

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山西汾酒(600809)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

山西汾酒(600809.SH): 如期兑现, 发展稳健 2022.10.31

山西汾酒(600809.SH): 发力青花, 盈利强劲 2022.10.13

山西汾酒(600809.SH): 掌控市场节奏, 保持发展定力 2022.8.26

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

凝聚力量, 提振信心

2022年12月26日

事件: 2022年12月26日, 公司召开以“踔厉奋发 勇毅前行”为主题的2022年全球经销商大会, 向经销商传递发展信心, 并对优秀经销商予以表彰。

点评:

- **坚定 123 复兴纲领, 实现高质量发展。**今年以来, 公司克服经济下行压力、疫情反复影响、消费疲软等问题, 在前三季度实现了业绩持续稳定向好发展, 不论是营收还是利润都已超过 2021 年全年, 可控终端网点数量突破 112 万家, 长江以南市场同比增速超 50%, 青花汾酒持续保持高质量增长态势。这些突出的成绩都归功于公司坚定践行汾酒复兴“123”总纲领, 坚定推行营销体系现代化、数字化建设。
- **抓青花、强腰部、稳玻汾, 进一步优化产品结构。**明年, 公司将围绕“一体两翼”的品牌发展总思路, 以青花 20 为基, 向上提升青花 30/40 的档次和规模, 持续提高青花占比; 以玻汾为基, 不断扩大清香消费群体, 向上带动老白汾, 整体实现产品结构的进一步升级。我们认为, 丰富的产品线能够帮助公司实现对行业周期波动的熨滑, 并在各个价位充分发挥香型优势, 持续引领清香型复兴。
- **坚持“文化+品质”的内容营销, 营销改革持续加码。**过去一年, 公司以内容营销为抓手, 坚持“文化+品质”的品牌传播理念, 打造了汾酒 IP, 不断提升了青花品牌价值。同时, 公司持续推进人才培育、组织变革, 年内两度举行闭门培训, 加快提升营销人员的整体素质, 强化营销团队的战斗力, 形成了“能者上、庸者下”的长效管理常态。明年, 公司将继续推进营销组织扁平化、直属区建设, 充分发挥总部监督、区域自治的营销理念, 稳中求进、进中求变、变中求优, 在改革力度和深度上持续发力。
- **发布“13348”战略, 打造良好生态体系。**2023 年, 公司将围绕汾酒营销高质量发展 1 个中心, 紧扣深化品牌价值快速提升、国际化战略调整转型、产品结构优化完善 3 个任务, 推进全国市场秩序维护、国际化营销组织建设、全方位产品矩阵打造 3 个行动, 完善品牌发展、现代化营销、基础组织、市场秩序 4 个管理体系, 坚持“一体两翼”的品牌发展思路、坚持青花汾酒战略、坚持三大市场原则、坚持“保存量 拓增量 抓质量”的市场运营原则、坚持数字化营销赋能、坚持围绕“价 费 利”三分离原则维持良好市场生态、坚持全面提高营销人员的综合能力、坚持构建以提高经销商盈利水平的利润分配机制。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年摊薄每股收益分别为 6.18 元、8.22 元、10.52 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 疫情反复风险



