

## 静待改革效果显现

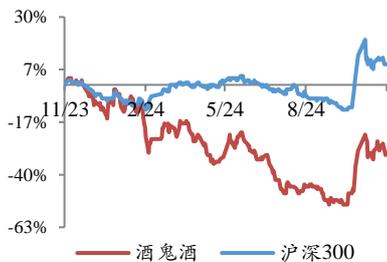
——酒鬼酒 2024Q3 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-02

收盘价（元）	51.01
近 12 个月最高/最低（元）	73.13/33.50
总股本（百万股）	325
流通股本（百万股）	325
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	166
流通市值（亿元）	166

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

### 相关报告

1. 酒鬼酒 24Q2：静待改革效果深化  
2024-09-01
2. 【华安食品&家电】酒鬼酒：费改引领成长方向，静待成果落地  
2024-01-09

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2024Q3 业绩：

- 24Q3：营业总收入 1.97 亿元（-67.24%），归母净利润-0.65 亿元（-213.67%），扣非归母净利润-0.66 亿元（-219.48%）。
- 24Q1-3：营业总收入 11.91 亿元（-44.41%），归母净利润 0.56 亿元（-88.20%），扣非归母净利润 0.51 亿元（-89.27%）。

#### ● 收入：静待转机

- 公司 24Q3 收入同比下滑幅度进一步扩大，主因：（1）行业需求走弱，公司动销承压，导致经销商回款意愿走弱；（2）存量竞争格局下，公司由于体量较小，受竞品冲击影响较大。对此，公司积极应对，措施包括：（1）优化产品价值链，稳定产品价格，提振经销商信心；（2）持续推进 BC 联动销售模式，加大核心终端开发力度，促进终端动销；（3）持续加强湖南大本营建设和省外样板市场建设；（4）强化互联网、特渠及团购渠道建设，拓展消费群体，创造销售增量。

#### ● 盈利：产品结构及费用投入拖累

- 24Q3 公司毛利率同比下降 11.65pct 至 64.04%，主因内参下滑导致产品结构下移。同期，公司销售/管理费率同比分别大幅上升 30.21/13.62pct，主因费效比降低导致规模效应大幅走弱。综上，24Q3 公司净利率同比下降 42.22pct 至 -32.77%。

#### ● 投资建议：维持“买入”

#### ➢ 我们的观点：

公司改革持续深化，但由于行业景气度恢复较慢，叠加公司基地市场建设、营销模式改革属于慢变量，预计基本面改善尚需时间。

#### 盈利预测：

由于行业景气度恢复较慢，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年实现营收 14.66/15.25/16.48 亿元（前值 22.40/23.88/26.63 亿元），同比-48.2%/+4.1%/+8.0%，实现归母净利润 0.54/1.21/1.82 亿元（前值 3.22/3.49/4.05 亿元），同比-90.2%/+124.9%/50.8%，对应 PE 为 308/137/91X，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示：

行业景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，公司营销模式改革进度不及预期，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2830	1466	1525	1648
收入同比 (%)	-30.1%	-48.2%	4.1%	8.0%
归属母公司净利润	548	54	121	182
净利润同比 (%)	-47.8%	-90.2%	124.9%	50.8%
毛利率 (%)	78.3%	71.3%	69.0%	68.7%
ROE (%)	12.8%	1.2%	2.8%	4.1%
每股收益 (元)	1.69	0.17	0.37	0.56
P/E	43.39	308.34	137.07	90.90
P/B	5.55	3.84	3.77	3.68
EV/EBITDA	31.79	170.54	84.64	54.95

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4260	3820	3963	4266	<b>营业收入</b>	2830	1466	1525	1648
现金	2361	2763	2767	2899	营业成本	613	421	472	516
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	509	293	275	280
其他应收款	17	9	9	10	销售费用	912	630	580	577
预付账款	13	10	10	11	管理费用	166	117	114	115
存货	1557	859	992	1149	财务费用	-102	-71	-83	-83
其他流动资产	311	179	185	197	资产减值损失	-2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1410	1451	1383	1308	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	30	30	30	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	527	572	589	584	<b>营业利润</b>	726	73	169	246
无形资产	209	214	220	223	营业外收入	5	2	4	4
其他非流动资产	643	635	543	470	营业外支出	4	3	11	6
<b>资产总计</b>	5670	5270	5346	5574	<b>利润总额</b>	727	72	161	243
<b>流动负债</b>	1352	920	917	1035	所得税	180	18	40	61
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	548	54	121	182
应付账款	370	213	251	282	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	982	707	666	753	<b>归属母公司净利润</b>	548	54	121	182
<b>非流动负债</b>	38	37	37	37	EBITDA	673	81	163	249
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.69	0.17	0.37	0.56
其他非流动负债	38	37	37	37					
<b>负债合计</b>	1391	957	953	1072					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	325	325	325	325					
资本公积	1161	1161	1161	1161					
留存收益	2793	2828	2906	3016					
归属母公司股东权益	4279	4314	4392	4502					
<b>负债和股东权益</b>	5670	5270	5346	5574					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	51	486	66	216	<b>成长能力</b>				
净利润	548	54	121	182	营业收入	-30.1%	-48.2%	4.1%	8.0%
折旧摊销	55	80	85	89	营业利润	-48.9%	-90.0%	131.1%	45.7%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利润	-47.8%	-90.2%	124.9%	50.8%
投资损失	1	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-557	411	-142	-53	毛利率 (%)	78.3%	71.3%	69.0%	68.7%
其他经营现金流	1109	-417	266	233	净利率 (%)	19.4%	3.7%	7.9%	11.1%
<b>投资活动现金流</b>	-343	-63	-20	-12	ROE (%)	12.8%	1.2%	2.8%	4.1%
资本支出	-343	-13	-19	-12	ROIC (%)	10.9%	0.0%	1.3%	2.7%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	0	-51	0	0	资产负债率 (%)	24.5%	18.1%	17.8%	19.2%
<b>筹资活动现金流</b>	-424	-21	-42	-73	净负债比率 (%)	32.5%	22.2%	21.7%	23.8%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.15	4.15	4.32	4.12
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.96	3.17	3.19	2.96
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.27	0.29	0.30
其他筹资现金流	-424	-21	-42	-73	应收账款周转率	16943.1	24432.7	36515.3	37182.6
<b>现金净增加额</b>	-716	402	4	131	应付账款周转率	1.60	1.44	2.04	1.94
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.69	0.17	0.37	0.56
					每股经营现金流 (摊薄)	0.16	1.50	0.20	0.67
					每股净资产	13.17	13.28	13.52	13.85
					<b>估值比率</b>				
					P/E	43.39	308.34	137.07	90.90
					P/B	5.55	3.84	3.77	3.68
					EV/EBITDA	31.79	170.54	84.64	54.95

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。