

投资评级:增持(维持)

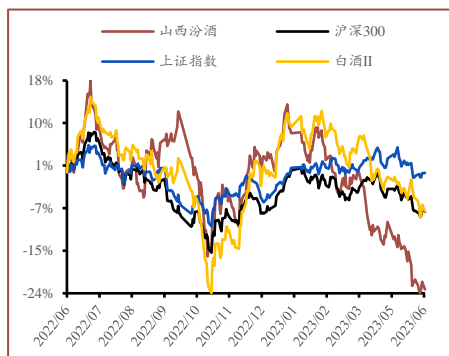
核心观点

基本数据

2023-06-05

收盘价(元)	212.00
流通股本(亿股)	12.20
每股净资产(元)	21.43
总股本(亿股)	12.20

最近 12 月市场表现



分析师 孙瑜

SAC 证书编号: S0160523010003
sunyu02@ctsec.com

相关报告

1. 《踔厉奋发开门红，阔步向前强势能》
2023-05-04
2. 《开门红振信心，强势能仍向上》
2023-04-12
3. 《中江举帆，万里鹏程》 2023-04-07

- ❖ **事件:** 1) 近期汾酒股东大会进行投资者交流, 管理层就高质量发展思路、增长驱动、青花 30 调整、渠道管控等问题进行解答。2) 据公司公告, 副董事长、总经理谭忠豹(到龄退休), 董事杨建峰、常建伟(工作调整) 申请辞去各项职务, 不再于公司任职。
- ❖ **汾酒三大产品全面发力, 青花系列动能不减。** 伴随汾酒产品策略由“抓两头、带中间”转为“抓两头、强腰部”, 2023 年公司全面发力三大产品系列: 1) 玻汾为发展基准线, 规划要做好市场基础工作, 推动清香消费群体扩容。2) 腰部产品加大投入, 通过导入数字化管理体系、提升渠道利润、明确宴席功能, 加强省外中高端价格带的市场占领。3) 青花系列以青 20 为扩张原点, 通过保证渠道较高毛利、加强品牌投入、优化管理赋能, 实现持续强增长驱动; 以青 30 引领品牌升级, 推行费用标准化管理, 并实现 2 个转换(费用模式转换为以品牌、文化打造为主; 覆盖模式从大面投入转为精耕单点)、3 个聚焦(聚焦 15 个头部城市; 聚焦书画、美食等高端圈层; 聚焦文化赋能, 将体验店升级为类博物馆体验中心, 从而打造特色营销活动)。预计公司后续通过青花价格及费用体系的进一步调整, 将更好加强渠道控盘分利及价格调控。
- ❖ **数字化赋能渠道管理, 补强费投及价控短板。** 为更好做好费用投放及货物流向管控, 公司将加快各区域数字化系统的细化落地, 打通前后端, 实现数字化溯源。1 是构建数字化扫码系统, 将陈列、奖励、客情等费用投放与扫码挂钩。2 是以渠道管理为中心配置资源, 基于数据分析, 分类考核、分类匹配资源。3 是区域前端强化执行, 总部后台根据前端数据反馈制定分级政策。4 是建立过程与结果双重考核体系, 对各环节沟通进行数据化管理, 从而提升信息化应用及管理效能。
- ❖ **坚定践行复兴纲领, “一体两翼”布局持续深化。** 袁董事长在会上明确未来工作重心, 提出聚焦营销、品质、文化赋能、深化改革、管理优化“五个聚焦”, 全方位推动汾酒高质量发展。为推动汾酒、竹叶青、杏花村三大品牌“一体两翼”协同发展, 规划推行资源共享、渠道共建、市场共管, 夯实渠道基础, 加强文化宣传。其中, 2023 年竹叶青将主要优化市场定位和产品结构; 杏花村在玻瓶加大覆盖基础上, 中高产品要明确重点并加大投入。
- ❖ **投资建议:** 公司年度股东大会交流直面市场关注的核心问题, 新任销售公司总经理问题解答思路清晰, 复兴版培育加强及渠道管理改善的后续成效值得期待。伴随管理层人事调整落地, 预计公司将稳步践行复兴纲领, 充分发挥自身品牌及品类优势, 持续释放全国化增长动能。预计公司 2023-2025 年实现营业收入 326.20/405.99/488.91 亿元, 归母净利润 105.27/137.67/172.51 亿元, 对应 PE 为 24.57/18.79/14.99 倍, 考虑估值性价比凸显, 业绩兑现稳健, 维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济修复不及预期风险；次高端及以上价格带扩容不及预期；疫情反复对消费场景恢复造成影响；高端化费用投放超预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19971	26214	32620	40599	48891
收入增长率(%)	42.75	31.26	24.44	24.46	20.42
归母净利润(百万元)	5314	8096	10527	13767	17251
净利润增长率(%)	72.56	52.36	30.03	30.78	25.30
EPS(元/股)	4.37	6.65	8.63	11.28	14.14
PE	72.18	42.86	24.57	18.79	14.99
ROE(%)	34.91	37.97	36.32	35.28	33.44
PB	25.31	16.31	8.92	6.63	5.01

