

酒鬼酒 (000799)

2024H1 预告点评: 持续投入, 坚定转型

增持 (首次)

2024 年 07 月 11 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

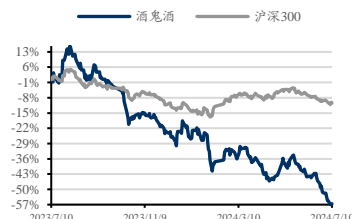
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4050	2830	2405	2663	3036
同比 (%)	18.63	(30.14)	(15.01)	10.74	13.98
归母净利润 (百万元)	1,048.86	547.81	306.22	354.02	427.48
同比 (%)	17.39	(47.77)	(44.10)	15.61	20.75
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.23	1.69	0.94	1.09	1.32
P/E (现价&最新摊薄)	12.14	23.25	41.60	35.98	29.80

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司预告 24H1 收入 10 亿元、归母净利 1.1~1.3 亿元, 分别同比下滑 35%、69~74%。相应估算 24Q2 收入、归母净利分别同比下滑 12%、53~70%。
- **坚定转型, 慢即是快。** 24Q2 公司实现营收 5.1 亿元, 环比 24 春节 (估算 24Q1+23M12 合计收入约 7 亿元+) 来看, Q2 淡季收入保持平稳兑现。1) 估算内参 Q2 收入 1 亿+, 伴随基数走低, 同比降幅收窄。24 年公司全面严控内参出货, 暂停非主品配额, 坚定聚焦主品培育。甲辰版内参实行小批量发货, 并削减经销商随量返利比例, 将费用更多投入 C 端红包/赠酒等, 推动新品批价稳步上行。2) 估算酒鬼及其他 Q2 收入合计 4 亿元不到, 同比降幅个位数。24 年公司明确加强样板市场及核心终端建设, 推动省内动销同比正增。截至 6 月底, 公司已启动 11 个样板市场, 通过持续开展消费者活动, 宴席场次、消费者扫码数量等终端动销数据均同比大幅改善。
- **动销培育持续投入, 前置费用拖累盈利。** 24Q2 利润下滑较多, 净利率同比下滑约 10~14pct 至 7.3~11.3%, 主因销售费用同比增长。为提升动销、强化消费培育、保障渠道盈利, 估算 24Q2 费用额同比增长双位数, 导致销售费率大幅提升, 1 是 C 端费用存在前置性投入, 2 是费用围绕动销投放, 但渠道主动去库背景下, 收入表现不及动销。
- **区域布局更趋聚焦, 样板市场做深做透。** 2024 年公司动作更趋沉稳, 区域市场建设思路转变, 慢即是快。1) 省内市场 2024 年目标恢复增长: 规划对长沙及十几个县级市场先重点做深做透, 再追求规模上量, 围绕过程质量, 团队考核涉及客户拜访、终端服务、消费者开瓶等, 努力推动网点数量/质量/动销/客户优质率/客户满意度提升。2) 省外市场因地制宜打造样本市场: 石家庄、泉州、邯郸等 15 个样板市场在陆续启动, 各地划出专项费用做基础性工作 (与市场销售回款不挂钩), 注重通过红包返利、年底返利等举措强化渠道利润及回款积极性。
- **盈利预测与投资评级:** 当前环境下, 公司持续坚定推进营销模式转型, 重点做深省内市场、打造样板市场, 下一阶段还将聚焦突破、深度挖潜, 对重点市场、重点客户进行精准化服务。伴随终端建设及 BC 联动成果逐步显现, 预计后续季度收入降幅有望进一步收窄。我们预计 2024~2026 年归母净利润分别为 3.1、3.5、4.3 亿, 同比-44%、+16%、21%, 当前市值对应 PE 为 42/36/30 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 经济向好节奏不确定性; 食品安全风险; 酒鬼省外调整不及预期; 高端酒竞争超预期。

市场数据

收盘价(元)	39.20
一年最低/最高价	37.84/110.10
市净率(倍)	2.93
流通 A 股市值(百万元)	12,737.22
总市值(百万元)	12,737.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.39
资产负债率(%LF)	21.72
总股本(百万股)	324.93
流通 A 股(百万股)	324.93

相关研究

酒鬼酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,260	3,712	3,928	3,632	营业总收入	2,830	2,405	2,663	3,036
货币资金及交易性金融资产	2,361	3,001	2,023	2,883	营业成本(含金融类)	613	589	638	729
经营性应收款项	287	442	397	440	税金及附加	509	409	447	501
存货	1,557	237	1,453	278	销售费用	912	920	1,005	1,096
合同资产	0	0	0	0	管理费用	166	168	175	185
其他流动资产	55	31	54	31	研发费用	16	17	18	19
非流动资产	1,410	1,733	2,041	2,345	财务费用	(102)	(106)	(90)	(61)
长期股权投资	30	30	30	30	加:其他收益	6	7	8	8
固定资产及使用权资产	532	711	913	1,132	投资净收益	(1)	0	0	0
在建工程	572	716	822	907	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	209	209	209	209	减值损失	(2)	(5)	(5)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	6	1	1	1
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	726	410	473	570
其他非流动资产	66	66	66	66	营业外净收支	1	(2)	(2)	(1)
资产总计	5,670	5,445	5,969	5,978	利润总额	727	408	472	570
流动负债	1,352	1,039	1,330	1,053	减:所得税	180	102	118	142
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	548	306	354	427
经营性应付款项	370	88	302	104	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	285	471	574	510	归属母公司净利润	548	306	354	427
其他流动负债	696	478	452	437	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.69	0.94	1.09	1.32
非流动负债	38	40	42	42	EBIT	618	308	388	514
长期借款	0	2	3	3	EBITDA	673	362	452	588
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.35	75.52	76.06	75.99
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	19.36	12.73	13.29	14.08
其他非流动负债	37	37	37	37	收入增长率(%)	(30.14)	(15.01)	10.74	13.98
负债合计	1,391	1,079	1,372	1,094	归母净利润增长率(%)	(47.77)	(44.10)	15.61	20.75
归属母公司股东权益	4,279	4,366	4,598	4,883					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,279	4,366	4,598	4,883					
负债和股东权益	5,670	5,445	5,969	5,978					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	51	1,237	(484)	1,380	每股净资产(元)	13.17	13.44	14.15	15.03
投资活动现金流	(343)	(379)	(373)	(378)	最新发行在外股份(百万股)	325	325	325	325
筹资活动现金流	(424)	(217)	(121)	(142)	ROIC(%)	11.03	5.34	6.48	8.12
现金净增加额	(716)	640	(978)	860	ROE-摊薄(%)	12.80	7.01	7.70	8.75
折旧和摊销	55	54	64	75	资产负债率(%)	24.53	19.82	22.98	18.31
资本开支	(343)	(379)	(373)	(378)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.25	41.60	35.98	29.80
营运资本变动	(557)	870	(908)	873	P/B(现价)	2.98	2.92	2.77	2.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>