



增持（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：275.53

证券分析师

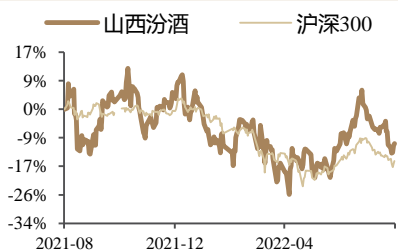
花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.03	2.53	3.76
相对涨幅(%)	-2.62	0.88	0.10

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《山西汾酒(600809.SH)：22Q1 顺利实现开门红，结构升级释放利润弹性》，2022.4.28
- 《山西汾酒(600809.SH)：22Q1 业绩超预期，结构升级释放利润弹性》，2022.4.12
- 《山西汾酒(600809.SH)事件点评：经营靓丽，成长依旧》，2022.3.11
- 《山西汾酒(600809.SH)事件点评：业绩符合预期，高质量发展延续》，2022.1.25
- 《山西汾酒(600809.SH)事件点评：初心如磐坚定改革，提质增效笃行致远》，2021.12.29

山西汾酒（600809.SH）：献礼版玻汾上市，出厂价提升有望增厚业绩

投资要点








- **事件**：8月6日，汾酒在河南举行“焕新经典 献礼时代”献礼版玻汾上市发布会。
- **献礼版玻汾的推出进一步完善了玻汾系列的产品结构**。当前，玻汾系列大单品黄盖玻汾和红盖玻汾处于50元价格带，玻汾其他产品如出口玻汾、乳玻汾酒价格也与黄盖玻汾和红盖玻汾接近。个别产品如馆藏玻汾价格在100元左右，知名度较低。献礼版玻汾的推出进一步完善了玻汾系列的产品结构，迎合了消费升级的需求，同时也是对渠道利润的补充。
- **出厂价提升明显，献礼版玻汾有望增厚业绩**。与原来玻汾相比，献礼版玻汾出厂价和终端指导价提升明显，市场零售价为109元/瓶，今年下半年将陆续进行渠道铺货以及新品宣传活动，明后年有望逐步替代一部分玻汾销量。21年玻汾系列在汾酒总营收中仍占约30%，在玻汾稳量的背景下，由于出厂价提升，献礼版玻汾预计将给公司带来更多营收和利润增量。
- **百元价格带竞争更为激烈，既是机遇也是挑战**。近几年名酒逐步对低端产品进行淘汰与提价，大众酒一定程度上受到名酒的竞争减少。百元价格带名酒布局的产品更多，五粮液、泸州老窖、郎酒等川酒都有布局，同时也是地产酒盒装酒的主战场。此外，也有多个品牌更早推出百元价位的光瓶酒，价格提高给了新兴光瓶酒产品更多的渠道运作空间。对消费者来说，购买百元价格带产品不仅仅考虑品牌，而是对品牌、性价比等的综合考量，新版玻汾客观上将面临更多挑战。新老玻汾渠道重合度较高，汾酒经过前几年对渠道的精细化运营，预计对献礼版玻汾将有更强的管控能力，目前，汾酒引领清香白酒复兴，在全国各地有较高的接受度，基于此，我们仍然看好献礼版玻汾顺利开拓，获得较好的市场反馈。
- **改革红利持续释放，全国化和高端化进展顺利，维持“增持”评级**。公司22年第一季度业绩表现亮眼，增长势头良好，预计22-24年公司营业收入分别为271.21/343.58/415.72亿元，归母净利润分别为80.60/108.62/135.18亿元，EPS分别为6.61/8.90/11.08元，对应当前股价PE为41.71x/30.95x/24.87x，维持“增持”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧，全国化扩张不及预期，高端化进程不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,220.07		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	1,217.71	营业收入(百万元)	13,990	19,971	27,121	34,358	41,572
52 周内股价区间(元):	228.54-344.85	(+/-)YOY(%)	17.6%	42.8%	35.8%	26.7%	21.0%
总市值(百万元):	336,166.83	净利润(百万元)	3,079	5,314	8,060	10,862	13,518
总资产(百万元):	30,907.57	(+/-)YOY(%)	56.4%	72.6%	51.7%	34.8%	24.4%
每股净资产(元):	15.53	全面摊薄 EPS(元)	2.54	4.37	6.61	8.90	11.08
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	72.2%	74.9%	77.4%	78.9%	79.6%
		净资产收益率(%)	31.5%	34.9%	39.7%	40.8%	44.8%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润





