



酒鬼酒 (000799.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

于聚焦中改善，建设成效仍待转换

业绩简评

2024年8月28日，公司披露24年半年报，24H1实现营收9.9亿元，同比-35.5%；实现归母净利1.2亿元，同比-71.3%。其中24Q2实现营收5.0亿元，同比-13.3%；实现归母净利0.5亿元，同比-60.9%，落于此前预告偏上沿。

经营分析

分产品来看，24H1内参/酒鬼/湘泉/其他系列分别实现营收1.7/5.9/0.5/1.8亿元，同比-61%/-30%/+36%/-18%，其中销量分别-44%/-29%/+36%/-11%，吨价分别-30%/-1%/持平/-7%至69.1/27.7/6.0/14.4万元/千升，吨价下行致使内参/酒鬼/其他系列毛利率分别-2.8/-3.2/-8.1pct。公司坚持以甲辰版为核心抓手优化内参价值链，推进控盘分利，费用投放以扫码红包与买赠为主；酒鬼系列围绕红坛大单品完善全国市场产品布局。

分渠道来看，24H1线上/线下分别实现营收1.1/8.8亿元，同比+2%/-39%。此外，上半年华北/华东/华南/华中/其他区域经销商分别-75/-76/-28/-210/-84家，合计减少473家至1301家，公司对经销商质量持续优化，并加大销售团队对终端拜访等服务力度，24H1销售费用中职工薪酬-3.5%，广宣及市场服务费-23.2%，部分费投预计在成本端已体现。

从利润端看，24Q2归母净利率同比-11.6pct至9.5%，其中毛利率-2.2pct至75.6%，销售费用率/管理费用率/销售税金及附加占比分别+5.7pct/+1.0pct/+2.7pct，收入承压背景下相对刚性的费用支出对利润率仍有压制。此外，24Q2末合同负债余额2.6亿元，环比+0.2亿元，考虑△合同负债+收入后狭义回款同比-20%；24Q2销售收现5.2亿元，同比-13%。公司营收降幅逐步收窄，关注渠道建设成果逐步转化进程。

盈利预测、估值与评级

考虑白酒行业需求持续走弱，我们下调24-26年归母净利5%/7%/9%，预计24-26年收入分别-8.7%/+13.5%/+12.1%；归母净利分别-31.1%/+22.3%/+16.9%，对应归母净利分别3.8/4.6/5.4亿元；EPS为1.16/1.42/1.66元，公司股票现价对应PE估值分别为29.7/24.3/20.8倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；营销转型成效不及预期；全国化外拓不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.52元

相关报告：

- 《酒鬼酒公司点评：仍处调整期，营销转型坚定推进》，2024.7.9
- 《酒鬼酒公司点评：业绩仍承压，费用改革坚定推进》，2024.4.29
- 《酒鬼酒公司点评：阶段性业绩承压，战略改革持续推进》，2023.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,050	2,830	2,583	2,931	3,285
营业收入增长率	18.63%	-30.14%	-8.71%	13.45%	12.09%
归母净利润(百万元)	1,049	548	377	461	539
归母净利润增长率	17.38%	-47.77%	-31.14%	22.27%	16.94%
摊薄每股收益(元)	3.228	1.686	1.161	1.419	1.660
每股经营性现金流净额	1.23	0.16	1.01	1.46	1.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.26%	12.80%	8.44%	9.82%	10.86%
P/E	42.74	43.39	29.74	24.32	20.80
P/B	10.79	5.55	2.51	2.39	2.26

