

2023年06月05日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

255

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2023/6/2)	212.00		
上证指数(2023/6/2)	3230.07		
股价 12 个月高/低	333/207.03		
总发行股数(百万)	1219.96		
A 股数(百万)	1219.96		
A 市值(亿元)	2586.32		
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司(56.56%)		
每股净值(元)	21.43		
股价/账面净值	9.89		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-11.8	-19.5	-23.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-04-25	244.12	买进
2023-01-20	298.48	买进

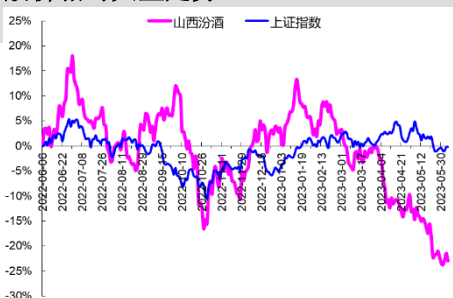
产品组合

中高价酒	75.2%
其他酒类	24.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.1%
一般法人	72.1%

股价相对大盘走势



山西汾酒(600809.SH)

BUY 买进

理清青花增长逻辑，践行汾酒复兴之路

结论与建议：

事件概要：

近期公司召开股东大会及 2022、2023Q1 业绩说明会。股东大会上公司表示在未来发展中将持续聚焦营销发力、聚焦品质路线、聚焦文化赋能、聚焦深化改革、聚焦管理优化。

点评：

- 汾酒、竹叶青、杏花村三大品牌一体两翼，扎实推动汾酒复兴。对于营销重点工作，公司立足汾酒复兴（“一个中心”），提出坚持汾酒、竹叶青、杏花村酒三大品牌资源共享、渠道共建、市场共管的原则，实现协同发展，并坚持国内国际两个市场双双驱动、一体化发展原则（“两个坚持”），明晰三大品牌的产品定位，扎实做好三大品牌分销网络，做好营销队伍优化（“三项扎实工作”）。会上透露资深营销老将张永踊履新汾酒销售公司总经理，我们预计公司营销团队在平稳交接的同时，根据公司营销工作定位，将进一步提升营销效率，扩大品牌影响力。
- 三方位齐发力，青花汾增长动能足。目前，青花汾酒为公司标杆产品，近年来保持高速增长，至 2022 年，青花系列销售额突破百亿。青花系列持续增长动能主要来源于三方面：1) 通过保障渠道利润来提升经销商信心；2) 加大品牌营销投入，提升消费者认知；3) 对汾酒体系内产品进行分类管理，实现资源聚焦，对于玻汾、老白汾等较成熟产品以扩大终端触达能力的方式来实现增长，集中力量发展青花 20、青花 30，青花 30 倾向于深度打造品牌形象，精耕当下渠道，聚焦区域、圈层和文化赋能。春节后青花汾酒价格有所下降，但公司对青花系列发展规划清晰，目前价格已略有回升，未来价格走势有望保持向好，预计青花汾酒将如期完成全年增长目标。
- 构建数字化渠道管理，精细运作夯实发展基础。过去数年，公司全国化进展顺利，至 2022 年可控终端数量超 112 万家，快速发展的过程中也不可避免遭遇窜货和乱价等行业痛点。针对该问题，公司计划推动全面数字化，构建以扫码数据为基础的数字化费用兑付体系、以渠道管理为中心的资源配置体系、区域前端强制性总部后台大支撑的营销管理体系，并形成过程加结果双重考核激励体系。理顺渠道，实现良性发展有利于强化自身竞争力，为达成全年业绩目标、提升经营质量进一步夯实基础。
- 维持盈利预测，预计 2023-2024 年将分别实现净利润 102 亿和 124.5 亿，分别同比增 26%和 22%，EPS 分别为 8.37 元和 10.21 元，当前股价对应 PE 分别为 25 倍和 21 倍，公司内部改革效果显著，发展动力十足，维持“买进”投资建议。
- 风险提示：省外扩张不及预期，行业竞争加剧，费用投放超预期

.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3079	5314	8096	10208	12453
同比增减	%	56.39	72.56	52.36	26.09	21.99
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.55	4.37	6.65	8.37	10.21
同比增减	%	58.93	23.22	51.99	25.83	21.99
市盈率(P/E)	X	59.71	48.46	31.88	25.34	20.77
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	1.80	3.32	4.18	5.10
股息率 (Yield)	%	0.09	0.85	1.57	1.97	2.41

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
营业收入	13990	19971	26214	31770	37944
经营成本	3896	5011	6460	7694	9038
营业税金及附加	2503	3730	4602	5536	6508
销售费用	2276	3160	3404	3603	4250
管理费用	1089	1167	1214	1417	1647
财务费用	-68	-33	-37	-23	-27
资产减值损失			0	0	0
投资收益	-49	72	330	236	245
营业利润	4235	7029	10873	13706	16678
营业外收入	6	71	6	3	3
营业外支出	4	10	3	4	4
利润总额	4237	7091	10876	13706	16678
所得税	1121	1701	2719	3431	4169
少数股东损益	37	76	61	66	55
归属于母公司所有者的净利润	3079	5314	8096	10208	12453

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
货币资金	4607	6146	11201	16920	24129
应收账款	2	1	1	1	1
存货	6354	8189	9650	11097	12207
流动资产合计	15808	25286	29202	32122	34692
长期股权投资	39	76	80	82	84
固定资产	1762	2247	2125	2231	2343
在建工程	527	247	355	426	469
非流动资产合计	3971	4669	7484	8607	9296
资产总计	19779	29955	36686	40729	43988
流动负债合计	9629	14265	14846	17073	18781
非流动负债合计	84	103	94	104	109
负债合计	9714	14368	14941	17177	18890
少数股东权益	288	364	425	446	468
股东权益合计	9777	15223	21321	23106	24630
负债及股东权益合计	19779	29955	36686	40729	43988

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	2010	7645	10310	12708	15178
投资活动产生的现金流量净额	-740	-4837	-2894	-3,812	-4,174
筹资活动产生的现金流量净额	-1369	-183	-2208	-3,177	-3,794
现金及现金等价物净增加额	-101	2625	5209	5719	7209

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证|@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证|@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。