

# 山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩预告提振信心，高性价比凸显

### 业绩简评

4月10日，公司发布23年1-3月经营情况。2023年1-3月，公司预计实现营业总收入126.36亿元左右，同比增长20%左右；预计实现归属于上市公司股东的净利润44.52亿元左右，同比增长20%左右。

### 经营分析

此前市场对汾酒Q1的收入预期在15-20%，考虑到22Q1利润的高基数，利润端并未预期有明显弹性。根据公告，23Q1计算归母净利润率为35.3%，仍处于相对高位，我们认为略超此前预期，Q1进度已接近40%。

1) 次高端是明确顺周期的赛道，两会后及近期春糖对复苏斜率的预期再调整，我们认为当下行业实际复苏态势高于偏悲观的预期。

2) 公司及销售口管理层变动的担忧、核心品青20/复兴版批价未进入上行通道加大的不确定性的担忧。我们认为目前核心管理层暂未有变动风险，汾酒的库存已经是次高端赛道中最良性的(1-1.5个月，3月下旬发货后短期库存会偏高，其余次高端基本在2个月+)。Q1预计腰部青20/25、巴拿马增速>玻汾/复兴版，玻汾全年仍控量，Q2低基数下渠道打法会更灵活，批价上行的胜率明确(目前青20 345-350元，复兴版780-790元)。

3) 公司的成长性其实并不低，我们预计23-25年收入复合增速20-25%，利润复合增速25-30%，处于整个板块的前列，特别在百亿以上规模酒企中成长性靠前。规模化扩张的底气就是清香之势的释放、全国化基因的释放，清香渗透率逐步向20%甚至以上提升，当地清香渗透率提升会带动复兴版等高价值产品的动销氛围。

公司当前估值性价比已然明确，对于赛道景气度、产品批价、管理层担忧等要素，只待催化重回复兴之势，且渠道对后期展望仍乐观。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司22-24年收入增速为30.2%、23.2%、19.6%，归母净利润增速为48.7%、27.7%、24.9%，对应EPS为6.47、8.27、10.32元，股票现价对应PE估值为37.7/29.5/23.6倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济承压风险；政策风险；全国化进展不及预期。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：244.11元

相关报告：

1.《山西汾酒公司点评：业绩超预期兑现，结构向好弹性释放》，2023.1.20

2.《利润端超弹性落地，产品结构持续加速-山西汾酒22Q3业绩点评》，2022.10.28

3.《弹性如期而至，势能多点开花-山西汾酒22Q3业绩预告点评》，2022.10.13



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,990	19,971	25,998	32,032	38,313
营业收入增长率	17.8%	42.8%	30.2%	23.2%	19.6%
归母净利润(百万元)	3,079	5,314	7,899	10,089	12,596
归母净利润增长率	58.8%	72.6%	48.7%	27.7%	24.9%
摊薄每股收益(元)	3.53	4.36	6.47	8.27	10.32
每股经营性现金流净额	2.31	6.27	7.04	9.05	8.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.5%	34.9%	39.7%	39.1%	37.9%
P/E	106.2	72.5	37.7	29.5	23.6
P/B	33.5	25.3	15.0	11.5	9.0

