

山西汾酒 (600809)

三大势能成共识，速度质量兼具

买入 (维持)

2023 年 12 月 08 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	26,214	32,280	38,999	46,778
同比	31%	23%	21%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	8,096	10,502	13,184	16,459
同比	52%	30%	26%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.64	8.61	10.81	13.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	36.60	28.21	22.48	18.00

关键词: #消费升级

投资要点

12月6日公司于太原召开2023年汾酒全球经销商大会,期间召开营销顾问会议及各项专项会议,会上管理层做重要发言。

■ **坚持又好又快发展扎根白酒第一方阵总体目标,三大势能护航。**2023年公司克服人事变动干扰,营销工作卓有成效,价格管控效果明显,经销商和终端盈利模式逐步优化,优质客户和优质终端数量实现重大飞跃,渠道和终端掌控能力进一步加强,保障了公司业绩增长行业领先水平。对于未来汾酒的持续成长,袁董事长提出要看清三大势能,分别是名酒势能、清香势能和汾酒势能,名酒掌握科学经营则会迸发持久动力。公司营销负责人张永踊对“汾酒机遇”高度概括为“多价格带优势”和“清香品类差异化优势”,公司上下对汾酒持续发展底层逻辑和基本原理的认知高度统一。我们认为汾酒发展优势突出,核心驱动有力,在当下消费升级放缓竞争加剧背景下,清香份额持续提升趋势仍然可见。

■ **速度和质量兼具,2024年增长自信,长期仍有爆发。**会上重申了公司发展定义的两个阶段,其中2022-2024年是公司发展转型和管理升级期,总基调是稳中求进,聚焦转型中高端产品,着力发展青花汾酒,夯实渠道和终端基础,2022-2023成效显著,公司营收盈利增速行业前列,渠道质量稳步提升,管理模式持续升级,2024年公司有能力提出相较同业更高增长水平。2025-2030是成果巩固期和要素调整期,总体基调转变为“进中保稳”,重点是全要素的创新协同。我们认为公司发展阶段划分是科学经营管理的一部分,是战略管理的重要内容,体现了公司坚持汾酒复兴纲领,践行长期主义的健康可持续发展理念。随着基础不断夯实,增长动能升级,2025-2030仍有新的爆发机遇。

■ **践行三要素,加速四个重塑,新营销模式发力乐观。**会上强调践行“管理、市场和人才三要素”和加速“团队文化、营销认知、品牌价值及渠道模式的重塑”,围绕“艺术与产品、科技与管理、金融与营销”三个方面,转变固化的营销认知,引领汾酒营销实现新的转型,产品上对青花20/30/40/50分别作出做大/做强/做实/做高的定位目标要求,营销上加强终端建设,全面统一推进“汾享礼遇”营销新模式。从现场沟通看,片区和经销商对“汾享礼遇”新模式持积极态度,我们认为随着产品定位定价更加清晰,渠道对30推力极大增强,新营销模式发力可期。

■ **盈利预测与投资评级:**公司发展势能突出,经营节奏游刃有余、新渠道模式助力增长乐观。我们基本维持23-25年归母净利105/132/165亿元,同比+30%/26%/25%,对应PE为28/22/18倍,维持“买入”评级。

■ **风险提示:**宏观压力加大,竞争加剧,青花增速放缓、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	224.78
一年最低/最高价	183.95/318.80
市净率(倍)	10.25
流通 A 股市值(百万元)	274,223.56
总市值(百万元)	274,223.56

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.93
资产负债率(% ,LF)	35.55
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

相关研究

《山西汾酒(600809): 2023 年前三季度业绩点评: Q3 主动控货,清香势能强劲》

2023-10-28

《山西汾酒(600809): 2023 年半年报点评: 清香势能释放,高质量增长延续》

2023-08-25

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	29,202	41,938	56,983	74,004	营业总收入	26,214	32,280	38,999	46,778
货币资金及交易性金融资产	12,260	13,266	24,184	35,580	营业成本(含金融类)	6,460	7,501	8,435	9,354
经营性应收款项	1,146	10,989	14,374	16,715	税金及附加	4,602	5,552	6,708	8,046
存货	9,650	11,365	12,086	15,403	销售费用	3,404	4,196	5,148	6,268
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,214	1,501	1,755	2,105
其他流动资产	6,146	6,317	6,338	6,306	研发费用	58	65	70	94
非流动资产	7,484	7,618	7,798	8,016	财务费用	(37)	(336)	(452)	(756)
长期股权投资	80	80	80	80	加:其他收益	10	14	19	20
固定资产及使用权资产	2,147	2,227	2,404	2,607	投资净收益	330	323	390	468
在建工程	355	391	404	426	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	1,076	1,093	1,083	1,077	减值损失	17	3	5	4
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	10,873	14,140	17,750	22,160
其他非流动资产	3,826	3,826	3,826	3,826	营业外净收支	3	1	1	1
资产总计	36,686	49,555	64,781	82,020	利润总额	10,876	14,140	17,750	22,160
流动负债	14,846	18,041	21,858	25,222	减:所得税	2,719	3,535	4,438	5,540
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	净利润	8,157	10,605	13,313	16,620
经营性应付款项	2,948	4,419	5,223	6,228	减:少数股东损益	61	103	129	161
合同负债	6,908	4,126	5,696	6,983	归属母公司净利润	8,096	10,502	13,184	16,459
其他流动负债	4,981	9,488	10,931	12,003	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.64	8.61	10.81	13.49
非流动负债	94	94	94	94	EBIT	10,503	13,464	16,884	20,911
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	10,717	13,726	17,178	21,215
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.36	76.76	78.37	80.00
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	30.88	32.54	33.81	35.19
其他非流动负债	87	87	87	87	收入增长率(%)	31.26	23.14	20.81	19.95
负债合计	14,941	18,136	21,953	25,317	归母净利润增长率(%)	52.36	29.73	25.53	24.84
归属母公司股东权益	21,321	30,892	42,172	55,885					
少数股东权益	425	528	657	818					
所有者权益合计	21,746	31,419	42,828	56,703					
负债和股东权益	36,686	49,555	64,781	82,020					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10,310	2,009	12,906	14,195	每股净资产(元)	17.48	19.69	26.88	35.63
投资活动现金流	(2,894)	(72)	(85)	(54)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(2,208)	(931)	(1,904)	(2,745)	ROIC(%)	42.15	37.97	34.09	31.50
现金净增加额	5,209	1,006	10,918	11,396	ROE-摊薄(%)	37.97	34.00	31.26	29.45
折旧和摊销	215	262	295	304	资产负债率(%)	40.73	36.60	33.89	30.87
资本开支	(826)	(392)	(473)	(520)	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.60	28.21	22.48	18.00
营运资本变动	2,650	(12,867)	(1,728)	(3,361)	P/B (现价)	13.90	12.33	9.03	6.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>