重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	13,990	19,971	26,022	32,925	40,588
增长率 YoY %	17.6%	42.8%	30.3%	26.5%	23.3%
归属母公司净利润 (百万元)	3,079	5,314	7,541	10,027	12,836
增长率 YoY%	56.4%	72.6%	41.9%	33.0%	28.0%
毛利率%	72.2%	74.9%	77.6%	79.1%	80.2%
净资产收益率ROE%	31.5%	34.9%	38.6%	40.0%	39.7%
EPS(摊薄)(元)	2.54	4.37	6.18	8.22	10.52
市盈率 P/E(倍)	147.99	72.18	45.58	34.28	26.78
市净率 P/B(倍)	33.45	25.31	17.61	13.70	10.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 12 月 26 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,808	25,286	30,713	37,720	46,293
货币资金	4,607	6,146	2,956	8,531	15,564
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	2	1	4	5	6
预付账款	117	163	175	206	242
存货	6,354	8,189	9,243	10,350	11,473
其他	4,729	10,787	18,336	18,629	19,008
非流动资产	3,971	4,669	4,882	5,083	5,269
长期股权投资	39	76	76	76	76
固定资产	1,762	2,247	2,401	2,547	2,684
无形资产	339	363	393	423	453
其他	1,830	1,983	2,012	2,036	2,056
资产总计	19,779	29,955	35,596	42,804	51,562
流动负债	9,629	14,265	15,525	17,034	18,401
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	857	1,032	1,195	1,355	1,544
应付账款	1,455	1,780	1,912	2,070	2,206
其他	7,318	11,453	12,417	13,609	14,650
非流动负债	84	103	103	103	103
长期借款	0	0	0	0	0
其他	84	103	103	103	103
负债合计	9,714	14,368	15,627	17,137	18,504
少数股东权益	288	364	456	577	733
归属母公司股东权益	9,777	15,223	19,513	25,089	32,325
负债和股东权益	19,779	29,955	35,596	42,804	51,562
重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,990	19,971	26,022	32,925	40,588
同比(%)	17.6%	42.8%	30.3%	26.5%	23.3%
归属母公司净利润	3,079	5,314	7,541	10,027	12,836
同比(%)	56.4%	72.6%	41.9%	33.0%	28.0%
毛利率(%)	72.2%	74.9%	77.6%	79.1%	80.2%
ROE%	31.5%	34.9%	38.6%	40.0%	39.7%
EPS (摊薄)(元)	2.54	4.37	6.18	8.22	10.52
P/E	147.99	72.18	45.58	34.28	26.78
P/B	33.45	25.31	17.61	13.70	10.63
EV/EBITDA	73.84	53.57	32.87	24.41	18.74

利润表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,990	19,971	26,022	32,925	40,588
营业成本	3,896	5,011	5,817	6,869	8,053
营业税金及附加	2,503	3,730	4,684	5,926	7,306
销售费用	2,276	3,160	3,903	4,939	6,088
管理费用	1,089	1,167	1,431	1,646	1,826
研发费用	17	23	26	33	41
财务费用	-68	-33	-23	-29	-60
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	-49	72	-13	-16	-20
其他	7	44	3	3	4
营业利润	4,235	7,029	10,173	13,527	17,318
营业外收支	2	61	4	4	4
利润总额	4,237	7,091	10,177	13,531	17,322
所得税	1,121	1,701	2,544	3,383	4,331
净利润	3,116	5,390	7,633	10,148	12,992
少数股东损益	37	76	92	122	156
归属母公司净利润	3,079	5,314	7,541	10,027	12,836
EBITDA	4,367	7,078	10,366	13,731	17,508
EPS (当年)(元)	2.54	4.37	6.18	8.22	10.52

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,010	7,645	7,910	10,457	13,070
净利润	3,116	5,390	7,633	10,148	12,992
折旧摊销	152	181	205	219	234
财务费用	-47	-1	0	0	0
投资损失	0	-83	13	16	20
营运资金变动	-931	2,607	63	77	-172
其它	-280	-449	-4	-4	-4
投资活动现金流	-740	-4,837	-7,848	-432	-436
资本支出	-195	-156	-416	-416	-416
长期投资	-595	-4,788	-7,419	0	0
其他	50	107	-13	-16	-20
筹资活动现金流	-1,369	-183	-3,251	-4,450	-5,600
吸收投资	0	0	15	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-790	-174	-3,300	-4,450	-5,600
现金流净增加额	-101	2,625	-3,190	5,575	7,034

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。产业理解接地气，挖掘牛股能力突出，立足长期，重视估值和安全边际的思考。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2 年食品饮料研究经验，2 年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1 年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15 年的快消品行业经验，10 年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+ 国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。