

# 酒鬼酒 (000799.SZ)

## 第二季度收入降幅同环比改善，刚性费用投入压制净利率

中性

### 核心观点

**2024年第二季度收入及净利润落于此前业绩预告中值附近。**2024上半年公司实现营业总收入9.94亿元，同比-35.5%；实现归母净利润1.21亿元，同比-71.3%。其中，2024年第二季度实现营业总收入5.00亿元，同比-13.3%；实现归母净利润0.48亿元，同比-60.9%。

**次高端承压背景下产品结构继续调整。**分产品看，2024H1内参/酒鬼/湘泉系列分别实现营收1.73/5.91/0.49亿元，同比-60.85%/-30.11%/+36.33%；量价看，2024H1销量/吨价分别-18.77%/-20.75%（其中内参吨价同比-30%）；结构下移及原材成本提升影响，2024H1/2024Q2毛利率同比-6.8/-2.2pcts。上半年商务场景受经济环境影响需求仍然疲软，次高端及以上产品表现继续承压，公司主动控制内参放货量，以甲辰版为核心优化渠道价值链，批价稳定在740-780元；酒鬼红坛、湘泉等大众价位产品动销较好，宴席场次、开瓶率均有增加，省内市场基本盘逐步企稳。

**单二季度收入端降幅环比大幅收窄，公司营销转型和终端建设成果逐步在报表端体现。**截至2024Q2末经销商共计1301家/环比减少473家，公司持续优化经销商客户质量，强化终端服务效率和，渠道精细化程度及管理能力的提升。2024Q2公司销售收现5.18亿元/同比-12.9%，降幅环比Q1收窄；截至2024Q2末合同负债2.57亿元/环比Q1末增加0.23亿元，二季度宴席推广和消费者开瓶数据拉动下，客户回款意愿有所提升，形成BC联动的市场正向循环。

**费投刚性压制净利率。**2024Q2税金及附加/销售费用/管理费用率分别同比+2.69pcts/+5.73pcts/+0.96pcts，收入承压背景下费用投入刚性致2024Q2净利率率同比-15.2pct。公司坚持推进费用改革，投入向消费者及终端倾斜，加大宴席场景政策；同时也兼顾一部分经销商利润率，保证渠道积极性，促进淡季市场动销。长期维度看，次高端白酒需求恢复对宏观经济活跃度依赖性较高，公司以渠道转型、品销联动战略旨在巩固消费者基础、维护渠道良性发展，为长期抓住消费升级需求打下基础。

**盈利预测与投资建议：**下半年需求压力仍较大，公司自身边际变化在于省内大众价位出具基本盘、省外样板市场打造略微贡献增量。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%，当前股价对应2024年27.1倍。考虑到商务需求仍处于弱复苏阶段，短期改革红利释放缓慢，业绩端仍有较大压力，下调评级至“中性”。

**风险提示：**行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,050	2,830	2,405	2,646	3,043
(+/-%)	18.6%	-30.1%	-15.0%	10.0%	15.0%
净利润(百万元)	1049	548	415	482	574
(+/-%)	17.4%	-47.8%	-24.3%	16.3%	19.1%
每股收益(元)	3.23	1.69	1.28	1.48	1.77
EBIT Margin	33.4%	21.7%	20.3%	21.8%	23.0%
净资产收益率(ROE)	25.3%	12.8%	9.2%	10.0%	11.1%
市盈率(PE)	10.7	20.5	27.1	23.3	19.5
EV/EBITDA	9.2	18.9	21.9	17.5	14.7
市净率(PB)	2.70	2.62	2.48	2.33	2.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn  
S0980523090001

#### 基础数据

投资评级	中性(下调)
合理估值	
收盘价	34.52元
总市值/流通市值	11217/11217百万元
52周最高价/最低价	98.90/34.19元
近3个月日均成交额	207.82百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《酒鬼酒(000799.SZ)-二季度收入降幅环比收窄，持续推进营销改革》——2024-07-14
- 《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

**2024 年第二季度收入及净利润落于此前业绩预告中值附近。**2024 上半年公司实现营业收入 9.94 亿元，同比-35.5%；实现归母净利润 1.21 亿元，同比-71.3%。其中，2024 年第二季度实现营业收入 5.00 亿元，同比-13.3%；实现归母净利润 0.48 亿元，同比-60.9%。

