

## 山西汾酒 (600809)

### 2022 年股东大会点评：营销改革思路清晰， 高质量发展延续

买入 (维持)

2023 年 05 月 31 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

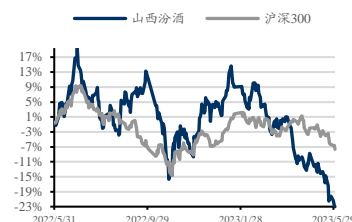
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	26,214	32,280	38,999	46,267
同比	31%	23%	21%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	8,096	10,502	13,121	15,964
同比	52%	30%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.64	8.61	10.76	13.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.62	24.37	19.51	16.04

关键词：#业绩超预期

#### 投资要点

- **事件：**近日我们参加了山西汾酒 2022 年股东大会，会上公司对经营情况、未来发展计划等方面进行了详细阐述，总结反馈如下：
- **完善“五个聚焦”，高端化战略持续推进。**公司将大力践行复兴纲领，用自身的品质文化担当带动清香往前，今年要聚焦一切资源全面发力，持续完善“五个聚焦”：营销发力、品质路线、文化赋能、深化改革、管理优化。分产品看，玻汾占领清香消费群体；巴拿马/老白汾加大市场投入，进一步提高市占率；青花以青 20 为基准线，向上拉升青花 30、40 的高端品牌引领消费升级，青花系列做好市场投入，进一步提高利润；竹叶青做好市场定位和市场细分，通过渠道深耕、终端有效推广/推荐提高品牌知名度；杏花村中高端重点为确定好重点市场，加大市场投入，进一步释放发展动能。
- **营销重点清晰，提升品牌势能。**目前汾酒品牌势能进一步释放，青花结构性增长势头强劲，中长期公司将坚持以践行高质量发展为中心、品牌资源共享和国际国内双驱动为原则，落实“明晰三大品牌的产品结构定位，扎实做好三大品牌对应的分销网络建设，三大品牌营销队伍优化”三项工作。分产品看，青花系列要在“渠道利润有保障、增速快提价高的过程、价格有所波动”之间把握好平衡，渠道/品牌/管理动能持续，加大圈层，全年青花增速如期完成确定性高。复兴版要做费用模式转化，从面的覆盖转化点的深度挖掘；公司成立营销前端小组，后续加强核心消费人群的互动来增强粘性，提升品牌势能。
- **渠道精细化持续推进，高质量发展后劲充足。**渠道方面，公司通过构建四大体系系统性进行管控：1) 构建扫码体系，将各类激励、费用和扫码挂钩；2) 构建资源配置体系，获取数据后可以实现资源分类，进行分类考核、分类匹配资源；3) 构建总部大后台支撑的营销管理体系，汾酒财务、营销中心等推进顶层设计，后台可以根据政策实现整体安排和指导。4) 构建过程+结果的双重考核激励体系，进一步激发团队积极性。
- **盈利预测与投资评级：**公司实际经营优秀，发展规划清晰，我们维持 2023-25 年归母净利润为 105、131、160 亿元，同比增长 30%、25%、22%，当前市值对应 PE 为 24/20/16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期，省外开拓不及预期，食品安全问题。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	209.83
一年最低/最高价	207.03/333.00
市净率(倍)	9.79
流通 A 股市值(百万元)	255,985.09
总市值(百万元)	255,985.09

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	21.43
资产负债率(% ,LF)	34.06
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

#### 相关研究

《山西汾酒(600809): 22 年年报及 23Q1 季报业绩点评: 开门红表现亮眼, 增长动能充足》

2023-04-28

《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》

2023-04-11

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>29,202</b>	<b>41,938</b>	<b>56,965</b>	<b>73,401</b>	<b>营业总收入</b>	<b>26,214</b>	<b>32,280</b>	<b>38,999</b>	<b>46,267</b>
货币资金及交易性金融资产	12,260	13,266	24,129	35,149	营业成本(含金融类)	6,460	7,501	8,460	9,360
经营性应收款项	1,146	10,989	14,375	16,536	税金及附加	4,602	5,552	6,747	8,097
存货	9,650	11,365	12,123	15,413	销售费用	3,404	4,196	5,148	6,385
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,214	1,501	1,774	2,082
其他流动资产	6,146	6,317	6,338	6,304	研发费用	58	65	70	93
<b>非流动资产</b>	<b>7,484</b>	<b>7,618</b>	<b>7,798</b>	<b>8,016</b>	财务费用	-37	-336	-452	-755
长期股权投资	80	80	80	80	加:其他收益	10	14	19	20
固定资产及使用权资产	2,147	2,227	2,404	2,607	投资净收益	330	323	390	463
在建工程	355	391	404	426	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	1,076	1,093	1,083	1,077	减值损失	17	3	5	4
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>10,873</b>	<b>14,140</b>	<b>17,666</b>	<b>21,493</b>
其他非流动资产	3,826	3,826	3,826	3,826	营业外净收支	3	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>36,686</b>	<b>49,555</b>	<b>64,763</b>	<b>81,417</b>	<b>利润总额</b>	<b>10,876</b>	<b>14,140</b>	<b>17,666</b>	<b>21,493</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,846</b>	<b>18,041</b>	<b>21,904</b>	<b>25,183</b>	减:所得税	2,719	3,535	4,417	5,373
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	<b>净利润</b>	<b>8,157</b>	<b>10,605</b>	<b>13,250</b>	<b>16,120</b>
经营性应付款项	2,948	4,419	5,238	6,232	减:少数股东损益	61	103	129	156
合同负债	6,908	4,126	5,713	6,987	<b>归属母公司净利润</b>	<b>8,096</b>	<b>10,502</b>	<b>13,121</b>	<b>15,964</b>
其他流动负债	4,981	9,488	10,943	11,955	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.64	8.61	10.76	13.09
非流动负债	94	94	94	94	EBIT	10,503	13,464	16,800	20,250
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	10,717	13,726	17,094	20,555
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.36	76.76	78.31	79.77
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	30.88	32.54	33.65	34.50
其他非流动负债	87	87	87	87	收入增长率(%)	31.26	23.14	20.81	18.64
<b>负债合计</b>	<b>14,941</b>	<b>18,136</b>	<b>21,998</b>	<b>25,277</b>	归母净利润增长率(%)	52.36	29.73	24.93	21.66
归属母公司股东权益	21,321	30,892	42,109	55,328					
少数股东权益	425	528	656	812					
<b>所有者权益合计</b>	<b>21,746</b>	<b>31,419</b>	<b>42,765</b>	<b>56,140</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>36,686</b>	<b>49,555</b>	<b>64,763</b>	<b>81,417</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10,310	2,009	12,851	13,824	每股净资产(元)	17.48	19.69	26.84	35.27
投资活动现金流	-2,894	-72	-85	-59	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	-2,208	-931	-1,904	-2,745	ROIC(%)	42.15	37.97	33.95	30.70
现金净增加额	5,209	1,006	10,863	11,020	ROE-摊薄(%)	37.97	34.00	31.16	28.85
折旧和摊销	215	262	295	304	资产负债率(%)	40.73	36.60	33.97	31.05
资本开支	-826	-392	-473	-520	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.62	24.37	19.51	16.04
营运资本变动	2,650	-12,867	-1,732	-3,179	P/B(现价)	12.01	10.65	7.82	5.95

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>