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19970.99	26213.86	32619.91	40599.22	48891.13	成长性					
减:营业成本	5010.58	6459.92	7422.88	8813.44	10208.64	营业收入增长率	42.8%	31.3%	24.4%	24.5%	20.4%
营业税费	3729.99	4601.53	5685.65	7173.88	8555.95	营业利润增长率	66.0%	54.7%	30.3%	31.1%	24.7%
销售费用	3160.09	3403.57	4309.80	5095.73	5877.36	净利润增长率	72.6%	52.4%	30.0%	30.8%	25.3%
管理费用	1166.66	1214.48	1401.88	1537.29	1708.15	EBITDA 增长率	62.1%	51.4%	30.0%	31.4%	23.9%
研发费用	22.99	58.00	69.60	71.69	78.86	EBIT 增长率	63.6%	52.3%	30.5%	30.6%	25.4%
财务费用	-33.12	-36.79	-242.57	-444.14	-630.32	NOPLAT 增长率	69.1%	50.3%	30.5%	30.2%	26.1%
资产减值损失	0.00	-0.44	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	55.2%	39.4%	35.7%	34.4%	32.1%
加:公允价值变动收益	27.53	3.15	5.51	6.61	7.93	净资产增长率	54.9%	39.5%	35.8%	34.4%	32.1%
投资和汇兑收益	72.16	330.03	154.00	200.00	50.00	利润率					
营业利润	7029.46	10872.68	14166.05	18570.69	23165.34	毛利率	74.9%	75.4%	77.2%	78.3%	79.1%
加:营业外净收支	61.06	3.23	22.01	28.77	18.00	营业利润率	35.2%	41.5%	43.4%	45.7%	47.4%
利润总额	7090.52	10875.91	14188.06	18599.46	23183.34	净利率	27.0%	31.1%	32.6%	34.2%	35.6%
减:所得税	1700.85	2718.94	3547.01	4702.05	5770.20	EBITDA/营业收入	35.4%	40.9%	42.7%	45.1%	46.4%
净利润	5313.61	8095.85	10526.93	13767.22	17250.86	EBIT/营业收入	34.5%	40.1%	42.0%	44.1%	45.9%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	6145.80	11201.22	17699.96	22497.04	27230.75	固定资产周转天数	41	30	39	43	45
交易性金融资产	6030.53	1059.15	1564.65	2071.26	2579.19	流动营业资本周转天数	89	44	48	73	109
应收账款	1.25	0.54	33.18	9.65	13.93	流动资产周转天数	462	407	445	435	448
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
预付帐款	162.98	132.85	182.25	204.68	241.60	存货周转天数	522	497	510	503	540
存货	8189.00	9649.55	11371.27	13276.90	17349.01	总资产周转天数	448	458	464	465	472
其他流动资产	241.95	6113.95	7613.95	9113.95	10613.95	投资资本周转天数	285	303	331	357	391
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	34.9%	38.0%	36.3%	35.3%	33.4%
长期股权投资	76.36	80.45	0.00	0.00	0.00	ROA	17.7%	22.1%	22.2%	23.9%	24.4%
投资性房地产	15.47	14.93	15.11	15.05	15.07	ROIC	33.6%	36.2%	34.8%	33.7%	32.2%
固定资产	2246.60	2124.85	3475.08	4780.64	6093.25	费用率					
在建工程	246.82	355.41	337.95	0.00	0.00	销售费用率	15.8%	13.0%	13.2%	12.6%	12.0%
无形资产	363.24	1075.97	1062.76	1078.61	1234.96	管理费用率	5.8%	4.6%	4.3%	3.8%	3.5%
其他非流动资产	117.31	1728.21	1728.21	1728.21	1728.21	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.7%	-1.1%	-1.3%
资产总额	29954.56	36686.47	47387.79	57522.64	70684.57	三费/营业收入	21.5%	17.5%	16.8%	15.2%	14.2%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	1779.80	2283.82	2650.82	2979.99	3428.77	资产负债率	48.0%	40.7%	37.7%	31.0%	25.8%
应付票据	1032.45	664.49	778.85	787.98	913.46	负权益比	92.2%	68.7%	60.5%	44.9%	34.8%
其他流动负债	711.66	476.96	476.96	476.96	476.96	流动比率	1.77	1.97	2.24	2.73	3.31
长期借款	0.00	0.00	8.52	8.52	8.52	速动比率	1.17	0.90	1.16	1.45	1.65
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	6949.12	10092.59	24747.93	32332.23	40556.12
负债总额	14367.80	14940.95	17866.04	17835.38	18264.63	分红指标					
少数股东权益	364.03	424.68	538.79	668.99	831.27	DPS(元)	1.80	3.32	2.34	3.06	3.84
股本	1220.11	1220.07	1219.96	1219.96	1219.96	分红比率					
留存收益	13499.10	19398.89	27070.21	37102.85	49674.13	股息收益率	0.6%	1.2%	1.1%	1.4%	1.8%
股东权益	15586.76	21745.52	29521.75	39687.26	52419.93	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	4.37	6.65	8.63	11.28	14.14
净利润	5313.61	8095.85	10526.93	13767.22	17250.86	BVPS(元)	12.48	17.48	23.76	31.98	42.29
加:折旧和摊销	181.25	214.69	229.57	410.21	235.98	PE(X)	72.2	42.9	24.6	18.8	15.0
资产减值准备	-1.67	-16.53	-30.00	-8.12	-9.75	PB(X)	25.3	16.3	8.9	6.6	5.0
公允价值变动损失	-27.53	-3.15	-5.51	-6.61	-7.93	P/FCF					
财务费用	-1.02	0.72	0.55	0.55	0.55	P/S	19.3	13.3	7.9	6.4	5.3
投资收益	-82.71	-330.03	-154.00	-200.00	-50.00	EV/EBITDA	53.6	31.4	17.3	12.9	10.2
少数股东损益	76.06	61.12	114.11	130.20	162.28	CAGR(%)					
营运资金的变动	2607.09	2791.05	-577.30	-3320.45	-6017.43	PEG	1.0	0.8	0.8	0.6	0.6
经营活动产生现金流量	7645.11	10310.20	11153.26	10189.36	11546.51	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-4836.54	-2893.50	-1789.14	-1659.83	-2131.77	REP					
融资活动产生现金流量	-183.19	-2207.70	-2865.37	-3732.45	-4681.03						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。