

# 山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 利润超预期兑现，结构优化持续推进

### 简评

公司近期有所回调，我们认为，当前无需悲观看待公司的发展势能与前进的方向。从历史经验来看，白酒企业管理层禀赋固然是加分项，但品牌基础和渠道管控能力才是长期优势。清香规模化扩张势在必行，公司当前经营发展已进入成熟阶段，相关波动对公司整体影响实际低于市场预期。

### 经营分析

当前清香规模化扩张趋势仍在：长期来看，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，从省内汾酒全场景覆盖的表现中可见一斑，从远期看公司技改项目落地后产能仍有充沛扩充空间。在“1357+10”的市场布局思路下，省外特别是长江以南地区预计仍能实现超额增速。中期维度上，产品结构有望持续提升。公司的产品结构本身具备梯队性，各个价位段均有拿得出手的看家产品，下有玻汾当前已经实现全国化，上有青花系列 22 年营收已达百亿。公司对结构提升的战略定力持之以恒，结构向好亦能带动公司不断突破天花板、带来业绩弹性。

从当前的渠道反馈来看，公司基本面仍较为健康，回款销售进度均在预期之中。目前进度在 50%+，青 20 批价企稳约 350 元，复兴版约 790 元，库存在 1-1.5 个月，在次高端赛道中库存相对较低。我们始终认为，清香的释放是细水长流的过程，前期的培育沉淀是必经之路，包括渠道的精细化建设、清香型的培育导入等，并不急于一时之功。公司品牌调性占优，在百亿以上规模酒企中仍是成长性居前的标的，加上 SKU 的梯度性能承接持续渐进的升级步伐，公司估值长期向好具备确定性。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 23-25 年收入增速为 23.2%、21.5%、19.7%，归母净利润增速为 29.8%、25.9%、23.8%，对应 EPS 为 8.61、10.84、13.42 元，股票现价对应 PE 估值为 26.1/20.8/16.8 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)：224.99 元

相关报告：

- 《山西汾酒公司点评：利润超预期兑现，结构优化持续推进》，2023.4.27
- 《山西汾酒公司点评：业绩预告提振信心，高性价比凸显》，2023.4.10
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,971	26,214	32,302	39,250	46,981
营业收入增长率	42.8%	31.3%	23.2%	21.5%	19.7%
归母净利润(百万元)	5,314	8,096	10,507	13,225	16,370
归母净利润增长率	72.6%	52.4%	29.8%	25.9%	23.8%
摊薄每股收益(元)	4.36	6.64	8.61	10.84	13.42
每股经营性现金流净额	6.27	8.45	13.67	11.66	14.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.9%	38.0%	39.5%	39.8%	39.6%
P/E	72.5	42.9	26.1	20.8	16.8
P/B	25.3	16.3	10.3	8.3	6.6