玻瓶汾酒主要产品及竞品







表 1: 玻瓶汾酒主要产品

产品	度数	容量	终端成交价	图片
玻汾小酒	48 度	125ml	30 元/瓶	
红盖玻汾	42 度	475ml	50 元/瓶	
黄盖玻汾	48 度	475ml	56 元/瓶	
黄盖玻汾	53 度	475ml	58 元/瓶	
出口玻汾	53 度	500ml	60 元/瓶	
乳玻汾酒	48 度	475ml	62 元/瓶	
馆藏汾酒	55 度	475ml	105 元/瓶	

资料来源: 京东, 德邦研究所
 注: 部分价格为整箱换算得到。不同店铺价格或略有差异。

表 2: 百元价位主要光瓶酒产品












产品	度数	容量	终端成交价	图片
小方瓶酒业 八达岭银盖	43 度	500ml	75 元/瓶	
椰岛粮酱精品	53 度	500ml	80 元/瓶	
53 度瓷汾	53 度	500ml	83 元/瓶	
郎酒顺品郎 (蓝)	45 度	480ml	85 元/瓶	








光良 59	42 度	500ml	98 元/瓶	
江小白十周年特别版金盖	52 度	500ml	108 元/瓶	
泸州老窖黑盖二曲	42 度	500ml	108 元/瓶	
汾阳王献礼 30	42 度	500ml	109 元/瓶	
百年牛栏山 (40)	42 度	500ml	119 元/瓶	
一担粮怒放的生命·金瓶	52 度	470ml	138 元/瓶	
椰岛粮酱珍品	53 度	500ml	138 元/瓶	

资料来源：京东，德邦研究所

注：部分价格为整箱换算得到。不同店铺价格或略有差异。

表 3：百元价位主要盒装酒产品

产品	度数	容量	终端成交价	图片
五粮头曲佳品	52 度	500ml	83 元/瓶	
今世缘典藏 5	42 度	500ml	94 元/瓶	
迎驾贡酒金星	42 度	520ml	98 元/瓶	
酒鬼酒湘泉	54 度	500ml	99 元/瓶	
郎酒郎牌特曲窖藏 5 号	50 度	500ml	103 元/瓶	
天佑德五星生态青稞酒	52 度	500ml	105 元/瓶	
口子窖 5 年	40.8 度	400ml	108 元/瓶	
口子美酒	41 度	500ml	120 元/瓶	
古井贡酒年份原浆献礼版	55 度	500ml	120 元/瓶	
牛栏山百年陈酿	52 度	400ml	133 元/瓶	
洋河蓝色经典邃之蓝	52 度	500ml	134 元/瓶	
泸州老窖六年窖头曲	52 度	500ml	134 元/瓶	

老白汾酒 10	45 度	475ml	145 元/瓶	
今世缘典藏 10	42 度	500ml	145 元/瓶	
郎酒郎牌特曲 T6 精英版	50 度	500ml	146 元/瓶	
银质习酒	53 度	500ml	158 元/瓶	
沱牌特曲	52 度	500ml	168 元/瓶	
双沟珍宝坊之君坊	52 度	500ml	169 元/瓶	
剑南春金剑南 K6	52 度	500ml	188 元/瓶	