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>11,880</b>	<b>13,990</b>	<b>19,971</b>	<b>25,998</b>	<b>32,032</b>	<b>38,313</b>
增长率	17.8%	42.8%	30.2%	23.2%	19.6%	
主营业务成本	-3,336	-3,896	-5,011	-5,773	-6,599	-7,293
%销售收入	28.1%	27.8%	25.1%	22.2%	20.6%	19.0%
<b>毛利</b>	<b>8,544</b>	<b>10,094</b>	<b>14,960</b>	<b>20,225</b>	<b>25,432</b>	<b>31,020</b>
%销售收入	71.9%	72.2%	74.9%	77.8%	79.4%	81.0%
营业税金及附加	-2,253	-2,503	-3,730	-4,654	-5,702	-6,781
%销售收入	19.0%	17.9%	18.7%	17.9%	17.8%	17.7%
销售费用	-2,581	-2,276	-3,160	-3,718	-4,549	-5,364
%销售收入	21.7%	16.3%	15.8%	14.3%	14.2%	14.0%
管理费用	-855	-1,089	-1,167	-1,378	-1,666	-1,954
%销售收入	7.2%	7.8%	5.8%	5.3%	5.2%	5.1%
研发费用	-22	-17	-23	-30	-37	-44
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,832</b>	<b>4,209</b>	<b>6,881</b>	<b>10,445</b>	<b>13,480</b>	<b>16,877</b>
%销售收入	23.8%	30.1%	34.5%	40.2%	42.1%	44.1%
财务费用	103	68	33	48	-83	-161
%销售收入	-0.9%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	0.3%	0.4%
资产减值损失	5	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	28	0	0	0
投资收益	-98	-49	72	20	30	50
%税前利润	n.a	n.a	1.0%	0.2%	0.2%	0.3%
<b>营业利润</b>	<b>2,843</b>	<b>4,235</b>	<b>7,029</b>	<b>10,518</b>	<b>13,431</b>	<b>16,771</b>
营业利润率	23.9%	30.3%	35.2%	40.5%	41.9%	43.8%
营业外收支	2	2	61	4	4	4
税前利润	2,845	4,237	7,091	10,522	13,435	16,775
利润率	23.9%	30.3%	35.5%	40.5%	41.9%	43.8%
所得税	-792	-1,121	-1,701	-2,524	-3,223	-4,024
所得税率	27.8%	26.5%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	2,054	3,116	5,390	7,998	10,212	12,751
少数股东损益	115	37	76	99	124	154
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,939</b>	<b>3,079</b>	<b>5,314</b>	<b>7,899</b>	<b>10,089</b>	<b>12,596</b>
净利率	16.3%	22.0%	26.6%	30.4%	31.5%	32.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,054	3,116	5,390	7,998	10,212	12,751
少数股东损益	115	37	76	99	124	154
非现金支出	137	148	180	206	255	324
非经营收益	-349	-325	-531	-327	-398	-272
营运资金变动	1,235	-929	2,607	709	978	-2,806
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,077</b>	<b>2,010</b>	<b>7,645</b>	<b>8,586</b>	<b>11,048</b>	<b>9,997</b>
资本开支	-140	-195	-156	-919	-1,424	-2,113
投资	71	-595	-4,788	-5,242	-4,000	-4,000
其他	97	50	107	20	30	50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>28</b>	<b>-740</b>	<b>-4,837</b>	<b>-6,141</b>	<b>-5,394</b>	<b>-6,063</b>
股权募资	110	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-13	0	0
其他	-957	-1,369	-183	-3,239	-4,137	-5,165
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-847</b>	<b>-1,369</b>	<b>-183</b>	<b>-3,253</b>	<b>-4,137</b>	<b>-5,165</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2,258</b>	<b>-101</b>	<b>2,625</b>	<b>-808</b>	<b>1,517</b>	<b>-1,231</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,964	4,607	6,146	5,333	6,847	5,614
应收款项	2,769	4,423	4,515	5,619	6,603	11,346
存货	5,258	6,354	8,189	8,225	9,221	10,090
其他流动资产	652	425	6,435	11,446	15,470	19,491
<b>流动资产</b>	<b>12,642</b>	<b>15,808</b>	<b>25,286</b>	<b>30,623</b>	<b>38,142</b>	<b>46,541</b>
%总资产	78.7%	79.9%	84.4%	84.3%	84.0%	83.4%
长期投资	26	68	105	105	105	105
固定资产	2,131	2,290	2,493	3,095	4,150	5,836
%总资产	13.3%	11.6%	8.3%	8.5%	9.1%	10.5%
无形资产	322	346	363	457	549	640
非流动资产	3,425	3,971	4,669	5,697	7,243	9,260
%总资产	21.3%	20.1%	15.6%	15.7%	16.0%	16.6%
<b>资产总计</b>	<b>16,068</b>	<b>19,779</b>	<b>29,955</b>	<b>36,321</b>	<b>45,385</b>	<b>55,802</b>
短期借款	0	0	13	0	0	0
应付款项	3,554	3,254	4,223	4,278	4,903	5,435
其他流动负债	4,835	6,375	10,029	11,591	13,949	16,244
流动负债	8,389	9,629	14,265	15,869	18,852	21,679
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	55	84	103	106	111	114
负债	8,443	9,714	14,368	15,975	18,964	21,793
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,447</b>	<b>9,777</b>	<b>15,223</b>	<b>19,883</b>	<b>25,835</b>	<b>33,267</b>
其中：股本	872	872	1,220	1,220	1,220	1,220
未分配利润	6,004	8,289	12,941	17,601	23,554	30,986
少数股东权益	178	288	364	463	587	741
<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,068</b>	<b>19,779</b>	<b>29,955</b>	<b>36,321</b>	<b>45,385</b>	<b>55,802</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.224	3.533	4.355	6.474	8.269	10.324
每股净资产	8.545	11.218	12.476	16.297	21.175	27.267
每股经营现金净流	3.530	2.306	6.266	7.037	9.055	8.193
每股股利	0.900	0.200	1.800	2.654	3.390	4.233
<b>回报率</b>						
净资产收益率	26.03%	31.49%	34.91%	39.73%	39.05%	37.86%
总资产收益率	12.06%	15.57%	17.74%	21.75%	22.23%	22.57%
投入资本收益率	26.76%	30.66%	33.45%	38.94%	38.70%	37.66%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	26.63%	17.76%	42.75%	30.18%	23.21%	19.61%
EBIT增长率	31.79%	48.62%	63.47%	51.81%	29.05%	25.20%
净利润增长率	32.16%	58.85%	72.56%	48.65%	27.73%	24.85%
总资产增长率	35.83%	23.09%	51.45%	21.25%	24.96%	22.95%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	460.3	544.0	529.7	520.0	510.0	505.0
应付账款周转天数	154.7	160.6	117.8	115.0	113.0	111.0
固定资产周转天数	49.8	46.0	41.1	35.8	34.2	35.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-51.98%	-45.77%	-78.03%	-80.43%	-82.80%	-72.46%
EBIT利息保障倍数	-27.6	-61.9	-207.7	-218.3	163.1	105.1
资产负债率	52.55%	49.11%	47.97%	43.98%	41.78%	39.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-29	买入	307.10	N/A
2	2021-12-28	买入	321.41	N/A
3	2022-03-10	买入	273.95	N/A
4	2022-04-28	买入	268.85	N/A
5	2022-08-25	买入	263.00	N/A
6	2022-10-13	买入	278.50	N/A
7	2022-10-28	买入	229.70	N/A
8	2023-01-20	买入	298.48	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

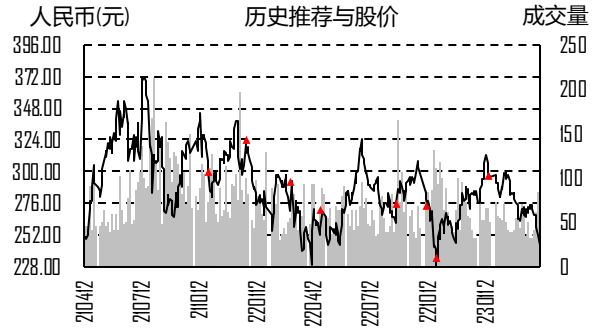
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402