



增持（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：242.51

证券分析师

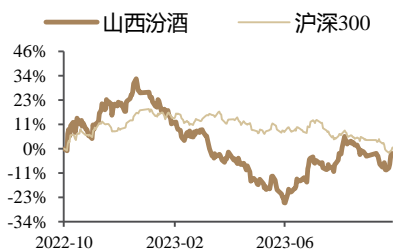
熊鹏

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(%) | 0.33 | 5.05 | 2.89 |
| 相对涨幅(%) | 4.06 | 9.01 | 11.60 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《山西汾酒（600809）2023 中报点评：上半年经营稳健，业绩高增主因费用投入少》，2023.8.27
- 《山西汾酒（600809.SH）：一季度开门红顺利，业绩稳健增长》，2023.4.12
- 《山西汾酒（600809.SH）：营销改革不断深化，高质量发展持续》，2022.12.26

山西汾酒（600809）2023 三季度报点评： 结构升级明显，费用优化带来业绩弹性

投资要点

- 收入业绩符合预期，预计控货+减少占款导致预收款减少。**23Q3，公司分别实现营业收入/业绩 77.33/26.64 亿元，同比+13.55%/+27.12%，收入业绩符合预期，收入放缓系基数问题，实际经营节奏稳健，没有太大波动。Q3 末合同负债 51.72 亿元，同比+9.46%，环比-5.81 亿元，销售收现 65.46 亿元，同比-15.88%，销售收现和预收款减少，我们认为一方面系公司把控节奏，一方面系今年考虑到行业性的渠道压力，公司主动减少渠道占款所致。
- 中高价酒类占比持续提升，结构升级明显。**23Q3，公司中高价酒类/其他酒类分别实现营收 57.97/19.15 亿元，主营业务收入占比分别为 75.17%/24.83%，环比 Q2 中高价酒类占比+3.36pcts，结构升级明显。
- 省外稳健，省内主动控制节奏。**23Q3，公司省内/省外分别实现营收 31.27/45.85 亿元，分别同比+9.06%/+17.10%，省外增速略快于省内，省外稳健，省内控制节奏，我们认为系 6 月底提价前经销商已提前为三季度备货，Q3 主要任务是消化市场库存，维护市场稳定。
- 毛利率受结构影响略微向下，销售费用率优化较多。**盈利能力方面，23Q3，公司毛利率/净利率分别为 75.04%/34.30%，分别同比-2.87pcts/+3.59pcts，毛利率降低预计为 Q3 产品结构的影响，净利率受费用率优化的影响提升较多。费用率方面，23Q3，公司销售/管理费用率分别-5.78pcts/-0.57pct，销售费用率下降较多，我们认为一方面或与费用确认节奏有关，一方面系公司当前经营状况良好，并不需要投入过多额外的销售费用。
- 投资建议：**双节备货期间青花系列价格逆势上涨，提价后市场反应较好，提价较为成功，我们认为主要系出于品牌、动销较好的原因，终端对汾酒的信心较好，备货相对积极。我们认为公司当前经营节奏稳健，市场情况良好，凭借品牌+香型优势各地均有动销，全年业绩有望较好完成，往后看汾酒作为清香型龙头可继续享受红利，我们预计 2023-2025 年实现营收 317.81/388.77/465.70 亿元，实现归母净利润 104.51/130.39/159.85 亿元，当前股价对应 PE 为 28.3x/22.7x/18.5x，维持“增持”评级。
- 风险提示：**消费税落地，结构升级不及预期，经济恢复不及预期

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本(百万股): | 1,219.96 |
| 流通 A 股(百万股): | 1,219.96 |
| 52 周内股价区间(元): | 185.07-329.98 |
| 总市值(百万元): | 295,853.52 |
| 总资产(百万元): | 42,189.76 |
| 每股净资产(元): | 21.93 |

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) | 19,971 | 26,214 | 31,781 | 38,877 | 46,570 |
| (+/-)YOY(%) | 42.8% | 31.3% | 21.2% | 22.3% | 19.8% |
| 净利润(百万元) | 5,314 | 8,096 | 10,451 | 13,039 | 15,985 |
| (+/-)YOY(%) | 72.6% | 52.4% | 29.1% | 24.8% | 22.6% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 4.36 | 6.64 | 8.57 | 10.69 | 13.10 |
| 毛利率(%) | 74.9% | 75.4% | 78.9% | 79.4% | 79.7% |
| 净资产收益率(%) | 34.9% | 38.0% | 37.7% | 32.0% | 28.2% |