资料来源：京东，德邦研究所
 注：部分价格为整箱换算得到。不同店铺价格或略有差异。

汾酒经营数据拆分

表 4：山西汾酒累计利润数据拆分

	20Q1	20H1	20Q1-Q3	20A	21Q1	21H1	21Q1-Q3	21A	22Q1
营业总收入 (亿元)	41.4	69.0	103.8	139.9	73.3	121.2	172.6	199.7	105.3
同比(%)	1.8%	7.9%	13.1%	17.6%	77.0%	75.5%	66.2%	42.8%	43.6%
归母净利润 (亿元)	12.3	16.3	25.0	30.8	21.8	35.4	48.8	53.1	37.1
同比(%)	39.7%	35.0%	46.1%	56.4%	77.7%	117.5%	95.1%	72.56%	70.0%
扣非归母净利(亿元)	12.3	15.9	24.7	30.4	21.8	35.4	48.7	52.6	37.1
同比(%)	40.0%	34.0%	44.2%	56.9%	77.5%	122.2%	97.7%	72.8%	70.0%

资料来源：wind，德邦研究所

表 5：山西汾酒单季度利润数据拆分

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业总收入 (亿元)	41.4	27.6	34.8	36.1	73.3	47.9	51.4	27.1	105.3
同比(%)	1.8%	18.6%	25.2%	32.9%	77.0%	73.2%	47.8%	-24.8%	43.6%
归母净利润 (亿元)	12.3	4.0	8.7	5.8	21.8	13.6	13.4	4.4	37.1
同比(%)	39.7%	22.5%	72.3%	125.2%	77.7%	239.4%	53.2%	-24.9%	70.0%
扣非归母净利(亿元)	12.3	3.7	8.7	5.8	21.8	13.6	13.3	3.8	37.1
同比(%)	40.0%	17.2%	67.5%	151.2%	77.5%	272.2%	53.0%	-33.4%	70.0%

资料来源：wind，德邦研究所

表 6：山西汾酒分产品单季度拆分

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
汾酒					
营业收入 (亿元)	68.4	42.0	47.3	21.5	98.8
营收/营业总收入	93.3%	87.7%	92.1%	79.4%	93.8%
营收同比	79.0%	71.6%	50.6%	-33.1%	44.4%

系列酒					
营业收入 (亿元)	1.2	1.9	1.8	1.5	2.6
营收/营业总收入	1.6%	3.9%	3.6%	2.0%	5.4%
营收同比	-27.2%	38.9%	53.9%	0.0%	118.3%
配制酒					
营业收入 (亿元)	3.2	3.5	2.0	3.8	3.5
营收/营业总收入	4.4%	7.3%	3.9%	5.2%	7.3%
营收同比	150.0%	145.8%	-1.6%	111.4%	7.2%

资料来源: wind, 德邦研究所

表 7: 山西汾酒分渠道单季度拆分

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
直销 (含团购)					
营业收入 (亿元)	0.7	1.7	0.9	1.1	1.6
营收/营业总收入	0.9%	3.5%	1.8%	4.2%	1.5%
营收同比	-79.5%	-28.4%	-68.1%	-207.2%	137.8%
代理					
营业收入 (亿元)	68.9	43.6	47.9	23.8	97.5
营收/营业总收入	93.9%	91.1%	93.1%	87.7%	92.6%
营收同比	88.8%	85.5%	56.4%	-27.3%	41.6%
电商平台					
营业收入 (亿元)	3.3	2.0	2.3	1.9	5.7
营收/营业总收入	4.5%	4.3%	4.6%	6.9%	5.4%
营收同比	141.6%	47.5%	119.5%	-50.5%	73.2%

资料来源: wind, 德邦研究所

表 8: 山西汾酒分地区单季度拆分

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
省内					
营业收入 (亿元)	29.3	17.8	21.4	12.1	38.5
营收/营业总收入	40.0%	37.2%	41.6%	44.8%	36.6%
营收同比	44.7%	61.5%	41.2%	-10.0%	31.3%
省外					
营业收入 (亿元)	43.5	29.5	29.8	14.7	66.3
营收/营业总收入	59.3%	61.6%	57.9%	54.1%	62.9%
营收同比	108.4%	82.2%	52.7%	-33.3%	52.5%