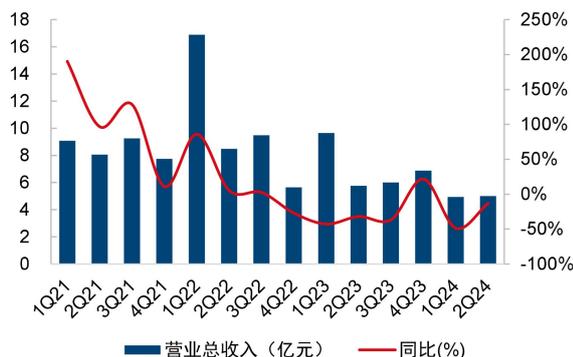
**次高端承压背景下产品结构继续调整。**分产品看，2024H1 内参/酒鬼/湘泉系列分别实现营收 1.73/5.91/0.49 亿元，同比-60.85%/-30.11%/+36.33%；量价看，2024H1 销量/吨价分别-18.77%/-20.75%（其中内参吨价同比-30%）；结构下移及原材成本提升影响，2024H1/2024Q2 毛利率同比-6.8/-2.2pcts。上半年商务场景受经济环境影响需求仍然疲软，次高端及以上产品表现继续承压，公司主动控制内参放货量，以甲辰版为核心优化渠道价值链，批价稳定在 740-780 元；酒鬼红坛、湘泉等大众价位产品动销较好，宴席场次、开瓶率均有增加，省内市场基本盘逐步企稳。

**单二季度收入端降幅环比大幅收窄，公司营销转型和终端建设成果逐步在报表端体现。**截至 2024Q2 未经销商共计 1301 家/环比减少 473 家，公司持续优化经销商客户质量，强化终端服务效率和，渠道精细化程度及管理有所提升。2024Q2 公司销售收现 5.18 亿元/同比-12.9%，降幅环比 Q1 收窄；截至 2024Q2 末合同负债 2.57 亿元/环比 Q1 末增加 0.23 亿元，二季度宴席推广和消费者开瓶数据拉动下，客户回款意愿有所提升，形成 BC 联动的市场正向循环。

**费投刚性压制净利率。**2024Q2 税金及附加/销售费用/管理费用率分别同比+2.69pcts/+5.73pcts/+0.96pcts，收入承压背景下费用投入刚性致 2024Q2 净利率率同比-15.2pct。公司坚持推进费用改革，投入向消费者及终端倾斜，加大宴席场景政策；同时也兼顾一部分经销商利润率，保证渠道积极性，促进淡季市场动销。长期维度看，次高端白酒需求恢复对宏观经济活跃度依赖性较高，公司以渠道转型、品销联动战略旨在巩固消费者基础、维护渠道良性发展，为长期抓住消费升级需求打下基础。

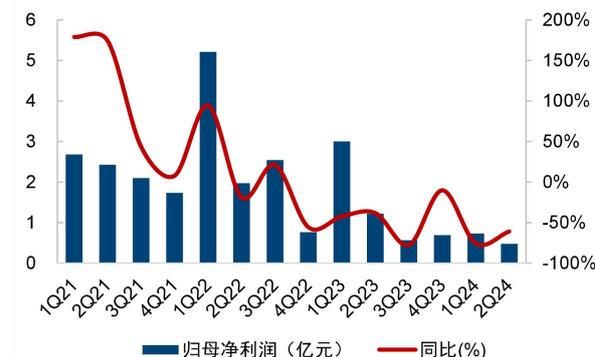
**盈利预测与投资建议：**下半年需求压力仍较大，公司自身边际变化在于省内大众价位出具基本盘、省外样板市场打造略微贡献增量。维持收入及盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入 24.1/26.5/30.4 亿元，同比-15.0%/+10.0%/+15.0%；预计公司归母净利润 4.2/4.8/5.7 亿元，同比-24.3%/+16.3%/19.1%，当前股价对应 2024 年 27.1 倍。考虑到商务需求仍处于弱复苏阶段，短期改革红利释放缓慢，业绩端仍有较大压力，下调评级至“中性”。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



