

酒鬼酒 (000799)

2024 年中报点评: 着眼长期, 转型攻坚

增持 (维持)

2024 年 08 月 29 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

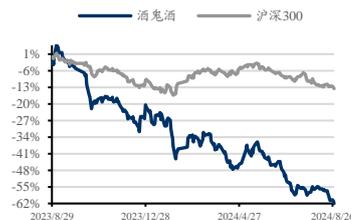
研究助理 于思淼

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)	10.69	20.48	36.63	31.68	26.24

股价走势



投资要点

- **事件:** 2024H1 营业总收入 9.94 亿元, 同比-35.5%; 归母净利润 1.21 亿元, 同比-71.32%, 2024Q2 营业总收入 5 亿元, 同比-13.27%; 归母净利润 0.48 亿元, 同比-60.87%。
- **收入降幅收窄, 坚定转型进行时。** 24H1 公司酒类收入 9.9 亿元, 同比-35.6%, 分产品看, ①内参 24H1 收入同比下滑 60.8%, 量价同比-44.4%/-29.5%, 估算内参 Q2 收入 1.5 亿元左右, 伴随基数走低, 单季度同比降幅收窄。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酒鬼 24H1 收入同比下滑 30.1%, 量价同比-29.3%/-1.1%, 估算 Q2 同比-20%左右, 24 年公司明确加强样板市场及核心终端建设, 预计红坛、内品宴席场景表现良好, 库存进一步去化, 实际动销优于收入表现。③湘泉 24H1 收入同比+36.3%, 承接大众价位带需求, 低基数下实现较快增长。
- **结构下移拉低毛利, 前置费用拖累净利。** 利润端, 24Q2 归母净利率同比-11.6pct 至 9.5%, 主系毛利率下滑及费率扩大。①24H1/Q2 毛利率分别同比-6.8pct/-2.2pct, 其中 24H1 内参/酒鬼毛利率分别同比-2.8pct/-3.2pct, 主系经营杠杆负贡献, 内参吨价/吨成本分别同比-29.5%/-7.9%, 酒鬼吨价/吨成本分别同比-1.1%/+14.1%。②24Q2 销售费率同比+5.7pct 至 35.5%, 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; Q2 管理费率(含研发)同比+1.6pct 至 9.7%, 主系职工薪酬相对刚性(24H1 同比+0.07 亿元, 影响约 1.5pct)。收现端, Q2 季末公司合同负债余额 2.6 亿元, 同比/环比分别-1.9/+0.2 亿元, 主系渠道信心尚未完全修复, 回款意愿偏弱。
- **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。我们维持 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 37/32/26 倍, 维持“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)	34.52
一年最低/最高价	34.19/98.90
市净率(倍)	2.58
流通 A 股市值(百万元)	11,216.55
总市值(百万元)	11,216.55

基础数据

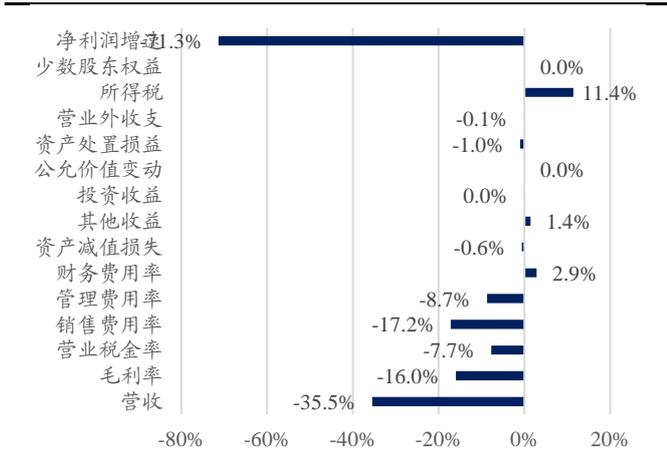
每股净资产(元,LF)	13.39
资产负债率(% LF)	21.72
总股本(百万股)	324.93
流通 A 股(百万股)	324.93

相关研究

《酒鬼酒(000799): 2024H1 预告点评: 持续投入, 坚定转型》

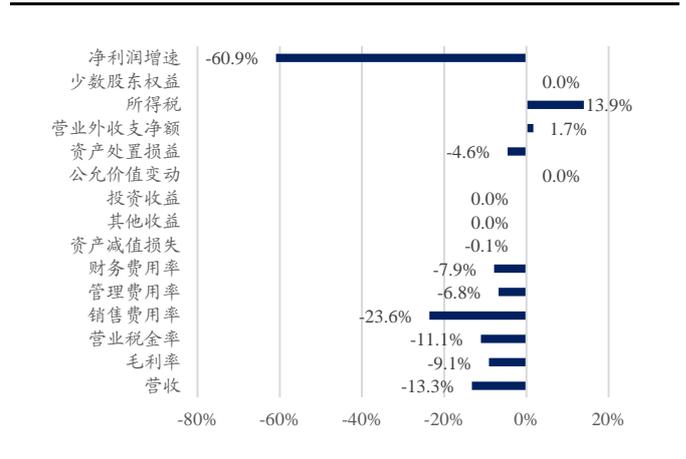
2024-07-11

图1: 24H1 净利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q2 归母净利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

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)	20.48	36.63	31.68	26.24
营运资本变动	(557)	870	(908)	873	P/B(现价)	2.62	2.57	2.44	2.30

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>