



渠道深度变革，静待改革成效

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年三季报, 前三季度实现营收11.9亿元, 同比-44.4%; 归母净利润0.6亿元, 同比-88.2%。单季度来看, 24Q3实现营收2.0亿元, 同比-67.2%; 归母净利润-0.6亿元, 录得亏损。公司业绩低于市场预期。
- **产品动销承压, 渠道回款谨慎。** 公司24Q3收入同比下滑幅度进一步扩大, 一方面双节市场动销表现平淡, 经销商回款意愿走弱; 另一方面商务消费场景复苏较弱, 次高端及以上产品消费需求仍待恢复, 渠道现金周转变慢, 渠道主动去库情绪渐强。2024年上半年公司白酒销量4418吨, 同比-18.8%, 其中内参系列250吨(同比-44.4%), 酒鬼系列2133吨(同比-29.4%), 湘泉系列813吨(同比+36.2%)。2024年上半年公司白酒吨价22.4万元/吨(同比-20.8%), 其中内参系列69.1万元/吨(同比-29.5%), 酒鬼系列27.7万元/吨(同比-1.1%), 湘泉系列6.0万元/吨(同比+0.1%), 其他系列14.5万元/吨(同比-7.3%)。分产品看: 1、内参预计Q3收入降幅波动不大, 年内内参老版库存逐步消化, 甲辰版则控货稳价、按需发货; Q3高端酒需求普降背景下, 动销难度较大, 公司未强求回款。2、酒鬼预计Q3收入降幅较上半年明显扩大。2024年公司明确加强样板市场及核心终端建设, 省内红坛宴席场景开瓶改善, 但省外市场仍待调整净化, Q3回款随行业放缓。3、湘泉及其他系列增速波动主因内品经过前期快速放量, 阶段性推进库存消化。
- **费用投放刚性, 盈利能力承压。** 1、2024年前三季度公司毛利率为71.8%, 同比-7.1pp, 主要系产品结构下行所致。2、销售/管理费用率分别+10.1pp/4.7pp至39.9%/9.7%, 销售费用率、管理费用率同比增加较多, 主要由于营收规模下降较多, 而部分销售费用、管理费用具有支出刚性, 且为促进动销投入较多费用, 费效比降低导致规模效应大幅走弱。3、净利率为4.7%, 同比-17.6pp。4、24Q3经营活动现金净额为-2.0亿元, 同比-1.8亿元(-687.3%), 环比-2.59亿元(-461.4%); 销售收现2.4亿元, 同比-3.4亿元(-57.9%), 环比-2.7亿元(-52.9%); 合同负债2.1亿元, 同比-0.4亿元(-17.5%), 环比-0.5亿元(-19.5%)。Q3双节市场动销表现平淡, 经销商回款意愿下降。
- **积极调整节奏, 蓄力布局长远。** 1、产品方面, 公司进一步聚焦酒鬼、内参两大产品系列, 酒鬼系列聚焦红坛大单品, 梳理产品体系, 收缩非核心产品。内参系列以甲辰版为核心抓手, 优化内参价值链, 改善控盘分利运营模式, 提振渠道活力。2、市场方面, 省内聚焦湖南大本营市场, 提升大本营市场基础质量, 以扫码活动、宴席活动为抓手, 促进C端动销; 省外强化样板市场建设, 上半年已启动11个省内外样板市场。3、渠道方面, 公司当前买赠、扫码红包的力度较大, 强化互联网、特渠团购渠道建设, 推进BC联动, 拓展消费群体。
- **盈利预测:** 预计2024-2026年EPS分别为0.29元、0.38元、0.47元, 对应PE分别为176倍、134倍、108倍。目前终端需求较弱, 公司仍处于营销模式转型阶段, 需要时间消化库存, 期待后续兑现业绩弹性。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险, 消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	28.30	14.78	16.54	18.15
增长率	-30.14%	-47.78%	11.93%	9.75%
归属母公司净利润(亿元)	5.48	0.94	1.24	1.53
增长率	-47.77%	-82.79%	31.36%	23.52%
每股收益EPS(元)	1.69	0.29	0.38	0.47
净资产收益率ROE	12.80%	2.22%	2.84%	3.41%
PE	30	176	134	108
PB	3.87	3.90	3.81	3.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪

