



## 增持（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：111.79

### 证券分析师

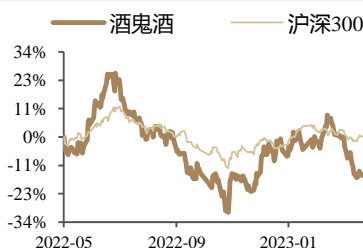
熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.74	-25.47	-22.76
相对涨幅(%)	-11.24	-23.01	-20.04

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《酒鬼酒(000799.SZ)：业绩超预期，动销稳步恢复》，2022.11.1
- 《酒鬼酒(000799.SZ)：业绩符合预期，营销渠道稳步扩张》，2022.8.31
- 《酒鬼酒(000799.SZ)：酒鬼升级继续，内参品牌深化，省内外以及专卖店并拓》，2022.6.28

# 酒鬼酒（000799.SZ）：主动调整蓄力，费用转型持续推进

### 投资要点

- **事件：**公司发布2022年年报，2022年实现营业收入40.50亿元，同比增长18.63%；实现归母净利润10.49亿元，同比增长17.38%；实现扣非归母净利润10.52亿元，同比增长18.78%。公司发布2023年一季报，2023Q1实现营业收入9.65亿元，同比下降42.87%；实现归母净利润3.00亿元，同比下降42.38%；实现扣非归母净利润2.99亿元，同比下降42.53%。
- **22年成长降速，盈利能力小幅下降。**22Q4营收同比下降27.1%，合同负债同比减少9.5亿元至4.3亿元。22全年内参/酒鬼/湘泉/其他营收分别同比增长11.9%/18.6%/25.7%/39.5%，内参、酒鬼销量分别同比增长15.2%/18.1%，营收增长主要由销量增长贡献，内参、酒鬼仍处开拓期，受疫情影响较其他大单品影响更大。22年内参价格有所下滑，但依然处于千元价格带，预计未来公司将继续保持内参高端酒定位，引领品牌高度，通过三大品牌协同来实现销量的稳定增长。由于高价位的内参收入稍慢，公司整体毛利率下降0.3pct至79.6%。费用率方面，22年销售费用率/管理费用率分别同比变动+0.1/-1.0pct，销售费用中职工薪酬同比减少18.5%（销售人员数量同比减少13.5%），广宣费同比增长24.1%，管理费用稳中略降，由于收入规模提升，管理费用率有所降低。综合影响下，22年归母净利率同比下降0.3pct至25.9%。
- **渠道扩张放缓，做优做强现有客户提升经销商满意度。**22年公司渠道扩张有所降速，与次高端行业趋势一致，22年客户数量1586家，同比增长26%（20/21年增速分别为45%/65%），核心终端22348家，同比增长13%。分区域看，华北/华东/华南/华中经销商数量分别同比增长9%/65%/22%/1%，华东经销商数量增长较多预计与渠道细化以及专卖店拓展有关。22年公司前五大客户营收占比37.3%，剔除内参公司后前四大客户营收3.6亿元，同比增长36%，大客户营收增长更快，预计主要原因是与大客户合作增加，大商开始逐步发力。
- **23Q1主动调整，主动降速放眼长期。**22年下半年开始，公司进行费用投放转型，在消费者端加大费用投入，23Q1仍坚定推进费用转型，不追求加投渠道费用以实现压货式增长，叠加疫情影响，公司23Q1营收同比下降42.9%，合同负债同比减少3.1亿元至3.7亿元。费用率方面，23Q1销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+4.2/+1.9/-4.6pct，销售费用率提升预计与消费者端加强投入有关，利息收入大幅增加导致财务费用率降低。综合影响下，归母净利率提升0.27pct至31.1%。
- **投资建议：**公司战略清晰，目标坚定，库存继续消化，看好价盘提升后实现良性循环，预计23-25年公司实现营收45.9/56.5/71.7亿元，同比增长13.2%/23.2%/26.9%，归母净利润分别为12.2/15.2/20.0亿元，同比增长15.9%/25.3%/31.3%，维持“增持”评级。
- **风险提示：**省内外竞争加剧，消费恢复不及预期，渠道扩张不及预期



**股票数据**

总股本(百万股):	324.93
流通 A 股(百万股):	324.93
52 周内股价区间(元):	104.95-189.50
总市值(百万元):	36,323.81
总资产(百万元):	6,084.88
每股净资产(元):	13.70