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	3,414	4,050	2,830	2,583	2,931	3,285
增长率		18.6%	-30.1%	-8.7%	13.4%	12.1%
主营业务成本	-684	-825	-613	-638	-684	-737
%销售收入	20.0%	20.4%	21.7%	24.7%	23.3%	22.4%
毛利	2,730	3,226	2,217	1,945	2,247	2,548
%销售收入	80.0%	79.6%	78.3%	75.3%	76.7%	77.6%
营业税金及附加	-521	-656	-509	-465	-527	-591
%销售收入	15.3%	16.2%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
销售费用	-860	-1,024	-912	-891	-996	-1,117
%销售收入	25.2%	25.3%	32.2%	34.5%	34.0%	34.0%
管理费用	-182	-175	-166	-155	-176	-191
%销售收入	5.3%	4.3%	5.9%	6.0%	6.0%	5.8%
研发费用	-10	-17	-16	-13	-15	-16
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	1,157	1,354	615	421	532	633
%销售收入	33.9%	33.4%	21.7%	16.3%	18.2%	19.3%
财务费用	33	54	102	77	77	81
%销售收入	-1.0%	-1.3%	-3.6%	-3.0%	-2.6%	-2.5%
资产减值损失	-12	-5	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	1	-1	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,194	1,421	726	501	612	716
营业利润率	35.0%	35.1%	25.7%	19.4%	20.9%	21.8%
营业外收支	-5	-22	1	0	0	0
税前利润	1,189	1,400	727	501	612	716
利润率	34.8%	34.6%	25.7%	19.4%	20.9%	21.8%
所得税	-295	-351	-180	-124	-151	-177
所得税率	24.8%	25.1%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
净利润	893	1,049	548	377	461	539
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	893	1,049	548	377	461	539
净利率	26.2%	25.9%	19.4%	14.6%	15.7%	16.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	893	1,049	548	377	461	539
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	56	51	58	53	61	69
非经营收益	7	12	3	-14	0	0
营运资金变动	608	-711	-557	-87	-46	17
经营活动现金净流	1,565	401	51	329	476	625
资本开支	-140	-243	-343	-189	-190	-190
投资	0	0	0	-3	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-140	-243	-343	-192	-190	-190
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-2	0	0
其他	-235	-423	-424	-189	-231	-270
筹资活动现金净流	-235	-423	-424	-191	-231	-270
现金净流量	1,190	-266	-716	-53	55	166

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,343	3,077	2,361	2,308	2,362	2,528
应收款项	507	235	291	298	338	379
存货	1,269	1,417	1,557	1,661	1,779	1,858
其他流动资产	21	13	51	54	55	56
流动资产	5,141	4,743	4,260	4,321	4,536	4,822
%总资产	85.5%	81.3%	75.1%	73.9%	73.2%	73.0%
长期投资	89	88	80	80	80	80
固定资产	554	763	1,100	1,223	1,338	1,446
%总资产	9.2%	13.1%	19.4%	20.9%	21.6%	21.9%
无形资产	195	211	209	223	237	251
非流动资产	870	1,091	1,410	1,530	1,659	1,780
%总资产	14.5%	18.7%	24.9%	26.1%	26.8%	27.0%
资产总计	6,011	5,834	5,670	5,851	6,195	6,601
短期借款	2	2	2	0	0	0
应付款项	667	958	816	861	898	960
其他流动负债	1,790	684	534	506	581	656
流动负债	2,459	1,644	1,352	1,368	1,480	1,616
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	38	38	16	17	18
负债	2,487	1,682	1,391	1,384	1,496	1,633
普通股股东权益	3,524	4,152	4,279	4,468	4,698	4,968
其中：股本	325	325	325	325	325	325
未分配利润	1,804	2,432	2,559	2,747	2,978	3,248
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,011	5,834	5,670	5,851	6,195	6,601

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.750	3.228	1.686	1.161	1.419	1.660
每股净资产	10.846	12.779	13.169	13.749	14.459	15.289
每股经营现金净流	4.815	1.233	0.158	1.013	1.464	1.925
每股股利	1.300	1.300	1.000	0.580	0.710	0.830
回报率						
净资产收益率	25.35%	25.26%	12.80%	8.44%	9.82%	10.86%
总资产收益率	14.86%	17.98%	9.66%	6.45%	7.45%	8.17%
投入资本收益率	24.53%	24.29%	10.74%	7.10%	8.53%	9.59%
增长率						
主营业务收入增长率	86.97%	18.63%	-30.14%	-8.71%	13.45%	12.09%
EBIT增长率	101.26%	17.03%	-54.59%	-31.53%	26.49%	18.80%
净利润增长率	81.75%	17.38%	-47.77%	-31.14%	22.27%	16.94%
总资产增长率	38.60%	-2.94%	-2.82%	3.20%	5.87%	6.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	612.7	594.4	886.0	950.0	950.0	920.0
应付账款周转天数	121.5	153.6	228.3	250.0	230.0	220.0
固定资产周转天数	50.6	46.6	68.0	82.1	78.0	73.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-94.82%	-74.07%	-55.14%	-51.65%	-50.28%	-50.88%
EBIT利息保障倍数	-35.5	-25.0	-6.0	-5.5	-6.9	-7.8
资产负债率	41.37%	28.83%	24.53%	23.65%	24.16%	24.75%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	7	9	46
增持	0	3	10	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.59	1.63	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-30	买入	149.95	N/A
2	2022-10-31	买入	103.00	N/A
3	2023-04-29	买入	111.79	N/A
4	2023-08-31	买入	92.00	N/A
5	2023-10-28	买入	75.99	N/A
6	2024-04-29	买入	50.20	N/A
7	2024-07-09	买入	38.78	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究