执业证号: S1250524070007

电话: 023-63786049

邮箱: dyuc@swsc.com.cn

分析师: 王书龙

执业证号: S1250523070003

电话: 023-63786049

邮箱: wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.25
流通A股(亿股)	3.25
52周内股价区间(元)	34.33-77.24
总市值(亿元)	165.75
总资产(亿元)	50.46
每股净资产(元)	12.34

相关研究

1. 酒鬼酒(000799): 积极调整降幅收窄, 持续推进营销转型 (2024-09-01)
2. 酒鬼酒(000799): 经营业绩短期承压, 积极调整蓄力长远 (2024-05-13)

盈利预测

关键假设：

假设 1：受制于商务消费复苏疲弱，内参系列销量大幅下滑，公司积极开拓京、沪、粤、苏等高地市场应对市场冲击，伴随着品牌氛围渐起，低基数下内参系列将重拾增长，预计内参系列 2024-2026 年销量同比-50%、+6%、+5%，吨价同比+0%、+4%、+5%，毛利率为 88.2%、87.3%、86.6%。

假设 2：受制于商务消费复苏疲弱，酒鬼系列销量下滑，公司在省内持续推进渠道下沉，积极拓展宴席等消费场景；省外冀、鲁、豫等重点区域样板市场打造成效渐显，预计酒鬼系列 2024-2026 年销量同比-50%、+8%、+5%，吨价同比-5%、+4%、+5%，毛利率为 71.6%、69.4%、67.9%。

假设 3：在消费有所承压背景下，公司充分发挥湘泉系列的品牌优势，积极拓展营收来源，预计 2024-2026 年湘泉及其他系列销量同比-30%、+10%、+5%，吨价同比+3%、+3%、+3%，毛利率分别为 57.6%、53.9%、50.8%。

表 1：分业务收入及毛利率情况

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	28.3	14.8	16.5	18.2
yoy	-30.1%	-47.8%	11.9%	9.8%
营业成本	6.1	4.1	5.0	5.7
毛利率	78.3%	72.3%	70.0%	68.5%
内参系列				
收入	7.2	3.6	3.9	4.3
yoy	-38.2%	-50.0%	10.2%	10.3%
销量（吨）	772	386	409	430
yoy	-32.7%	-50.0%	6.0%	5.0%
吨价（万元/吨）	92.6	92.6	96.3	101.1
yoy	-8.2%	0.0%	4.0%	5.0%
成本	0.7	0.4	0.5	0.6
吨成本（万元/吨）	9.1	11.0	12.3	13.5
yoy	8.2%	20.0%	12.0%	10.0%
毛利率	90.1%	88.2%	87.3%	86.6%
酒鬼系列				
收入	16.5	7.8	8.8	9.7
yoy	-27.4%	-52.5%	12.3%	10.3%
销量（吨）	5431	2716	2933	3079
yoy	-17.6%	-50.0%	8.0%	5.0%
吨价（万元/吨）	30.3	28.8	30.0	31.5
yoy	-11.9%	-5.0%	4.0%	5.0%
成本	3.7	2.2	2.7	3.1

