

白酒

山西汾酒（600809.SH）

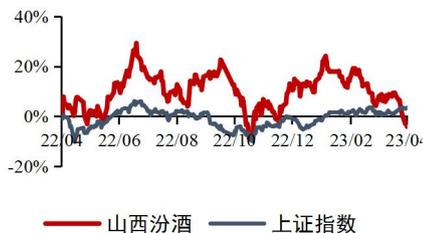
买入-A(维持)

Q1 业绩略超预期，开门红提振信心

2023 年 4 月 12 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 4 月 12 日

收盘价（元）：	241.08
年内最高/最低（元）：	333.00/227.31
流通 A 股/总股本（亿）：	12.18/12.20
流通 A 股市值（亿）：	2,935.66
总市值（亿）：	2,941.35

基础数据：2022 年 9 月 30 日

基本每股收益：	5.83
摊薄每股收益：	5.83
每股净资产（元）：	16.89
净资产收益率：	34.70

资料来源：最闻

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

公司发布公告称，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；预计实现归母净利润 44.52 亿元左右，同比增长 20%左右。

事件点评

Q1 实现开门红，Q2 低基数有望释放高弹性。在 22Q1 高基数压力下，公司一季度收入和利润实现 20%左右的增长，如期实现开门红，略超市场预期，表现优越。主要在于公司战略灵活，管理精准可控，产品组合和区域结构轮动出牌，推动汾酒增长。在汾酒销售公司 2023 年营销工作动员会上，公司领导提出了汾酒营销工作的“十六字方针”，稳中求进，进中求变，变中求优。具体来看：回款发货节奏方面，春节前旺季加大回款，节后 2 月通过控货稳定批价，3 月发货好于预期；市场方面，一季度公司动态布局省内和省外市场，以利于稳定价格和省外市场的健康发展；产品方面，青花 25 和巴拿马贡献省内主要增量，青花 30 复兴版稳价为主。此外，Q2 低基数有望释放高弹性，预计产品结构继续上移，重点做高端宴席和高端圈层营销。

拨开云雾见月明，底部区域买点已现。我们认为公司二季度各项压制因素逐渐明朗，汾酒底部区域买点已现，逻辑如下：（1）公司管理层人员稳定，工作态度保持积极向上，年后组团赴北京、广州、深圳、山东等进行市场调研指导工作；（2）之前市场担忧公司 Q1 高基数下业绩承压，如今汾酒如期实现开门红；（3）关于青花系列批价以及库存情况，短期公司部分区域库存略高以及青花 20 批价下行，主要在于经过 2 月份控货后，3 月份正常发货引起局部区域短期波动，随着 4 月份公司开始控制发货节奏，消费场景持续回暖，库存、价盘等有望逐渐改善；（4）从香型发展来看，在清香龙头汾酒的引领下，清香型白酒已爆发出强劲的增长势能，清香品类正加速扩容。

盈利预测、估值分析和投资建议：展望 23 年，公司将围绕“13348”经营思路，经营战略灵活可控，结构优化有望逐渐演绎，助力公司高质量发展。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。因此，未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率有望不断提高。预计 2022-2024 年公司归母净利润 79.24 亿、104.60 亿、139.47 亿，EPS 分别为 6.49 元、8.57 元、11.43 元，对应当前股价，PE 分别为 37.8 倍、28.6 倍、21.5 倍。维持“买入-A”评级。

风险提示：疫情超预期的风险，省外扩张不达预期，宏观经济风险

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,990	19,971	26,040	32,551	40,378
YoY(%)	17.8	42.8	30.4	25.0	24.0
净利润(百万元)	3,079	5,314	7,924	10,460	13,947
YoY(%)	58.8	72.6	49.1	32.0	33.3
毛利率(%)	72.2	74.9	77.0	78.9	80.4
EPS(摊薄/元)	2.52	4.36	6.49	8.57	11.43
ROE(%)	31.0	34.6	38.0	34.7	32.4
P/E(倍)	97.3	56.4	37.8	28.6	21.5
P/B(倍)	30.6	19.7	14.3	10.0	7.0
净利率(%)	22.0	26.6	30.4	32.1	34.5

