99.2	104.2
	yoy	-2.8%	-8.2%	3.0%	4.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	8.4	9.1	9.4	9.8	10.3
	yoy	2.6%	8.2%	3.0%	4.0%	5.0%
酒鬼系列	收入(百万元)	2270	1647	1765	1982	2289
	yoy	18.6%	-27.4%	7.1%	12.3%	15.5%
	销量(吨)	6593	5431	5648	6100	6710
	yoy	18.1%	-17.6%	4.0%	8.0%	10.0%
	吨价(万元/吨)	34.4	30.3	31.2	32.5	34.1
	yoy	0.4%	-11.9%	3.0%	4.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	6.9	6.8	7.0	7.3	7.7
	yoy	-2.2%	-1.1%	3.0%	4.0%	5.0%
湘泉及其他系列	收入(百万元)	609.1	458.4	472.2	486.3	500.9

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	yoy	34.1%	-24.7%	3.0%	3.0%	3.0%
	销量(吨)	7173	3679	3679	3679	3679
	yoy	22.7%	-48.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	吨价(万元/吨)	8.5	12.5	12.8	13.2	13.6
	yoy	8.9%	46.7%	3.0%	3.0%	3.0%
	吨成本(万元/吨)	3.7	4.5	4.7	4.8	5.0
	yoy	6.2%	22.2%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	56.3%	63.6%	63.6%	63.6%	63.6%
其他业务	收入(百万元)	13.7	9.0	9.4	9.9	10.4
	yoy	26.1%	-34.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本(百万元)	6.9	4.6	5.5	5.7	6.0
	毛利率	49.8%	48.3%	42.0%	42.0%	42.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 30.0 亿元(+6.2%)、33.1 亿元(+10.3%)和 37.5 亿元(+13.1%)，归母净利润分别为 5.8 亿元(+5.8%)、6.6 亿元(+14.1%)和 7.7 亿元(+16.7%)，EPS 分别为 1.78、2.03 和 2.37 元，对应 PE 分别为 29、25 和 22 倍。

相对估值

酒鬼酒具有优质的名酒基因，当前正聚焦发力高端、次高端和全国化，此处选取同为次高端品牌的舍得酒业、水井坊、山西汾酒三家可比公司，以及正积极开拓全国化市场的天佑德酒、金徽酒两家可比公司，这五家公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 24 倍、18 倍、15 倍。

公司省内龙头地位稳固，品牌优势明显，将尽享湘酒振兴红利；与此同时，公司持续推进全国化扩张，成长空间不断拓宽；深度推进渠道变革，优化营销团队管理，强调结果导向，渠道力改善明显。总的来看，未来 3-5 年是公司深度变革深水期和改革成效释放时期，短期营收增速承压，盈利能力受损；长期看，随着改革成效逐渐释放，业绩弹性十足。公司聚焦高端、次高端，积极开拓全国化市场，品牌价值突出，看好公司长期成长能力，给予 2024 年 35 倍 PE，对应目标价 62.3 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600702.SH	舍得酒业	244	73.14	5.35	6.04	7.03	8.14	14	12	10	9
600809.SH	山西汾酒	3,200	262.31	8.56	10.76	13.20	15.90	31	24	20	16
600779.SH	水井坊	220	45.09	2.61	2.96	3.40	3.78	17	15	13	12
002646.SZ	天佑德酒	58	11.96	0.19	0.30	0.44	0.58	63	39	27	21
603919.SH	金徽酒	111	21.96	0.65	0.81	1.01	1.26	34	27	22	17
平均值								32	24	18	15
000799.SZ	酒鬼酒	166	51.09	1.69	1.78	2.03	2.37	34	29	25	22