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,414	4,050	4,586	5,652	7,172
(+/-)YOY(%)	87.0%	18.6%	13.2%	23.2%	26.9%
净利润(百万元)	893	1,049	1,215	1,522	1,999
(+/-)YOY(%)	81.7%	17.4%	15.9%	25.3%	31.3%
全面摊薄 EPS(元)	2.75	3.23	3.74	4.69	6.15
毛利率(%)	80.0%	79.6%	79.4%	79.7%	80.1%
净资产收益率(%)	25.4%	25.3%	25.0%	26.8%	30.3%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	3.23	3.74	4.69	6.15
每股净资产	12.78	14.98	17.51	20.28
每股经营现金流	1.23	3.10	4.76	7.25
每股股利	1.30	1.54	2.15	3.39
价值评估(倍)				
P/E	42.73	29.90	23.86	18.17
P/B	10.79	7.46	6.38	5.51
P/S	8.97	7.92	6.43	5.06
EV/EBITDA	29.56	22.35	17.43	12.49
股息率%	0.9%	1.4%	1.9%	3.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	79.6%	79.4%	79.7%	80.1%
净利润率	25.9%	26.5%	26.9%	27.9%
净资产收益率	25.3%	25.0%	26.8%	30.3%
资产回报率	18.0%	17.4%	18.6%	21.0%
投资回报率	24.6%	22.6%	24.8%	29.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.6%	13.2%	23.2%	26.9%
EBIT 增长率	18.5%	7.1%	28.2%	35.8%
净利润增长率	17.4%	15.9%	25.3%	31.3%
偿债能力指标				
资产负债率	28.8%	26.1%	26.8%	28.6%
流动比率	2.9	2.8	2.5	2.5
速动比率	2.0	2.0	1.7	1.7
现金比率	1.9	1.7	1.4	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	627.1	600.0	600.0	500.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
固定资产周转率	7.8	4.4	3.1	3.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,049	1,215	1,522	1,999
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	51	26	31	37
非经营收益	12	-9	-4	6
营运资金变动	-711	-224	-3	313
经营活动现金流	401	1,007	1,547	2,355
资产	-243	-548	-807	-307
投资	0	0	0	0
其他	0	5	5	5
投资活动现金流	-243	-543	-802	-302
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-423	-499	-705	-1,100
融资活动现金流	-423	-499	-705	-1,100
现金净流量	-266	-34	40	953

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,050	4,586	5,652	7,172
营业成本	825	946	1,146	1,426
毛利率%	79.6%	79.4%	79.7%	80.1%
营业税金及附加	656	720	904	1,148
营业税金率%	16.2%	15.7%	16.0%	16.0%
营业费用	1,024	1,257	1,498	1,786
营业费用率%	25.3%	27.4%	26.5%	24.9%
管理费用	175	211	243	273
管理费用率%	4.3%	4.6%	4.3%	3.8%
研发费用	17	18	22	28
研发费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	1,366	1,464	1,876	2,548
财务费用	-54	-150	-150	-120
财务费用率%	-1.3%	-3.3%	-2.7%	-1.7%
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	1	5	5	5
营业利润	1,421	1,619	2,031	2,683
营业外收支	-22	-5	-5	-15
利润总额	1,400	1,614	2,026	2,668
EBITDA	1,412	1,490	1,907	2,585
所得税	351	399	504	669
有效所得税率%	25.1%	24.7%	24.9%	25.1%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,049	1,215	1,522	1,999

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,077	3,043	3,083	4,036
应收账款及应收票据	45	315	388	492
存货	1,417	1,555	1,884	1,953
其它流动资产	204	157	137	173
流动资产合计	4,743	5,069	5,491	6,655
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	517	1,040	1,818	2,080
在建工程	246	546	546	446
无形资产	211	207	203	199
非流动资产合计	1,091	1,920	2,695	2,854
资产总计	5,834	6,990	8,186	9,509
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	442	441	534	664
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,201	1,340	1,626	2,019
流动负债合计	1,644	1,780	2,160	2,683
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	38	42	37	37
非流动负债合计	38	42	37	37
负债总计	1,682	1,822	2,197	2,720
实收资本	325	325	325	325
普通股股东权益	4,152	4,867	5,690	6,589
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	5,834	6,690	7,886	9,309

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。