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 | 6.65 | 8.57 | 10.69 | 13.10 |
| 每股净资产 | 17.48 | 22.72 | 33.41 | 46.51 |
| 每股经营现金流 | 8.45 | 6.78 | 10.64 | 15.86 |
| 每股股利 | 3.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 42.86 | 28.31 | 22.69 | 18.51 |
| P/B | 16.31 | 10.67 | 7.26 | 5.21 |
| P/S | 11.29 | 9.31 | 7.61 | 6.35 |
| EV/EBITDA | 31.40 | 19.48 | 15.10 | 11.46 |
| 股息率% | 1.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 75.4% | 78.9% | 79.4% | 79.7% |
| 净利润率 | 31.1% | 33.3% | 33.9% | 34.7% |
| 净资产收益率 | 38.0% | 37.7% | 32.0% | 28.2% |
| 资产回报率 | 22.1% | 22.6% | 21.1% | 19.5% |
| 投资回报率 | 36.2% | 37.4% | 31.8% | 28.0% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 31.3% | 21.2% | 22.3% | 19.8% |
| EBIT 增长率 | 52.3% | 35.1% | 23.6% | 22.9% |
| 净利润增长率 | 52.4% | 29.1% | 24.8% | 22.6% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 40.7% | 38.7% | 32.9% | 29.7% |
| 流动比率 | 2.0 | 2.2 | 2.7 | 3.0 |
| 速动比率 | 0.9 | 1.2 | 1.7 | 2.2 |
| 现金比率 | 0.8 | 0.8 | 1.3 | 1.9 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| 存货周转天数 | 497.1 | 527.2 | 515.5 | 513.3 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 固定资产周转率 | 12.3 | 14.2 | 16.6 | 19.8 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 8,096 | 10,451 | 13,039 | 15,985 |
| 少数股东损益 | 61 | 118 | 144 | 159 |
| 非现金支出 | 198 | 238 | 253 | 259 |
| 非经营收益 | -836 | -0 | -0 | -0 |
| 营运资金变动 | 2,791 | -2,540 | -451 | 2,951 |
| 经营活动现金流 | 10,310 | 8,266 | 12,984 | 19,354 |
| 资产 | -826 | -516 | -613 | -672 |
| 投资 | -2,433 | -29 | -25 | -20 |
| 其他 | 365 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -2,894 | -545 | -638 | -692 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | -2,208 | -4,050 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | -2,208 | -4,051 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | 5,209 | 3,669 | 12,347 | 18,662 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 27 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 | 26,214 | 31,781 | 38,877 | 46,570 |
| 营业成本 | 6,460 | 6,691 | 8,022 | 9,473 |
| 毛利率% | 75.4% | 78.9% | 79.4% | 79.7% |
| 营业税金及附加 | 4,602 | 5,689 | 7,015 | 8,305 |
| 营业税金率% | 17.6% | 17.9% | 18.0% | 17.8% |
| 营业费用 | 3,404 | 3,655 | 4,471 | 5,123 |
| 营业费用率% | 13.0% | 11.5% | 11.5% | 11.0% |
| 管理费用 | 1,214 | 1,525 | 1,788 | 2,049 |
| 管理费用率% | 4.6% | 4.8% | 4.6% | 4.4% |
| 研发费用 | 58 | 48 | 63 | 83 |
| 研发费用率% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| EBIT | 10,503 | 14,186 | 17,537 | 21,557 |
| 财务费用 | -37 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用率% | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 330 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 10,873 | 14,186 | 17,537 | 21,557 |
| 营业外收支 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 10,876 | 14,186 | 17,537 | 21,557 |
| EBITDA | 10,717 | 14,424 | 17,790 | 21,816 |
| 所得税 | 2,719 | 3,618 | 4,354 | 5,413 |
| 有效所得税率% | 25.0% | 25.5% | 24.8% | 25.1% |
| 少数股东损益 | 61 | 118 | 144 | 159 |
| 归属母公司所有者净利润 | 8,096 | 10,451 | 13,039 | 15,985 |

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 11,201 | 14,870 | 27,217 | 45,879 |
| 应收账款及应收票据 | 1 | 8 | 3 | 7 |
| 存货 | 9,650 | 9,946 | 13,032 | 13,981 |
| 其它流动资产 | 8,351 | 13,526 | 13,327 | 13,428 |
| 流动资产合计 | 29,202 | 38,350 | 53,579 | 73,294 |
| 长期股权投资 | 80 | 107 | 130 | 148 |
| 固定资产 | 2,125 | 2,236 | 2,346 | 2,351 |
| 在建工程 | 355 | 263 | 175 | 152 |
| 无形资产 | 1,076 | 1,330 | 1,661 | 2,093 |
| 非流动资产合计 | 7,484 | 7,792 | 8,177 | 8,610 |
| 资产总计 | 36,686 | 46,143 | 61,756 | 81,904 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 2,948 | 4,148 | 3,807 | 5,489 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 11,898 | 13,637 | 16,409 | 18,730 |
| 流动负债合计 | 14,846 | 17,785 | 20,216 | 24,220 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 94 | 94 | 94 | 94 |
| 非流动负债合计 | 94 | 94 | 94 | 94 |
| 负债总计 | 14,941 | 17,880 | 20,311 | 24,314 |
| 实收资本 | 1,220 | 1,220 | 1,220 | 1,220 |
| 普通股股东权益 | 21,321 | 27,721 | 40,760 | 56,745 |
| 少数股东权益 | 425 | 542 | 686 | 845 |
| 负债和所有者权益合计 | 36,686 | 46,143 | 61,756 | 81,904 |

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 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 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； 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。 | 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。 |
| | 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范围包括证券投资咨询业务。