

2024年08月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

营收降幅收窄，持续精耕省内市场

—酒鬼酒（000799.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年8月28日，酒鬼酒发布2024年半年度报告。

投资要点

基本数据

2024-08-29

当前股价（元）	35.9
总市值（亿元）	117
总股本（百万股）	325
流通股本（百万股）	325
52周价格范围（元）	34.52-97.16
日均成交额（百万元）	339.91

市场表现



相关研究

- 《酒鬼酒（000799）：利润承压明显，动销逐步向好》2024-07-10
- 《酒鬼酒（000799）：费用改革持续推进，聚焦策略效果显现》2024-06-30
- 《酒鬼酒（000799）：坚持费用改革，期待业绩拐点》2024-04-29

■ 营收与现金流表现改善，利润仍承压

营收降幅收窄，利润不及预期。2024H1 总营收 9.94 亿元（同减 35.50%），归母净利润 1.21 亿元（同减 71.32%），扣非净利润 1.17 亿元（同减 71.98%）。2024Q2 总营收 5.00 亿元（同减 13.27%），归母净利润 0.48 亿元（同减 60.87%），扣非净利润 0.47 亿元（同减 59.86%）。毛利率下行叠加费用投放力度加大，盈利能力下滑。2024H1 毛利率/净利率分别为 73.35%/12.17%，分别同比 -6.80/-15.20pcts；2024Q2 分别为 75.59%/9.52%，分别同比 -2.23/-11.59pcts，产品结构下行叠加内参均价同比下滑较多致毛利率下降。2024H1 销售/管理费用率分别为 34.70%/7.89%，分别同比 +7.28/+3.05pcts；2024Q2 分别为 35.45%/7.80%，分别同比 +5.73/+0.96pcts，费用改革以来公司费用投放绝对值持续增加，销售费用率同比提升。Q2 经营净现金流回正，合同负债环比增长。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为 -2.09/0.56 亿元，去年同期分别为 0.83/-0.83 亿元；销售回款分别为 8.37/5.18 亿元，分别同比 -38.29%/-12.94%。截至 2024H1，合同负债 2.57 亿元（环比 +0.22 亿元）。

■ 内参聚焦甲辰版，酒鬼红坛环比表现较好

2024H1 内参/酒鬼/湘泉/其他营收为 1.73/5.91/0.49/1.77 亿元，同比 -60.85%/-30.11%/+36.33%/-17.51%，分别占酒类收入 17.46%/59.74%/4.96%/17.83%，其中内参系列/酒鬼系列/其他系列毛利率分别为 88.03%/75.78%/60.48%，分别同比 -3.08/-3.46/-8.85pcts，Q2 以来公司加快甲辰版内参出货，酒鬼系列主打红坛大单品，同时湘泉系列取得较快增长。量价拆分来看，2024H1 内参系列/酒鬼系列/湘泉系列/其他系列销量分别为 0.03/0.21/0.08/0.12 万吨，分别同比 -44.44%/-29.35%/+36.18%/-11.00%；吨价分别为 69.14/27.72/6.04/14.45 万元/吨，分别同比 -29.53%/-1.08%/+0.11%/-7.31%，内参吨价下滑主要系较大力度的销售政策及内参系列内部产品结构调整所致。

■ 省外受影响较大，省内持续优化渠道

分区域看，2024H1 省内/省外营收分别为 4.13/5.81 亿元，分别同比-33.68%/-36.74%，分别占比 41.58%/58.42%；毛利率分别为 77.18%/70.62%，分别同比-5.18/-8.66pcts，上半年公司聚焦湖南大本营市场，同时启动 11 个省内外样板市场。分渠道看，2024H1 线上渠道/线下渠道营收分别为 1.14/8.76 亿元，分别同比+1.79%/-38.53%。截至 2024H1，总经销商 1301 家，较 2024 年年初减少 473 家，其中华中地区减少 210 家，主要系省内经销商优化所致。

■ 盈利预测

我们看好公司持续推进费用改革，以短期业绩承压换取长期增长，内参批价上挺显现高端品牌力，红坛动销加速体现次高端影响力提升。短期公司仍在改革调整期，同时消费环境仍疲软，根据公司半年报，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.87/1.01/1.18 元（前值为 1.27/1.54/1.89 元），当前股价对应 PE 分别为 41/36/30 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、内参增长不及预期、省外扩张不及预期、红坛放量不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,830	2,231	2,454	2,704
增长率（%）	-30.1%	-21.2%	10.0%	10.2%
归母净利润（百万元）	548	282	328	385
增长率（%）	-47.8%	-48.5%	16.3%	17.2%
摊薄每股收益（元）	1.69	0.87	1.01	1.18
ROE（%）	12.8%	6.3%	6.9%	7.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,361	3,418	3,717	4,088
应收款	53	31	40	52
存货	1,557	801	787	755
其他流动资产	288	94	98	103
流动资产合计	4,260	4,343	4,642	4,997
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	527	836	917	911
在建工程	572	229	92	37
无形资产	209	199	188	178
长期股权投资	30	30	30	30
其他非流动资产	71	71	71	71
非流动资产合计	1,410	1,364	1,298	1,227
资产总计	5,670	5,708	5,940	6,224
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	370	267	262	252
其他流动负债	698	698	698	698
流动负债合计	1,352	1,179	1,162	1,149
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	38	38	38	38
非流动负债合计	38	38	38	38
负债合计	1,391	1,217	1,200	1,188
所有者权益				
股本	325	325	325	325
股东权益	4,279	4,491	4,740	5,036
负债和所有者权益	5,670	5,708	5,940	6,224

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	548	282	328	385
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	53	46	66	71
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-550	800	-17	3
经营活动现金净流量	51	1127	377	459
投资活动现金净流量	-343	35	56	61
筹资活动现金净流量	1349	-71	-79	-89
现金流量净额	1,057	1,092	354	431

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,830	2,231	2,454	2,704
营业成本	613	567	622	675
营业税金及附加	509	408	442	473
销售费用	912	814	891	973
管理费用	166	156	159	176
财务费用	-102	-96	-104	-114
研发费用	16	13	14	16
费用合计	991	887	960	1,050
资产减值损失	-2	-3	-2	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	726	373	434	509
加:营业外收入	5	5	4	3
减:营业外支出	4	2	1	0
利润总额	727	376	437	512
所得税费用	180	94	109	127
净利润	548	282	328	385
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	548	282	328	385

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-30.1%	-21.2%	10.0%	10.2%
归母净利润增长率	-47.8%	-48.5%	16.3%	17.2%
盈利能力				
毛利率	78.3%	74.6%	74.7%	75.0%
四项费用/营收	35.0%	39.8%	39.1%	38.8%
净利率	19.4%	12.6%	13.4%	14.2%
ROE	12.8%	6.3%	6.9%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	24.5%	21.3%	20.2%	19.1%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	52.9	73.0	60.8	52.1
存货周转率	0.4	1.2	1.4	1.5
每股数据(元/股)				
EPS	1.69	0.87	1.01	1.18
P/E	21.3	41.3	35.5	30.3
P/S	4.1	5.2	4.8	4.3
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。