

2024年03月04日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 清香龙头势能延续，组织支撑高质增长

## —山西汾酒（600809.SH）公司动态研究报告

### 买入（维持）

### 投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

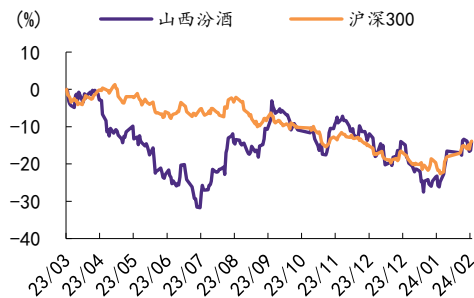
sunss@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2024-03-01

当前股价（元）	237
总市值（亿元）	2891
总股本（百万股）	1220
流通股本（百万股）	1220
52周价格范围（元）	185.07-275
日均成交额（百万元）	1156.89

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《山西汾酒（600809）：高管变动调整，业绩稳中向好》2024-02-06
- 《山西汾酒（600809）：清香龙头高质发展，势能向上正当时》2023-12-08
- 《山西汾酒（600809）：利润略超预期，清香龙头高质增长》2023-10-27

#### 春节动销表现优秀，渠道管控持续增强

产品方面，根据春节动销反馈，青20在省外保持放量态势，开瓶率表现优异，终端推力亦较强；青25在省内持续受益于产品升级，消费场景稳步扩张至高端宴席，核心品反馈较好。我们认为产品动销较好原因有：1) 渠道推力强，回款意愿高；2) 清香势能延续，消费者接受度持续提升。渠道方面，公司自去年10月推行新渠道模式“汾享礼遇”以来，对终端利润与价格把控度提升，有效提高渠道运作效率，提升渠道积极性。同时，公司坚持渠道健康良性状态，在回款与发货节奏上把握到位，目前青20批价已提升至365元。

#### 高端战略坚定推行，高质发展稳步向前

品牌宣传上，今年公司将选择机会城市加大对青30的布局，如在北上深等一线城市做增量动作、倾斜投放资源，通过青花事业部在品牌宣传、文化建设上加大对青30产品的赋能，同时注重价格维护，实现销量要好/价格要好/模式要成熟的三个目标。管理效率上，通过数字化产品的导入，公司将在市场分析、消费者决策、终端管理与分类上进一步提升效率。我们认为公司业绩增长确定性强的同时渠道定力足，重视高端产品文化塑造奠定基础，渠道模式与产品创新带来组织效率提升，看好其增长势能持续。

#### 盈利预测

我们长期看好公司凭借香型差异化与龙头优势引领清香高势增长，全价位带产品轮动放量保持业绩稳定增长。我们预计公司2023-2025年EPS为8.79/10.42/12.72元，当前股价对应PE分别为27/23/19倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示

宏观经济下行风险、青花20增长不及预期、献礼版玻汾进度不及预期、青花30批价恢复不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	26,214	31,841	38,768	46,378
增长率 (%)	31.3%	21.5%	21.8%	19.6%
归母净利润 (百万元)	8,096	10,726	12,714	15,519
增长率 (%)	52.4%	32.5%	18.5%	22.1%
摊薄每股收益 (元)	6.64	8.79	10.42	12.72
ROE (%)	37.2%	35.3%	31.3%	29.2%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	11,201	19,745	30,095	42,136
应收款	33	44	53	64
存货	9,650	9,882	10,137	10,425
其他流动资产	8,318	8,433	8,893	9,502
流动资产合计	29,202	38,104	49,178	62,128
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,059	1,109	1,139	1,154
固定资产	2,125	2,196	2,135	2,027
在建工程	355	142	57	23
无形资产	1,076	1,022	968	917
长期股权投资	80	80	80	80
其他非流动资产	3,848	3,848	3,848	3,848
非流动资产合计	7,484	7,289	7,089	6,895
资产总计	36,686	45,393	56,267	69,023
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,948	2,928	3,085	3,128
其他流动负债	4,990	4,990	4,990	4,990
流动负债合计	14,846	14,897	15,510	15,741
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	94	94	94	94
非流动负债合计	94	94	94	94
负债合计	14,941	14,991	15,605	15,836
<b>所有者权益</b>				
股本	1,220	1,220	1,220	1,220
股东权益	21,746	30,402	40,662	53,187
负债和所有者权益	36,686	45,393	56,267	69,023

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8157	10801	12804	15628
少数股东权益	61	76	90	109
折旧摊销	201	195	198	191
公允价值变动	3	0	0	0
营运资金变动	1888	-257	-81	-662
经营活动现金净流量	10310	10815	13009	15267
投资活动现金净流量	-2894	92	116	127
筹资活动现金净流量	1128	-2145	-2543	-3104
现金流量净额	8,544	8,762	10,583	12,290

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>26,214</b>	<b>31,841</b>	<b>38,768</b>	<b>46,378</b>
营业成本	6,460	7,787	9,342	11,003
营业税金及附加	4,602	5,572	6,746	8,023
销售费用	3,404	3,502	4,962	5,890
管理费用	1,214	1,433	1,706	1,994
财务费用	-37	-553	-843	-1,180
研发费用	58	70	86	103
费用合计	4,639	4,453	5,911	6,807
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	330	280	200	170
<b>营业利润</b>	<b>10,873</b>	<b>14,331</b>	<b>16,989</b>	<b>20,732</b>
加: 营业外收入	6	60	45	30
减: 营业外支出	3	9	8	7
<b>利润总额</b>	<b>10,876</b>	<b>14,382</b>	<b>17,026</b>	<b>20,755</b>
所得税费用	2,719	3,581	4,222	5,126
<b>净利润</b>	<b>8,157</b>	<b>10,801</b>	<b>12,804</b>	<b>15,628</b>
少数股东损益	61	76	90	109
<b>归母净利润</b>	<b>8,096</b>	<b>10,726</b>	<b>12,714</b>	<b>15,519</b>

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	31.3%	21.5%	21.8%	19.6%
归母净利润增长率	52.4%	32.5%	18.5%	22.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	75.4%	75.5%	75.9%	76.3%
四项费用/营收	17.7%	14.0%	15.2%	14.7%
净利率	31.1%	33.9%	33.0%	33.7%
ROE	37.2%	35.3%	31.3%	29.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.7%	33.0%	27.7%	22.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	799.6	730.0	730.0	730.0
存货周转率	0.7	1.4	1.6	1.8
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	6.64	8.79	10.42	12.72
P/E	35.7	27.0	22.7	18.6
P/S	11.0	9.1	7.5	6.2
P/B	13.6	9.7	7.2	5.5

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。