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
吨成本（万元/吨）	6.8	8.2	9.2	10.1
yoy	-1.1%	20.0%	12.0%	10.0%
毛利率	77.5%	71.6%	69.4%	67.9%
湘泉及其他系列				
收入	4.6	3.3	3.7	4.1
yoy	-24.7%	-27.9%	13.3%	8.2%
销量（吨）	3679	2575	2833	2974
yoy	-48.7%	-30.0%	10.0%	5.0%
吨价（万元/吨）	12.5	12.8	13.2	13.6
yoy	46.7%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	1.7	1.4	1.7	2.0
吨成本（万元/吨）	4.5	5.4	6.1	6.7
yoy	22.2%	20.0%	12.0%	10.0%
毛利率	63.6%	57.6%	53.9%	50.8%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	28.30	14.78	16.54	18.15	净利润	5.48	0.94	1.24	1.53
营业成本	6.13	4.09	4.96	5.72	折旧与摊销	0.53	0.89	1.04	1.15
营业税金及附加	5.09	2.50	2.84	3.13	财务费用	-1.02	-0.91	-1.01	-1.08
销售费用	9.12	6.21	6.62	6.90	资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.66	1.63	1.49	1.45	经营营运资本变动	-5.37	5.03	-0.29	0.39
财务费用	-1.02	-0.91	-1.01	-1.08	其他	0.01	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	0.51	5.90	0.98	1.99
投资收益	-0.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3.61	-1.00	-0.30	-0.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3.43	-1.00	-0.30	-0.10
营业利润	7.26	1.26	1.65	2.04	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.27	1.26	1.65	2.04	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1.80	0.31	0.41	0.51	支付股利	-4.21	-1.21	-0.21	-0.27
净利润	5.48	0.94	1.24	1.53	其他	0.00	0.01	0.01	0.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-4.24	-0.32	0.80	0.81
归属母公司股东净利润	5.48	0.94	1.24	1.53	现金流量净额	-7.16	4.58	1.49	2.70
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23.61	28.19	29.68	32.38	成长能力				
应收和预付款项	0.67	1.69	1.81	1.57	销售收入增长率	-30.14%	-47.78%	11.93%	9.75%
存货	15.57	5.55	6.74	7.80	营业利润增长率	-48.90%	-82.69%	31.36%	23.52%
其他流动资产	2.75	0.20	0.23	0.25	净利润增长率	-47.77%	-82.79%	31.36%	23.52%
长期股权投资	0.30	0.30	0.30	0.30	EBITDA 增长率	-51.98%	-81.65%	34.88%	25.55%
投资性房地产	0.49	0.49	0.49	0.49	获利能力				
固定资产和在建工程	11.00	11.43	11.06	10.39	毛利率	78.35%	72.31%	70.03%	68.48%
无形资产和开发支出	2.09	1.76	1.41	1.02	三费率	34.45%	46.87%	42.88%	40.02%
其他非流动资产	0.21	0.21	0.21	0.21	净利率	19.36%	6.38%	7.49%	8.43%
资产总计	56.70	49.84	51.93	54.42	ROE	12.80%	2.22%	2.84%	3.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.66%	1.89%	2.39%	2.81%
应付和预收款项	5.79	3.68	4.05	4.68	ROIC	27.11%	1.47%	3.27%	5.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.94%	8.41%	10.13%	11.59%
其他负债	8.11	3.63	4.32	4.93	营运能力				
负债合计	13.91	7.31	8.37	9.61	总资产周转率	0.49	0.28	0.33	0.34
股本	3.25	3.25	3.25	3.25	固定资产周转率	5.42	2.21	1.91	1.85
资本公积	11.61	11.61	11.61	11.61	应收账款周转率	7149.92	6257.00	9632.80	9543.61
留存收益	27.93	27.67	28.70	29.95	存货周转率	0.41	0.38	0.79	0.78
归属母公司股东权益	42.79	42.53	43.56	44.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.81%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	42.79	42.53	43.56	44.82	资产负债率	24.53%	14.67%	16.12%	17.65%
负债和股东权益合计	56.70	49.84	51.93	54.42	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.15	5.14	4.82	4.55
					速动比率	2.00	4.34	3.97	3.71
					股利支付率	76.88%	127.82%	16.75%	17.81%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	6.77	1.24	1.68	2.10	每股收益	1.69	0.29	0.38	0.47
PE	30.26	175.78	133.82	108.34	每股净资产	13.17	13.09	13.41	13.79
PB	3.87	3.90	3.81	3.70	每股经营现金	0.16	1.82	0.30	0.61
PS	5.86	11.22	10.02	9.13	每股股利	1.30	0.37	0.06	0.08
EV/EBITDA	20.74	109.34	80.18	62.58					
股息率	2.54%	0.73%	0.13%	0.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