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>13,990</b>	<b>19,971</b>	<b>26,214</b>	<b>32,302</b>	<b>39,250</b>	<b>46,981</b>	货币资金	4,607	6,146	11,201	14,196	19,132	25,685	
增长率	42.8%	31.3%	23.2%	21.5%	19.7%		应收款项	4,423	4,515	1,045	1,054	888	593	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,896</b>	<b>-5,011</b>	<b>-6,460</b>	<b>-7,376</b>	<b>-8,368</b>	<b>-9,483</b>	存货	6,354	8,189	9,650	11,114	12,724	14,549	
%销售收入	27.8%	25.1%	24.6%	22.8%	21.3%	20.2%	其他流动资产	425	6,435	7,306	8,335	9,357	10,382	
<b>毛利</b>	<b>10,094</b>	<b>14,960</b>	<b>19,754</b>	<b>24,927</b>	<b>30,881</b>	<b>37,498</b>	流动资产	15,808	25,286	29,202	34,699	42,102	51,209	
%销售收入	72.2%	74.9%	75.4%	77.2%	78.7%	79.8%	%总资产	79.9%	84.4%	79.6%	77.8%	78.4%	79.3%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2,503</b>	<b>-3,730</b>	<b>-4,602</b>	<b>-5,653</b>	<b>-6,829</b>	<b>-8,128</b>	长期投资	68	105	107	107	107	107	
%销售收入	17.9%	18.7%	17.6%	17.5%	17.4%	17.3%	固定资产	2,290	2,493	2,480	3,079	3,826	5,002	
<b>销售费用</b>	<b>-2,276</b>	<b>-3,160</b>	<b>-3,404</b>	<b>-3,909</b>	<b>-4,671</b>	<b>-5,497</b>	%总资产	11.6%	8.3%	6.8%	6.9%	7.1%	7.7%	
%销售收入	16.3%	15.8%	13.0%	12.1%	11.9%	11.7%	无形资产	346	363	1,076	1,164	1,250	1,336	
<b>管理费用</b>	<b>-1,089</b>	<b>-1,167</b>	<b>-1,214</b>	<b>-1,454</b>	<b>-1,747</b>	<b>-2,067</b>	非流动资产	3,971	4,669	7,484	9,904	11,601	13,362	
%销售收入	7.8%	5.8%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	%总资产	20.1%	15.6%	20.4%	22.2%	21.6%	20.7%	
<b>研发费用</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	<b>-58</b>	<b>-71</b>	<b>-87</b>	<b>-104</b>	<b>资产总计</b>	<b>19,779</b>	<b>29,955</b>	<b>36,686</b>	<b>44,604</b>	<b>53,703</b>	<b>64,571</b>	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	0	13	9	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>4,209</b>	<b>6,881</b>	<b>10,476</b>	<b>13,840</b>	<b>17,548</b>	<b>21,702</b>	应付款项	3,254	4,223	4,751	4,735	5,223	5,737	
%销售收入	30.1%	34.5%	40.0%	42.8%	44.7%	46.2%	其他流动负债	6,375	10,029	10,087	11,825	13,950	16,161	
<b>财务费用</b>	<b>68</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>162</b>	<b>85</b>	<b>137</b>	流动负债	9,629	14,265	14,846	16,560	19,173	21,898	
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	84	103	94	965	739	574	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	9,714	14,368	14,941	17,525	19,913	22,472	
<b>投资收益</b>	<b>-49</b>	<b>72</b>	<b>330</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>140</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>9,777</b>	<b>15,223</b>	<b>21,321</b>	<b>26,575</b>	<b>33,187</b>	<b>41,372</b>	
%税前利润	n.a	1.0%	3.0%	0.7%	0.7%	0.6%	其中：股本	872	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220	
<b>营业利润</b>	<b>4,235</b>	<b>7,029</b>	<b>10,873</b>	<b>14,112</b>	<b>17,762</b>	<b>21,989</b>	未分配利润	8,289	12,941	18,841	24,095	30,707	38,892	
营业利润率	30.3%	35.2%	41.5%	43.7%	45.3%	46.8%	少数股东权益	288	364	425	504	603	728	
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>61</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,779</b>	<b>29,955</b>	<b>36,686</b>	<b>44,604</b>	<b>53,703</b>	<b>64,571</b>	
<b>税前利润</b>	<b>4,237</b>	<b>7,091</b>	<b>10,876</b>	<b>14,116</b>	<b>17,766</b>	<b>21,992</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	30.3%	35.5%	41.5%	43.7%	45.3%	46.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-1,121</b>	<b>-1,701</b>	<b>-2,719</b>	<b>-3,529</b>	<b>-4,441</b>	<b>-5,498</b>	每股收益	3.533	4.355	6.636	8.613	10.840	13.418	
所得税率	26.5%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	11.218	12.476	17.475	21.783	27.203	33.912	
<b>净利润</b>	<b>3,116</b>	<b>5,390</b>	<b>8,157</b>	<b>10,587</b>	<b>13,324</b>	<b>16,494</b>	每股经营现金净流	2.306	6.266	8.450	13.673	11.663	14.469	
少数股东损益	37	76	61	79	99	124	每股股利	0.200	1.800	3.320	4.306	5.420	6.709	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,079</b>	<b>5,314</b>	<b>8,096</b>	<b>10,507</b>	<b>13,225</b>	<b>16,370</b>	<b>回报率</b>							
净利率	22.0%	26.6%	30.9%	32.5%	33.7%	34.8%	净资产收益率	31.49%	34.91%	37.97%	39.54%	39.85%	39.57%	
							总资产收益率	15.57%	17.74%	22.07%	23.56%	24.63%	25.35%	
							投入资本收益率	30.66%	33.45%	36.04%	38.25%	38.87%	38.59%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	17.76%	42.75%	31.26%	23.23%	21.51%	19.70%	
							EBIT增长率	48.62%	63.47%	52.26%	32.11%	26.79%	23.67%	
							净利润增长率	58.85%	72.56%	52.36%	29.79%	25.86%	23.78%	
							总资产增长率	23.09%	51.45%	22.47%	21.58%	20.40%	20.24%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
							存货周转天数	544.0	529.7	504.0	550.0	555.0	560.0	
							应付账款周转天数	160.6	117.8	114.8	110.0	105.0	100.0	
							固定资产周转天数	46.0	41.1	29.6	27.4	26.7	27.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-45.77%	-78.03%	-56.34%	-60.03%	-65.67%	-70.65%	
							EBIT利息保障倍数	-61.9	-207.7	-284.7	-85.2	-206.9	-158.4	
							资产负债率	49.11%	47.97%	40.73%	39.29%	37.08%	34.80%	

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	2022-03-10	买入	273.95	N/A
2	2022-04-28	买入	268.85	N/A
3	2022-08-25	买入	263.00	N/A
4	2022-10-13	买入	278.50	N/A
5	2022-10-28	买入	229.70	N/A
6	2023-01-20	买入	298.48	N/A
7	2023-04-10	买入	252.39	N/A
8	2023-04-27	买入	240.06	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

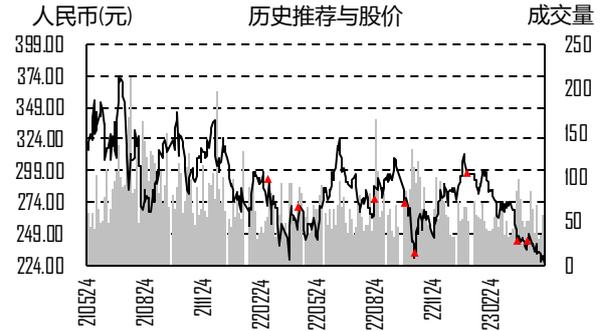
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806