

## 山西汾酒 (600809.SH) 长期发展抱有信心，配置价值逐步显现

2023年04月13日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

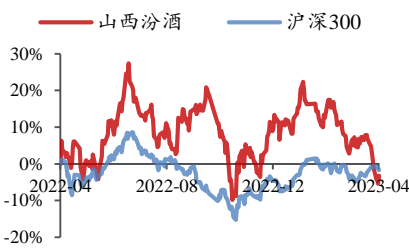
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2023/4/13
当前股价(元)	246.67
一年最高最低(元)	333.00/227.31
总市值(亿元)	3,009.56
流通市值(亿元)	3,003.73
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.18
近3个月换手率(%)	24.26

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《稳中求进，势头不减——公司信息更新报告》-2022.11.1

《单季度业绩波动，全年目标不变——公司信息更新报告》-2022.8.26

《2021年高质量增长，2022年开端亮眼——公司信息更新报告》-2022.4.28

### ● 一季度业绩好于预期，估值性价比凸显，维持“买入”评级

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。公司一季度业绩好于预期，有望高质量完成全年任务，我们上调2022-2024年盈利预测，预计2022-2024年净利润分别为79.2（+3.3）亿元、103.4（+3.2）亿元、133.7（+0.2）亿元，同比分别+49.0%、+30.6%、+29.3%，EPS分别为6.49（+0.27）、8.47（+0.25）元、10.95（+0.01）元，当前股价对应PE分别为38.0、29.1、22.5倍。公司股价急跌，估值性价比凸显，公司结构升级仍有空间、全国化趋势不变，维持“买入”评级。

### ● 动销、库存良性发展，高基数下实现较快增长，全年目标完成压力不大

公司市场基础健康，一季度期间动销、库存都属于良好水平，在2022年Q1高基数下，2023年1-3月公司收入和利润实现稳健增长。展望全年看，随着经济复苏带动商务、宴席需求恢复，公司全年业绩目标完成压力不大。

### ● 产品结构延续升级策略，全国化市场深入布局

从产品策略上来看，公司产品矩阵形成多点发力，并坚持抓青花、强腰部、稳玻汾的策略，2023年青花30更看实际需求，青花20承担大部分增量，青花系列将继续引领产品结构向上升级；玻汾仍然属于比较严控的状态，变化是巴拿马开始全国化招商。从市场策略来看，山西市场承担较大增量，河南市场主动调整，潜力型市场仍然增长要求较高。

### ● 内外工作有序开展，组织改革红利持续释放

公司内部运营和外部销售处于有序推进状态，公司高端化、精细化、全国化等多方面潜力仍未被充分挖掘，现阶段的组织结构改革将为公司凝聚新的力量，打开更高空间。

### ● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,990	19,971	25,952	32,077	39,213
YOY(%)	17.6	42.8	29.9	23.6	22.2
归母净利润(百万元)	3,079	5,314	7,918	10,338	13,365
YOY(%)	56.4	72.6	49.0	30.6	29.3
毛利率(%)	72.2	74.9	77.0	78.2	80.3
净利率(%)	22.3	27.0	30.5	32.2	34.1
ROE(%)	31.0	34.6	37.2	34.0	31.8
EPS(摊薄/元)	2.52	4.36	6.49	8.47	10.95
P/E(倍)	97.7	56.6	38.0	29.1	22.5
P/B(倍)	30.8	19.8	14.4	10.0	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	15808	25286	30404	39715	50542
现金	4607	6146	10169	17474	27909
应收票据及应收账款	2	1	3	2	4
其他应收款	141	103	214	177	301
预付账款	117	163	200	249	300
存货	6354	8189	9135	11128	11345
其他流动资产	4589	10684	10684	10684	10684
<b>非流动资产</b>	3989	4669	5721	6580	7496
长期投资	39	76	110	144	178
固定资产	1764	2247	3119	3844	4615
无形资产	339	363	376	394	414
其他非流动资产	1846	1983	2115	2198	2289
<b>资产总计</b>	19797	29955	36125	46294	58039
<b>流动负债</b>	9637	14265	14713	15763	15849
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2311	2812	3291	3848	4070
其他流动负债	7325	11453	11421	11915	11779
<b>非流动负债</b>	95	103	103	103	103
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	95	103	103	103	103
<b>负债合计</b>	9732	14368	14815	15866	15951
少数股东权益	288	364	365	366	367
股本	872	1220	1220	1220	1220
资本公积	204	452	452	452	452
留存收益	8708	13499	18497	25386	34553
<b>归属母公司股东权益</b>	9777	15223	20945	30063	41720
<b>负债和股东权益</b>	19797	29955	36125	46294	58039

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2010	7645	7408	9471	12990
净利润	3116	5390	7919	10339	13367
折旧摊销	152	171	210	284	359
财务费用	-68	-33	-81	-192	-421
投资损失	49	-72	3	3	3
营运资金变动	-1011	2368	-639	-960	-316
其他经营现金流	-228	-178	-3	-3	-2
<b>投资活动现金流</b>	-740	-4837	-1257	-1137	-1268
资本支出	196	156	1227	1109	1242
长期投资	-595	-4788	-34	-34	-34
其他投资现金流	51	107	4	6	8
<b>筹资活动现金流</b>	-1369	-183	-2128	-1028	-1287
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	349	0	0	0
资本公积增加	-133	248	0	0	0
其他筹资现金流	-1236	-779	-2128	-1028	-1287
<b>现金净增加额</b>	-101	2625	4023	7306	10434

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	13990	19971	25952	32077	39213
营业成本	3896	5011	5969	6982	7743
营业税金及附加	2503	3730	4723	5838	7137
营业费用	2276	3160	3374	4010	4902
管理费用	1089	1167	1246	1443	1765
研发费用	17	23	36	45	50
财务费用	-68	-33	-81	-192	-421
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	3	14	8	11	10
公允价值变动收益	0	28	7	9	11
投资净收益	-49	72	-3	-3	-3
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	4235	7029	10702	13974	18065
营业外收入	6	71	6	6	6
营业外支出	4	10	7	8	8
<b>利润总额</b>	4237	7091	10701	13972	18063
所得税	1121	1701	2782	3633	4696
<b>净利润</b>	3116	5390	7919	10339	13367
少数股东损益	37	76	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	3079	5314	7918	10338	13365
EBITDA	4250	7077	10666	13841	17742
EPS(元)	2.52	4.36	6.49	8.47	10.95

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.6	42.8	29.9	23.6	22.2
营业利润(%)	44.6	66.0	52.2	30.6	29.3
归属于母公司净利润(%)	56.4	72.6	49.0	30.6	29.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	72.2	74.9	77.0	78.2	80.3
净利率(%)	22.3	27.0	30.5	32.2	34.1
ROE(%)	31.0	34.6	37.2	34.0	31.8
ROIC(%)	59.8	181.0	170.0	158.5	171.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.2	48.0	41.0	34.3	27.5
净负债比率(%)	-45.2	-39.0	-47.5	-57.3	-66.2
流动比率	1.6	1.8	2.1	2.5	3.2
速动比率	0.9	1.2	1.4	1.8	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3454.3	13601.1	13601.1	13601.1	13601.1
应付账款周转率	2.3	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.52	4.36	6.49	8.47	10.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	6.27	6.07	7.76	10.65
每股净资产(最新摊薄)	8.01	12.48	17.17	24.64	34.19
<b>估值比率</b>					
P/E	97.7	56.6	38.0	29.1	22.5
P/B	30.8	19.8	14.4	10.0	7.2
EV/EBITDA	69.8	40.9	26.7	20.1	15.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn