

山西汾酒（600809.SH）/食品饮料

证券研究报告/公司点评

2023年2月10日

评级：买入（维持）

市场价格：287.01元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：何长天

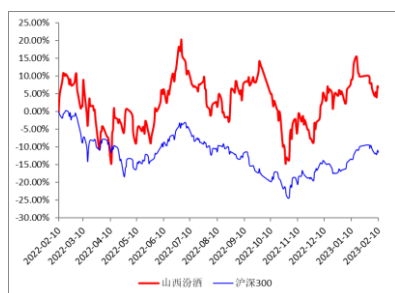
执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	12.20
流通股本(百万股)	12.18
市价(元)	287.01
市值(百万元)	3501.73
流通市值(百万元)	3494.96

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 山西汾酒：青花增速亮眼，产品结构加速优化
- 2 山西汾酒：青花高增，回款强劲
- 3 山西汾酒：增长速度与质量兼具，结构持续升级
- 4 山西汾酒：现金流表现优异，盈利能力增强
- 5 山西汾酒：利润超预期增长，省内外同步高增
- 6 山西汾酒：产品结构持续优化，看好汾酒实现高质量发展

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13,990	19,971	26,024	33,405	40,868
增长率 yoy%	17.76%	42.75%	30.31%	28.36%	22.34%
净利润（百万元）	3,079	5,314	7,909	10,684	13,532
增长率 yoy%	58.85%	72.56%	48.85%	35.08%	26.66%
每股收益（元）	2.52	2.55	6.48	8.76	11.09
每股现金流量	1.65	6.27	6.84	7.15	12.09
净资产收益率	31.49%	34.91%	27.12%	27.09%	25.83%
P/E	113.73	112.55	44.28	32.78	25.88
PEG	2.21	3.08	0.77	0.64	0.71
P/B	35.82	23.00	12.01	8.88	6.68

备注：股价数据更新截止 2023 年 2 月 10 日。

投资要点

- **春节期间终端动销强劲，全年任务完成度加快。**根据渠道反馈，公司提前进行开门红打款工作，一季度开门红任务计划为 45%，目前整体进度已超过 30%，同时公司采取积极的政策刺激经销商回款，整体来看一季度任务指标超前但压力不大；总体来看市场动销水平高于预期，厂商一如既往在青花系列上做一定的支持与指引，春节档青花系列产品销售持续向好，其中复兴版产品受到春节期间送礼红利整体动销速度加快，省内青 25 销量提升明显。
- **产品结构持续优化，腰部产品加速贡献增量。**从产品结构来看，公司 22 年持续优化产品结构，进一步推进青花系列大单品战略，强化塑造腰部产品，根据公司公告，2022 年青花系列收入同比增长 60%，产品结构进一步优化；展望 23 年来看，整体趋势来看还是以壮腰部为主，腰部产品持续重点资源投放，其中青花系列公司在短期内追求青 20 基础更加牢靠，实现快速放量，长远来看做大青 30，未来来看青花系列将坚持青 40、青 50 引领，青 20 打基础的工作，青 30 顺势而为；玻汾计划稳量略增，献礼版玻汾产品将进行全国化推广，与青 20 齐头并进，成为高线光瓶酒引领者；老白汾与巴拿马产品预计维持较好增速。
- **全国化进展顺利，展望品牌高质量发展宏图。**分区域来看，受益于能源价格上涨，山西省今年经济表现全国领先，消费升级明显，环山西市场基本按预期目标进度顺利进行，2022 年公司全国化进程顺利，根据公司公告，2022 年公司不断拓展市场，深耕终端，全国可掌控终端数量突破 112 万家，其中长江以南市场实现稳步突破，同比增长超过 50%；展望 23 年来看，预计公司依然以 1+3 主体板块来累计高增速销量，22 年以来公司加强对于营销团队培育，同时提出“13348”汾酒营销改革纲领，以汾酒营销的高质量发展为中心，完成“品牌价值快速提升、国际化战略调整转型调整、产品结构优化完善”三大任务。渠道方面持续推进精细化管控和数字化管控，费用投放方面预计将实现稳中有升，更多侧重于线下渠道投放，持续拉升品牌实力，实现汾酒高质量发展。
- **盈利预测及投资建议：**维持“买入”评级。根据公司 2022 年年度业绩预告公告，我们调整盈利预测，预计公司 2023-2024 年营业总收入分别为 334/409 亿元，同比增长 28.36%/22.34%；净利润分别为 107/135 亿元，同比增长 35.08%/26.60%，对应 EPS 为 8.76/11.09 元（原值为 8.68/11.08 元），对应 PE 分别为 33、26 倍。重点推荐
- **风险提示：**全球疫情持续扩散；次高端竞争加剧；食品安全问题。

盈利预测表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,990	19,971	26,024	33,405	40,868	货币资金	4,607	6,146	20,819	28,761	42,947
增长率	17.8%	42.8%	30.3%	28.4%	22.3%	应收款项	142	104	217	195	309
营业成本	-3,896	-5,011	-5,967	-7,043	-8,078	存货	6,354	8,189	9,130	11,312	12,134
%销售收入	27.8%	25.1%	22.9%	21.1%	19.8%	其他流动资产	4,705	10,847	10,854	10,907	10,912
毛利	10,094	14,960	20,057	26,362	32,790	流动资产	15,808	25,286	41,020	51,176	66,302
%销售收入	72.2%	74.9%	77.1%	78.9%	80.2%	%总资产	79.9%	84.4%	89.9%	91.9%	93.7%
营业税金及附加	-2,503	-3,730	-4,554	-5,846	-7,152	长期投资	55	92	92	93	93
%销售收入	17.9%	18.7%	17.5%	17.5%	17.5%	固定资产	1,762	2,247	2,134	2,020	1,903
营业费用	-2,276	-3,160	-3,695	-4,677	-5,722	%总资产	8.9%	7.5%	4.7%	3.6%	2.7%
%销售收入	16.3%	15.8%	14.2%	14.0%	14.0%	无形资产	339	363	376	387	398
管理费用	-1,089	-1,167	-1,353	-1,737	-2,043	非流动资产	3,971	4,669	4,600	4,527	4,441
%销售收入	7.8%	5.8%	5.2%	5.2%	5.0%	%总资产	20.1%	15.6%	10.1%	8.1%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	4,226	6,904	10,454	14,102	17,873	资产总计	19,779	29,955	45,620	55,703	70,743
%销售收入	30.2%	34.6%	40.2%	42.2%	43.7%	短期借款	0	0	348	0	0
财务费用	68	33	58	65	56	应付款项	3,252	4,221	5,486	5,495	7,373
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	6,378	10,044	10,044	10,044	10,044
资产减值损失	0	0	0	0	0	流动负债	9,629	14,265	15,878	15,539	17,418
公允价值变动收益	0	28	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	-49	72	-25	0	16	其他长期负债	84	103	103	103	103
%税前利润	—	1.0%	—	—	0.1%	负债	9,714	14,368	15,981	15,641	17,520
营业利润	4,245	7,036	10,487	14,167	17,945	普通股股东权益	9,777	15,223	29,162	39,431	52,399
营业利润率	30.3%	35.2%	40.3%	42.4%	43.9%	少数股东权益	288	364	477	630	824
营业外收支	2	61	0	-1	-2	负债股东权益合计	19,779	29,955	45,620	55,703	70,743
税前利润	4,247	7,098	10,487	14,166	17,943	比率分析					
利润率	30.4%	35.5%	40.3%	42.4%	43.9%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	-1,121	-1,701	-2,464	-3,329	-4,217	每股指标					
所得税率	26.4%	24.0%	23.5%	23.5%	23.5%	每股收益 (元)	2.52	2.55	6.48	8.76	11.09
净利润	3,116	5,390	8,022	10,837	13,726	每股净资产 (元)	8.01	12.48	23.90	32.32	42.95
少数股东损益	37	76	113	153	194	每股经营现金净流 (元)	1.65	6.27	6.84	7.15	12.09
归属于母公司的净利润	3,079	5,314	7,909	10,684	13,532	每股股利 (元)	0.14	0.14	0.29	0.34	0.46
净利率	22.0%	26.6%	30.4%	32.0%	33.1%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	31.49%	34.91%	27.12%	27.09%	25.83%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	15.75%	17.99%	17.59%	19.45%	19.40%
净利润	3,116	5,390	8,022	10,837	13,726	投入资本收益率	114.34%	127.97%	472.71%	763.05%	385.97%
加: 折旧和摊销	152	171	154	157	160	增长率					
资产减值准备	-4	0	0	0	0	营业总收入增长率	17.76%	42.75%	30.31%	28.36%	22.34%
公允价值变动损失	0	-28	0	0	0	EBIT增长率	51.53%	67.67%	48.92%	35.21%	26.86%
财务费用	-49	-1	-58	-65	-56	净利润增长率	58.85%	72.56%	48.85%	35.08%	26.66%
投资收益	0	-83	25	0	-16	总资产增长率	23.09%	51.45%	52.30%	22.10%	27.00%
少数股东损益	37	76	113	153	194	资产管理能力					
营运资金的变动	1,742	5,534	204	-2,205	938	应收账款周转天数	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2
经营活动现金净流	2,010	7,645	8,348	8,724	14,753	存货周转天数	149.4	131.1	119.8	110.2	103.3
固定资本投资	-159	-204	-60	-60	-50	应付账款周转天数	158.4	116.2	137.3	126.8	132.0
投资活动现金净流	-740	-4,837	-110	-86	-59	固定资产周转天数	43.5	36.1	30.3	22.4	17.3
股利分配	-174	-174	-354	-414	-565	偿债能力					
其他	-1,195	-9	6,789	-282	56	净负债/股东权益	-61.06%	-133.48%	-95.82%	-107.17%	-125.00%
筹资活动现金净流	-1,369	-183	6,435	-696	-509	EBIT利息保障倍数	-61.4	-211.5	-180.4	-215.6	-318.9
现金净流量	-99	2,625	14,673	7,942	14,186	资产负债率	49.11%	47.97%	35.03%	28.08%	24.77%

来源: wind, 中泰证券研究所, 股价数据更新截止 2023 年 2 月 10 日

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。