

2023年4月11日

Q1 收入业绩略超预期，已处阶段底部

山西汾酒(600809)

评级:	买入	股票代码:	600809
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	318.80/241.00
目标价格:		总市值(亿)	2,996.01
最新收盘价:	245.56	自由流通市值(亿)	2,990.32
		自由流通股数(百万)	1,217.71

事件概述

公司23年1-3月主要经营情况公告，22Q1公司预计实现营业总收入126.36亿元左右，同比+20%左右；预计实现归母净利润44.52亿元左右，同比+20%。收入业绩增速略超市场预期。

分析判断:

► 一季度情况达成市场预期

2023年以来，公司持续深化市场布局，积极打造汾酒全方位产品矩阵，强化市场秩序管理，市场销售呈现稳中有升的良好态势。结合盈利预测全年收入情况预计23Q1回款进度40%左右，公司回款情况较好，根据历史Q1收入占全年比例来看我们认为公司顺利完成23Q1既定目标。根据名酒观察报道，1月春节前公司动销情况良好，2月停货稳固批价水平，3月复兴版持续停货说明公司对一季度目标完成较有信心。我们判断当前渠道库存处于相对较低水平，根据酒业家的数据，青20批价350元、复兴版批价790元。23Q1公司归母净利率35.22%，在22Q1的高基数下同比基本持平，我们预计产品结构仍然维持上升趋势，青花系列增速领先，中档老白汾增速也相对较快。

► 二季度有望持续恢复，基本面上行存在预期差

我们认为23年公司仍然坚持“1357+10”战略，次高端青花20决定省外扩张基调、青30围绕高端消费培育拉动产品结构升级、玻汾奠定公司稳定发展基础、献礼版玻汾卡位高线光瓶酒赛道。

我们认为22年12月防疫政策优化以来，白酒消费场景开始环比恢复，春节后部分地区动销仍能维持较好情况，根据名酒观察汾酒省外渠道库存明显去化，经销商信心逐渐恢复，预计随着我国经济复苏趋势逐步确立，大众餐饮、商务宴请等消费场景逐渐修复，二季度基本面有望继续上升，存在预期差。中长期来看，我们认为汾酒持续巩固公司清香龙头优势，未来有望实现品牌复兴。当前估值相对较低，建议重点关注。

投资建议

维持盈利预测不变，22-24年营业收入256.01/322.37/394.70亿元；归母净利润76.51/100.38/126.59亿元；EPS 6.27/8.23/10.38元，2023年4月11日收盘价245.56元对应估值分别为39/30/24倍。维持“买入”评级。

风险提示

经济恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,990	19,971	25,601	32,237	39,470
YoY (%)	17.6%	42.8%	28.2%	25.9%	22.4%
归母净利润(百万元)	3,079	5,314	7,651	10,038	12,659

YoY (%)	56.4%	72.6%	44.0%	31.2%	26.1%
毛利率 (%)	72.2%	74.9%	75.9%	76.7%	77.5%
每股收益 (元)	2.54	4.37	6.27	8.23	10.38
ROE	31.5%	34.9%	37.0%	36.0%	34.4%
市盈率	96.83	56.13	39.15	29.84	23.66

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

联系人: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	19,971	25,601	32,237	39,470	净利润	5,390	7,728	10,114	12,742
YoY (%)	42.8%	28.2%	25.9%	22.4%	折旧和摊销	181	355	468	629
营业成本	5,011	6,163	7,499	8,867	营运资金变动	2,607	1,188	722	586
营业税金及附加	3,730	4,352	5,319	6,434	经营活动现金流	7,645	9,384	11,463	14,152
销售费用	3,160	3,533	4,416	5,368	资本开支	-156	-1,355	-1,883	-2,543
管理费用	1,167	1,280	1,580	1,895	投资	-4,788	0	0	0
财务费用	-33	-92	-148	-184	投资活动现金流	-4,837	-1,470	-2,044	-2,740
研发费用	23	20	23	28	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	72	-115	-161	-197	筹资活动现金流	-183	-2,197	-2,867	-3,660
营业利润	7,029	10,235	13,394	16,875	现金净流量	2,625	5,717	6,552	7,751
营业外收支	61	2	2	2					
利润总额	7,091	10,236	13,396	16,877	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	1,701	2,508	3,282	4,135	成长能力				
净利润	5,390	7,728	10,114	12,742	营业收入增长率	42.8%	28.2%	25.9%	22.4%
归属于母公司净利润	5,314	7,651	10,038	12,659	净利润增长率	72.6%	44.0%	31.2%	26.1%
YoY (%)	72.6%	44.0%	31.2%	26.1%	盈利能力				
每股收益	4.37	6.27	8.23	10.38	毛利率	74.9%	75.9%	76.7%	77.5%
					净利率	27.0%	30.2%	31.4%	32.3%
					总资产收益率 ROA	17.7%	21.8%	23.6%	24.4%
					净资产收益率 ROE	34.9%	37.0%	36.0%	34.4%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
货币资金	6,146	11,863	18,415	26,166	流动比率	1.77	2.12	2.51	3.00
预付款项	163	160	165	168	速动比率	1.19	1.62	2.07	2.60
存货	8,189	6,754	6,163	5,587	现金比率	0.43	0.85	1.30	1.83
其他流动资产	10,788	10,709	10,751	10,892	资产负债率	48.0%	39.9%	33.4%	27.7%
流动资产合计	25,286	29,486	35,494	42,813	经营效率				
长期股权投资	76	76	76	76	总资产周转率	0.67	0.73	0.76	0.76
固定资产	2,247	3,209	4,684	6,634	每股指标 (元)				
无形资产	363	533	630	764	每股收益	4.37	6.27	8.23	10.38
非流动资产合计	4,669	5,672	7,089	9,006	每股净资产	12.48	16.95	22.83	30.21
资产合计	29,955	35,158	42,583	51,819	每股经营现金流	6.27	7.69	9.40	11.60
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	1.80	2.35	3.00
应付账款及票据	2,812	2,398	2,198	1,700	估值分析				
其他流动负债	11,453	11,539	11,917	12,568	PE	56.13	39.15	29.84	23.66
流动负债合计	14,265	13,937	14,115	14,269	PB	25.31	15.51	11.52	8.71
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	103	103	103	103					
非流动负债合计	103	103	103	103					
负债合计	14,368	14,039	14,218	14,372					
股本	1,220	1,220	1,220	1,220					
少数股东权益	364	441	517	600					
股东权益合计	15,587	21,119	28,366	37,448					
负债和股东权益合计	29,955	35,158	42,583	51,819					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。