山西汾酒（600809）

2023 年 1-3 月主要经营情况点评：1 季度目标顺利完成， 高质量发展动力充足

买入（维持）

2023 年 04 月 11 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	19,971	26,029	32,496	39,686
同比	43%	30%	25%	22%
归属母公司净利润（百万元）	5,314	7,919	10,133	12,749
同比	73%	49%	28%	26%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	4.36	6.49	8.31	10.45
P/E（现价&最新股本摊薄）	56.05	37.61	29.39	23.36

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **事件：**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。表现良好，业绩略高于预期。
- **产品结构持续上移，青花系列保持高增。**我们预计 2022 年青花系列收入同比 60%+，超过年初既定目标，占比提升至 40%+，老白汾、巴拿马系列增速高于平均增速，玻汾实行控量供货配额制，预计 2022 年同比增长大个位数，献礼版在部分城市上市，2023 年公司将继续进行全国化推广。
- **1 季度目标顺利完成，持续推进消费者培育。**公司一季度回款发货进度符合公司预期，2 月份全面停货 20 天，当前库存 1.5 个月左右，处于健康水平，阶段性控货已结束；此外公司反馈 1 月份动销相对平稳，2 月控货去库存保持较好价盘，1 季度收入目标顺利完成；二季度起将重点推进复兴版的品鉴、消费者培育等基础性工作。
- **稳中求进，全方位推动高质量发展。**近几年团队的干劲、管理层的前瞻思路、营销改革红利持续在验证。2023 年公司将继续全方位推动汾酒营销实现更高质量发展。此前市场部分担忧 23Q1 业绩因高基数增速面临压力，叠加短期库存及批价波动及管理层传闻，一定程度造成年初以来公司估值回落，23Q1，公司基础工作扎实，领导班子管理水平凸显，我们预计 2023 年在稳健目标增长下有望继续实现产品结构提升和市场拓展。
- **盈利预测与投资评级：**23Q1 业绩增速位于市场预期上限，此前负面市场情绪有望逐步消化，清香龙头压力下向上趋势不改，我们基本维持 2022-2024 年归母净利润为 79、101、127 亿元，同比增长 49%、 28%、26%，当前市值对应 PE 为 38/29/23X，维持“买入”评级。
- 风险提示：消费复苏不及预期、省外扩张不及预期。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	244.11
一年最低/最高价	227.31/333.00
市净率(倍)	14.74
流通 A 股市值(百万元)	297,255.93
总市值(百万元)	297,832.12

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.56
资产负债率(%,LF)	38.38
总股本(百万股)	1,220.07
流通 A 股(百万股)	1,217.71

相关研究

《山西汾酒(600809)：2022 年度业绩预告点评：全年顺利收官，业绩表现略超预期》 2023-01-20

《山西汾酒(600809)：直面挑战，实现高质发展》 2022-12-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	**25,286**	**33,413**	**46,293**	**60,215**
货币资金及交易性金融资产	12,176	14,659	22,669	30,651
经营性应收款项	4,576	8,870	12,007	14,219
存货	8,189	9,477	11,188	14,941
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	345	406	429	405
非流动资产	**4,669**	**4,805**	**4,988**	**5,208**
长期股权投资	76	76	76	76
固定资产及使用权资产	2,282	2,364	2,544	2,749
在建工程	247	283	296	318
无形资产	363	380	370	364
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	1,700	1,701	1,701	1,700
资产总计	**29,955**	**38,217**	**51,281**	**65,424**
流动负债	**14,265**	**15,463**	**20,205**	**24,219**
短期借款及一年内到期的非流动负债	13	13	13	13
经营性应付款项	2,812	3,685	4,835	6,041
合同负债	7,376	3,440	5,273	6,774
其他流动负债	4,064	8,325	10,085	11,391
非流动负债	103	103	103	103
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	16	16	16	16
其他非流动负债	87	87	87	87
负债合计	**14,368**	**15,566**	**20,308**	**24,321**
归属母公司股东权益	15,223	22,210	30,439	40,444
少数股东权益	364	442	534	659
所有者权益合计	**15,587**	**22,652**	**30,973**	**41,102**
负债和股东权益	**29,955**	**38,217**	**51,281**	**65,424**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**19,971**	**26,029**	**32,496**	**39,686**
营业成本(含金融类)	5,011	6,255	7,808	9,074
税金及附加	3,730	4,685	5,719	7,144
销售费用	3,160	3,774	4,712	5,755
管理费用	1,167	1,041	1,202	1,429
研发费用	23	18	23	30
财务费用	-33	-248	-389	-643
加:其他收益	14	8	16	24
投资净收益	72	0	0	0
公允价值变动	28	0	0	0
减值损失	2	3	5	4
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**7,029**	**10,514**	**13,441**	**16,927**
营业外净收支	61	9	13	13
利润总额	**7,091**	**10,523**	**13,454**	**16,940**
减:所得税	1,701	2,527	3,229	4,066
净利润	**5,390**	**7,996**	**10,225**	**12,874**
减:少数股东损益	76	78	92	125
归属母公司净利润	**5,314**	**7,919**	**10,133**	**12,749**
每股收益-最新股本摊薄(元)	4.36	6.49	8.31	10.45
EBIT	6,896	10,255	13,031	16,256
EBITDA	7,078	10,514	13,324	16,558
毛利率(%)	74.91	75.97	75.97	77.14
归母净利率(%)	26.61	30.42	31.18	32.13
收入增长率(%)	42.75	30.33	24.85	22.13
归母净利润增长率(%)	72.56	49.03	27.96	25.82

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,645	3,800	10,376	11,236
投资活动现金流	-4,837	-386	-462	-510
筹资活动现金流	-183	-931	-1,904	-2,745
现金净增加额	2,625	2,483	8,010	7,981
折旧和摊销	181	259	292	302
资本开支	-156	-384	-461	-508
营运资本变动	2,368	-8,643	-1,861	-3,253

重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净资产(元)	12.48	14.16	19.40	25.78
最新发行在外股份（百万股）	1,220	1,220	1,220	1,220
ROIC(%)	40.83	40.70	36.90	34.26
ROE-摊薄(%)	34.91	35.65	33.29	31.52
资产负债率(%)	47.97	40.73	39.60	37.18
P/E（现价&最新股本摊薄）	56.05	37.61	29.39	23.36
P/B（现价）	19.57	17.24	12.58	9.47

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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