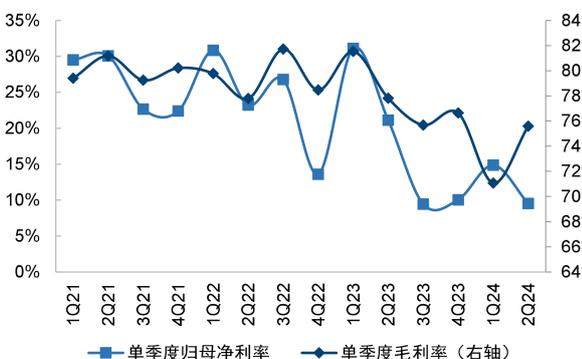
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



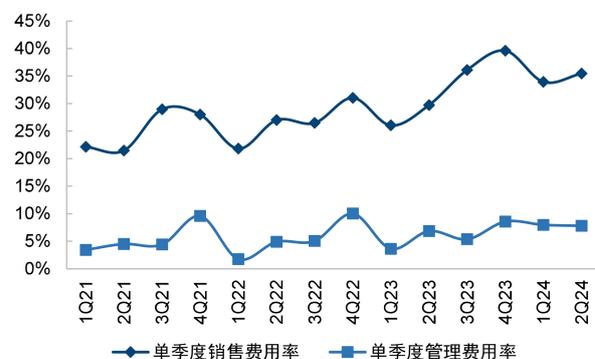
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/8/28	2024/8/28	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,389	17,449	869.9	995.5	20.1	17.5
000858.SZ	五粮液	优于大市	114	4,425	339.1	379.6	13.0	11.7
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	113	1,662	161.5	194.4	10.3	8.6
600809.SH	山西汾酒	优于大市	166	2,020	130.9	159.5	15.4	12.7
002304.SZ	洋河股份	优于大市	76	1,146	107.9	118.8	10.6	9.7
<b>000799.SZ</b>	<b>酒鬼酒</b>	<b>中性</b>	<b>35</b>	<b>112</b>	<b>4.1</b>	<b>4.8</b>	<b>27.1</b>	<b>23.3</b>
600702.SH	舍得酒业	中性	43	142	15.0	16.7	9.4	8.5
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	160	845	59.1	73.8	14.3	11.4
603589.SH	口子窖	优于大市	34	205	19.8	22.5	10.3	9.1
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	48	381	29.0	35.7	13.1	10.7
603369.SH	今世缘	优于大市	37	469	38.0	46.0	12.4	10.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 除酒鬼酒外公司采用 Wind 一致预期

### 风险提示

行业竞争加剧, 行业需求恢复不及预期, 增投费用下利润率承压, 食品安全问题等。

## 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	营业收入	4050	2830	2405	2646	3043
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>负债合计</b>	<b>1682</b>	<b>1391</b>	<b>1175</b>	<b>596</b>	<b>663</b>	净利润	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)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(54)	(102)	(64)	(64)	(63)
每股收益	3.23	1.69	1.28	1.48	1.77	营运资本变动	(676)	(511)	70	(663)	(149)
每股红利	1.29	1.30	0.51	0.59	0.71	其它	7	2	(2)	(0)	0
每股净资产	12.78	13.17	13.93	14.82	15.88	<b>经营活动现金流</b>	<b>412</b>	<b>89</b>	<b>562</b>	<b>(84)</b>	<b>528</b>
ROIC	27.85%	13.10%	10%	12%	12%	资本开支	0	(378)	(27)	(50)	(51)
ROE	25.26%	12.80%	9%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	80%	78%	75%	76%	77%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>(378)</b>	<b>(27)</b>	<b>(50)</b>	<b>(51)</b>
EBIT Margin	33%	22%	20%	22%	23%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	24%	24%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	19%	-30%	-15%	10%	15%	支付股利、利息	(421)	(421)	(166)	(193)	(230)
净利润增长率	17%	-48%	-24%	16%	19%	其它融资现金流	164	416	(2)	0	0
资产负债率	29%	25%	21%	11%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(678)</b>	<b>(426)</b>	<b>(168)</b>	<b>(193)</b>	<b>(230)</b>
股息率	3.8%	3.8%	1.5%	1.7%	2.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(266)</b>	<b>(716)</b>	<b>366</b>	<b>(327)</b>	<b>248</b>
P/E	10.7	20.5	27.1	23.3	19.5	货币资金的期初余额	3343	3077	2361	2728	2401
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2	货币资金的期末余额	3077	2361	2728	2401	2649
EV/EBITDA	9.2	18.9	21.9	17.5	14.7	企业自由现金流	0	(373)	487	(181)	431
						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 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±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 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±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