数据来源：wind，西南证券整理

风险提示

- 1) 经济大幅下滑风险：经济发展是居民消费升级的基础，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响消费升级节奏；
- 2) 省外市场开拓或不及预期：省外市场开拓可能会遭遇地产名酒和全国化名酒的强势阻击，具有一定的不确定性；
- 3) 业绩释放或不及预期：无论是高举高打拉升品牌力，还是加速推进全国化扩张，均需要较高的费用支撑，若未来费用投放居高不下，业绩释放将不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2829.67	3004.70	3314.41	3748.76	净利润	547.81	579.69	661.15	771.34
营业成本	612.66	649.18	711.20	796.99	折旧与摊销	53.41	89.06	103.59	114.90
营业税金及附加	508.62	508.69	568.60	645.41	财务费用	-102.42	-97.93	-122.96	-146.63
销售费用	911.66	961.50	1060.61	1199.60	资产减值损失	-1.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	165.54	210.33	215.44	224.93	经营营运资本变动	-526.06	434.63	-57.78	72.16
财务费用	-102.42	-97.93	-122.96	-146.63	其他	80.35	0.05	0.08	0.12
资产减值损失	-1.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	51.24	1005.50	584.08	811.90
投资收益	-0.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-360.90	-100.00	-30.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	17.48	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-343.42	-100.00	-30.00	-10.00
营业利润	726.33	772.92	881.53	1028.46	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.11	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	727.45	772.92	881.53	1028.46	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	179.63	193.23	220.38	257.11	支付股利	-421.14	-120.52	-127.53	-145.45
净利润	547.81	579.69	661.15	771.34	其他	-2.86	95.97	122.96	146.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-424.00	-24.55	-4.57	1.18
归属母公司股东净利润	547.81	579.69	661.15	771.34	现金流量净额	-716.18	880.95	549.51	803.08
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2361.20	3242.15	3791.66	4594.74	成长能力				
应收和预付款项	66.93	339.84	356.25	316.38	销售收入增长率	-30.14%	6.19%	10.31%	13.10%
存货	1556.89	885.56	971.15	1089.54	营业利润增长率	-48.90%	6.41%	14.05%	16.67%
其他流动资产	274.77	41.38	45.64	51.63	净利润增长率	-47.77%	5.82%	14.05%	16.67%
长期股权投资	30.41	30.41	30.41	30.41	EBITDA 增长率	-51.98%	12.80%	12.84%	15.61%
投资性房地产	49.22	49.22	49.22	49.22	获利能力				
固定资产和在建工程	1099.68	1143.48	1105.60	1039.26	毛利率	78.35%	78.39%	78.54%	78.74%
无形资产和开发支出	209.10	176.24	140.53	101.97	三费率	34.45%	35.74%	34.79%	34.09%
其他非流动资产	21.31	21.31	21.31	21.31	净利率	19.36%	19.29%	19.95%	20.58%
资产总计	5669.51	5929.59	6511.77	7294.44	ROE	12.80%	12.23%	12.54%	13.08%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.66%	9.78%	10.15%	10.57%
应付和预收款项	579.29	637.74	637.06	725.72	ROIC	27.11%	26.66%	33.41%	40.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.94%	25.43%	26.01%	26.59%
其他负债	811.29	553.74	602.99	671.11	营运能力				
负债合计	1390.58	1191.49	1240.05	1396.83	总资产周转率	0.49	0.52	0.53	0.54
股本	324.93	324.93	324.93	324.93	固定资产周转率	5.42	4.50	3.83	3.82
资本公积	1161.26	1161.26	1161.26	1161.26	应收账款周转率	7149.92	9393.12	9566.49	9680.33
留存收益	2792.74	3251.92	3785.53	4411.42	存货周转率	0.41	0.53	0.76	0.77
归属母公司股东权益	4278.93	4738.11	5271.72	5897.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.81%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4278.93	4738.11	5271.72	5897.61	资产负债率	24.53%	20.09%	19.04%	19.15%
负债和股东权益合计	5669.51	5929.59	6511.77	7294.44	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.15	3.91	4.30	4.45
					速动比率	2.00	3.14	3.49	3.65
					股利支付率	76.88%	20.79%	19.29%	18.86%
					每股指标				
					每股收益	1.69	1.78	2.03	2.37
					每股净资产	13.17	14.58	16.22	18.15
					每股经营现金	0.16	3.09	1.80	2.50
					每股股利	1.30	0.37	0.39	0.45
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	677.33	764.05	862.16	996.73					
PE	30.30	28.64	25.11	21.52					
PB	3.88	3.50	3.15	2.81					
PS	5.87	5.52	5.01	4.43					
EV/EBITDA	20.78	17.26	14.66	11.88					
股息率	2.54%	0.73%	0.77%	0.88%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