数据来源: 最闻, 山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15808	25286	28457	41933	52755
现金	4607	6146	8176	20023	29221
应收票据及应收账款	2	1	3	2	4
预付账款	117	163	202	254	311
存货	6354	8189	9178	10788	12225
其他流动资产	4729	10787	10899	10866	10994
非流动资产	3971	4669	5751	6669	7699
长期投资	39	76	113	148	184
固定资产	1762	2247	3141	3913	4776
无形资产	339	363	376	394	418
其他非流动资产	1830	1983	2121	2214	2322
资产总计	19779	29955	34208	48603	60454
流动负债	9629	14265	12501	17461	16263
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2311	2812	3307	3728	4380
其他流动负债	7318	11453	9194	13733	11883
非流动负债	84	103	103	103	103
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	84	103	103	103	103
负债合计	9714	14368	12604	17564	16365
少数股东权益	288	364	655	971	1294
股本	872	1220	1220	1220	1220
资本公积	204	452	452	452	452
留存收益	8708	13499	18099	25334	35185
归属母公司股东权益	9777	15223	20950	30068	42795
负债和股东权益	19779	29955	34208	48603	60454

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2010	7645	5392	14078	11232
净利润	3116	5390	8214	10776	14270
折旧摊销	152	171	209	285	366
财务费用	-68	-33	-85	-260	-537
投资损失	49	-72	-29	-29	-20
营运资金变动	-1009	2368	-2892	3331	-2822
其他经营现金流	-230	-178	-25	-25	-25
投资活动现金流	-740	-4837	-1237	-1149	-1350
筹资活动现金流	-1369	-183	-2125	-1082	-683
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.52	4.36	6.49	8.57	11.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	6.27	4.42	11.54	9.21
每股净资产(最新摊薄)	8.01	12.48	17.17	24.64	35.08

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13990	19971	26040	32551	40378
营业成本	3896	5011	5984	6879	7929
营业税金及附加	2503	3730	4687	5859	7026
营业费用	2276	3160	2864	3743	4643
管理费用	1089	1167	1432	1758	2100
研发费用	17	23	31	39	48
财务费用	-68	-33	-85	-260	-537
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	28	25	25	25
投资净收益	-49	72	29	29	20
营业利润	4235	7029	11180	14587	19213
营业外收入	6	71	20	25	30
营业外支出	4	10	5	5	6
利润总额	4237	7091	11196	14607	19238
所得税	1121	1701	2982	3830	4968
税后利润	3116	5390	8214	10776	14270
少数股东损益	37	76	291	316	323
归属母公司净利润	3079	5314	7924	10460	13947
EBITDA	4250	7077	11190	14469	18865

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	17.8	42.8	30.4	25.0	24.0
营业利润(%)	48.9	66.0	59.1	30.5	31.7
归属于母公司净利润(%)	58.8	72.6	49.1	32.0	33.3
获利能力					
毛利率(%)	72.2	74.9	77.0	78.9	80.4
净利率(%)	22.0	26.6	30.4	32.1	34.5
ROE(%)	31.0	34.6	38.0	34.7	32.4
ROIC(%)	30.7	34.3	38.3	34.7	32.0
偿债能力					
资产负债率(%)	49.1	48.0	36.8	36.1	27.1
流动比率	1.6	1.8	2.3	2.4	3.2
速动比率	0.5	0.9	1.2	1.5	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	3534.1	13601.1	13601.1	13601.1	13601.1
应付账款周转率	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0
估值比率					
P/E	97.3	56.4	37.8	28.6	21.5
P/B	30.6	19.7	14.3	10.0	7.0
EV/EBITDA	69.5	40.7	25.6	19.0	14.1

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

