

## 酒鬼酒 (000799.SZ)

## 二季度收入降幅环比缩窄，持续推进营销改革

优于大市

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 食品饮料 · 白酒 II

## ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码: S0980523090001

联系人: 张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

## 事项:

事件: 公司发布业绩预告, 2024 上半年实现预计实现营业总收入 10 亿元, 同比下降 35.1%; 预计实现归母净利润 1.1-1.3 亿元, 同比下降 69.2%-73.92%。根据预告测算 2024Q2 对应营业总收入 5.1 亿元, 同比下降 12.3%, 对应归母净利润 0.37-0.57 亿元, 同比下降 53.5%-69.9%。

**国信食品饮料观点:** 1) 2024Q2 收入降速环比 Q1 大幅收窄, 公司营销模式转型初显成效, BC 联动闭环已基本建立, 终端参与公司消费者促销活动积极性提升, 客户回款意愿逐步增强。2) 内参严格控货挺价, 湘泉等中低价位酒贡献主要收入; 省内宴席场次和开瓶动销数据增加, 表现好于省外。3) 产品结构下移叠加费用投放刚性, 2024Q2 净利率同比下降 9.9-13.9pcts。考虑到商务场景弱复苏下次高端白酒需求压力仍然较大, 公司短期坚定做营销改革, 费用率预计仍将维持在较高水平; 维持此前盈利预测, 预计 2024-2026 年 EPS 为 1.28/1.48/1.77 元, 当前股价对应 PE 在 32.7/28.1/23.6x, 维持“优于大市”评级。

## 评论:

## ◆ 二季度收入降幅环比一季度大幅收窄, 营销模式转型初显成效

2024Q2 预计公司收入同比下降 12.3%, 伴随去年同期基数降低, 降速环比一季度大幅收窄。公司终端建设成果逐步体现在报表端, 动销情况改善下, 客户回款意愿提升。**分产品看,**上半年白酒行业次高端及以上产品需求压力较大, 公司严格控制内参放货量, 价盘表现稳健, 动销有所恢复, 但对整体贡献不高; 酒鬼红坛、湘泉系列等大众价位产品贡献主要收入, 宴席场次和开瓶消费显著增加。**分区域看,**上半年省内市场中品牌力和需求韧性凸显, 乡镇市场持续下沉, 动销指标逐步改善; 省外市场仍以去库存和维护市场秩序为主线。

## ◆ 产品结构下移, 费用投放刚性, 利润率仍有压力

伴随产品结构下移, 公司毛利率延续下降趋势。费用端看, 2024H1 及 2024Q2 销售费用率均上升较多, 主因公司持续推进费用改革、淡季促进市场动销。公司坚持费用向消费者端倾斜, 持续做渠道建设、加大宴席场景开瓶政策; 同时公司兼顾经销商合理利润率(不是折成本费用酒), 以季末返利等形式保证渠道积极性。2024Q2 公司净利率同比下降 9.9-13.9pcts, 盈利能力仍有压力; 短期在行业需求承压阶段, 公司投入费用稳固基本盘市场, 长期看公司 BC 联动费用改革有望推动动销势能释放。

## ◆ 下半年行业需求仍有压力, 公司自身调整显现积极的边际变化

二季度看公司 BC 联动闭环基本建立, 省内客户回款意愿增强, 大众价位基本盘逐步夯实。后续公司将持续精耕市场和渠道, 强化省内外样板市场建设: 1) **省内市场**围绕长沙及周边县级市场继续做深做透, 提升空白市场渗透率, 强化经销商过程考核, 确保终端真实开瓶动销数据; 2) **省外重点**打造核心样板市场, 截至 6 月底公司已启动 11 个样板市场, 持续开展消费者活动, 下半年有望逐步贡献动销增量。

## ◆ 投资建议: 短期基本面仍有压力, 维持“优于大市”评级

考虑到商务场景弱复苏下次高端白酒需求压力仍然较大, 公司短期坚定做营销改革, 费用率预计仍将维持

在较高水平。维持收入及盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入 24.1/26.5/30.4 亿元，同比 -15.0%/+10.0%/+15.0%；预计公司归母净利润 4.2/4.8/5.7 亿元，同比 -24.3%/+16.3%/19.1%，对应 EPS 分别为 1.28/1.48/1.77 元，当前股价对应估值 32.7/28.1/23.6x，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

白酒行业需求复苏不及预期；次高端价位竞争加剧；政策风险等。

**相关研究报告：**

- 《酒鬼酒（000799.SZ）-一季度收入下滑 49%，主动降速解决历史包袱》——2024-05-10
- 《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

## 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         | <b>营业收入</b>        | <b>4050</b>  | <b>2830</b>  | <b>2405</b>  | <b>2646</b>  | <b>3043</b>  |
| 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>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>1682</b> | <b>1391</b> | <b>1175</b>  | <b>596</b>   | <b>663</b>   | <b>净利润</b>         | 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)          |
|                  |             |             |              |              |              | 财务费用               | (54)         | (102)        | (64)         | (64)         | (63)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 营运资本变动             | (676)        | (511)        | 70           | (663)        | (149)        |
| 每股收益             | 3.23        | 1.69        | 1.28         | 1.48         | 1.77         | 其它                 | 7            | 2            | (2)          | (0)          | 0            |
| 每股红利             | 1.29        | 1.30        | 0.51         | 0.59         | 0.71         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>412</b>   | <b>89</b>    | <b>562</b>   | <b>(84)</b>  | <b>528</b>   |
| 每股净资产            | 12.78       | 13.17       | 13.93        | 14.82        | 15.88        | 资本开支               | 0            | (378)        | (27)         | (50)         | (51)         |
| ROIC             | 27.85%      | 13.10%      | 10%          | 12%          | 12%          | 其它投资现金流            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 25.26%      | 12.80%      | 9%           | 10%          | 11%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(1)</b>   | <b>(378)</b> | <b>(27)</b>  | <b>(50)</b>  | <b>(51)</b>  |
| 毛利率              | 80%         | 78%         | 75%          | 76%          | 77%          | 权益性融资              | (0)          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 33%         | 22%         | 20%          | 22%          | 23%          | 负债净变化              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 35%         | 24%         | 24%          | 26%          | 26%          | 支付股利、利息            | (421)        | (421)        | (166)        | (193)        | (230)        |
| 收入增长             | 19%         | -30%        | -15%         | 10%          | 15%          | 其它融资现金流            | 164          | 416          | (2)          | 0            | 0            |
| 净利润增长率           | 17%         | -48%        | -24%         | 16%          | 19%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(678)</b> | <b>(426)</b> | <b>(168)</b> | <b>(193)</b> | <b>(230)</b> |
| 资产负债率            | 29%         | 25%         | 21%          | 11%          | 11%          | <b>现金净变动</b>       | <b>(266)</b> | <b>(716)</b> | <b>366</b>   | <b>(327)</b> | <b>248</b>   |
| 股息率              | 3.1%        | 3.1%        | 1.2%         | 1.4%         | 1.7%         | 货币资金的期初余额          | 3343         | 3077         | 2361         | 2728         | 2401         |
| P/E              | 12.9        | 24.7        | 32.7         | 28.1         | 23.6         | 货币资金的期末余额          | 3077         | 2361         | 2728         | 2401         | 2649         |
| P/B              | 3.3         | 3.2         | 3.0          | 2.8          | 2.6          | 企业自由现金流            | 0            | (373)        | 487          | (181)        | 431          |
| EV/EBITDA        | 10.9        | 22.3        | 26.0         | 20.9         | 17.6         | 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<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
|  |            | 弱于大市 | 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