资料来源: wind, 德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	4.37	6.61	8.90	11.08
每股净资产	12.48	16.62	21.84	24.72
每股经营现金流	6.27	6.42	8.74	10.95
每股股利	0.20	2.46	3.69	8.20
价值评估(倍)				
P/E	72.18	41.71	30.95	24.87
P/B	25.31	16.57	12.62	11.14
P/S	16.83	12.40	9.78	8.09
EV/EBITDA	53.57	29.68	22.18	18.04
股息率%	0.1%	0.9%	1.3%	3.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	74.9%	77.4%	78.9%	79.6%
净利润率	26.6%	29.7%	31.6%	32.5%
净资产收益率	34.9%	39.7%	40.8%	44.8%
资产回报率	17.7%	24.5%	26.7%	29.5%
投资回报率	33.6%	38.7%	39.8%	43.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	42.8%	35.8%	26.7%	21.0%
EBIT 增长率	63.6%	58.1%	33.8%	24.1%
净利润增长率	72.6%	51.7%	34.8%	24.4%
偿债能力指标				
资产负债率	48.0%	37.0%	33.0%	32.3%
流动比率	1.8	2.1	2.2	2.1
速动比率	1.2	1.4	1.5	1.4
现金比率	0.4	0.5	0.5	0.2
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	596.5	450.0	450.0	450.0
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
固定资产周转率	8.9	9.5	7.0	6.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,314	8,060	10,862	13,518
少数股东损益	76	122	152	190
非现金支出	180	211	282	372
非经营收益	-531	-685	-732	-812
营运资金变动	2,607	119	93	98
经营活动现金流	7,645	7,827	10,658	13,366
资产	-156	-2,815	-3,329	-3,088
投资	-4,788	-2,000	-3,000	-4,000
其他	107	120	181	261
投资活动现金流	-4,837	-4,695	-6,148	-6,827
债权募资	0	13	13	13
股权募资	0	-0	0	0
其他	-183	-2,991	-4,491	-9,991
融资活动现金流	-183	-2,978	-4,479	-9,979
现金净流量	2,625	154	31	-3,440

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 05 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	19,971	27,121	34,358	41,572
营业成本	5,011	6,121	7,259	8,461
毛利率%	74.9%	77.4%	78.9%	79.6%
营业税金及附加	3,730	4,882	6,184	7,483
营业税金率%	18.7%	18.0%	18.0%	18.0%
营业费用	3,160	3,929	4,837	5,831
营业费用率%	15.8%	14.5%	14.1%	14.0%
管理费用	1,167	1,304	1,507	1,746
管理费用率%	5.8%	4.8%	4.4%	4.2%
研发费用	23	33	52	62
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	6,896	10,903	14,590	18,102
财务费用	-33	-44	-44	-32
财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	72	161	221	301
营业利润	7,029	11,076	14,787	18,325
营业外收支	61	-7	-1	-1
利润总额	7,091	11,069	14,786	18,324
EBITDA	7,078	11,115	14,872	18,474
所得税	1,701	2,887	3,772	4,616
有效所得税率%	24.0%	26.1%	25.5%	25.2%
少数股东损益	76	122	152	190
归属母公司所有者净利润	5,314	8,060	10,862	13,518

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,146	6,300	6,331	2,891
应收账款及应收票据	1	2	3	4
存货	8,189	7,546	8,950	10,432
其它流动资产	10,950	11,250	14,003	17,732
流动资产合计	25,286	25,099	29,286	31,058
长期股权投资	76	76	76	76
固定资产	2,247	2,860	4,926	6,652
在建工程	247	2,250	3,250	4,250
无形资产	363	343	323	313
非流动资产合计	4,669	7,851	11,461	14,741
资产总计	29,955	32,950	40,748	45,799
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,812	3,534	4,133	4,851
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	11,453	8,515	9,170	9,766
流动负债合计	14,265	12,048	13,303	14,617
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	103	133	162	192
非流动负债合计	103	133	162	192
负债总计	14,368	12,181	13,465	14,808
实收资本	1,220	1,220	1,220	1,220
普通股股东权益	15,223	20,283	26,645	30,163
少数股东权益	364	486	638	828
负债和所有者权益合计	29,955	32,950	40,748	45,799

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

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
1. 投资评级的比较和评级标准： 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；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： 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。	行业投资评级	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。