

山西汾酒 (600809.SH)

强烈推荐 (维持)

经营稳健业绩确定性强, 建议底部布局

清香型白酒渗透趋势向上, 酒业协会预估, “十四五”期间, 清香型白酒的市场规模将突破 200 万千升、1300 亿元, 行业占比由 15% 上升至 20% 以上。龙头汾酒有望实现销量与品牌高度齐升。汾酒考核长期主义坚持消费者培育, 市场开拓仍存在增长点。Q2 控量消化库存降至良性水平, 上半年预计可顺利实现任务过半。经济担忧及公司负面传言压制估值至近两年最低, 估值性价比凸显, 建议底部布局, 维持 23-25 年 EPS 预测为 8.62、10.84、13.37 元, 维持“强烈推荐”投资评级。

- 清香型白酒渗透趋势向上, 龙头汾酒有望实现销量与品牌高度齐升。产业会议传达积极信息, 清香型渗透率提升趋势向好, 根据《中国酒业“十四五”发展指导意见》: “十四五”期间, 清香型白酒的市场规模将突破 200 万千升、1300 亿元, 行业占比由 15% 上升至 20% 以上。汾酒作为香型龙头, 带动清香型白酒加快品牌复兴, 高端产品突破, 市场氛围快速形成。
- 考核长期主义坚持消费者培育, 市场开拓仍存在增长点。在当前竞争激烈环境下, 公司保持战略定力, 更重视过程考核, 实为品牌自信体现。公司将复兴版融入青花汾酒的渠道体系, 过去两年疫情限制下未充分培育市场, 今年消费者培育有望加速。渠道精细化上, 北方通过核心联盟模式, 提高终端“亩产量”, 南方仍存在空白市场开拓空间, 2022 年公司可控核心终端超过 112 万家, 23 年提出更多增长要求。
- Q2 控量消化库存降至良性水平, 业绩完成确定性强。公司二季度经营稳健, 4-5 月以控货消化市场库存为主, 厂方要求降低给终端的出货速度, 制造市场稀缺性, 五一期间省内宴席表现良好, 动销同比增长明显, 主要市场库存均较 3 月底有所降低, 目前处于 1.5-2 月良性水平。期待青花系列提价, 带动公司二季度业绩稳健增长, 预计上半年可顺利完成时间过半, 任务过半, 节奏轻松, 在次高端中有明显阿尔法。
- 投资建议: 春糖期间急跌 10% 以上, 估值性价比凸显, 建议底部布局, 维持“强烈推荐”投资评级。维持 23-25 年 EPS 预测为 8.62、10.84、13.37 元, 春糖期间人事变化导致已经急跌 10% 以上, 经济担忧及公司负面传言压制估值至近两年最低, 对应 23 年估值仅 27X, 不足 1xpeg。品牌力成为未来两年业绩成长性与确定性的支撑, 增长工具箱充分。人员调整接近尾声, 利空出尽后重新出发。给予 325 元目标价, 对应 44% 空间, 建议底部布局, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 省外扩张受阻、升级产品不及预期、人事调整等

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	19971	26214	32651	40169	48566
同比增长	43%	31%	25%	23%	21%
营业利润(百万元)	7029	10873	14161	17836	22031
同比增长	66%	55%	30%	26%	24%
归母净利润(百万元)	5314	8096	10518	13225	16315
同比增长	73%	52%	30%	26%	23%
每股收益(元)	4.36	6.64	8.62	10.84	13.37
PE	53.3	35.0	26.9	21.4	17.4
PB	18.6	13.3	10.2	7.5	5.7

消费品/食品饮料
 目标估值: 325.00 - 325.00 元
 当前股价: 232.28 元

基础数据

总股本(万股)	121996
已上市流通股(万股)	121996
总市值(亿元)	2834
流通市值(亿元)	2834
每股净资产(MRQ)	21.4
ROE(TTM)	35.2
资产负债率	34.1%
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司
主要股东持股比例	56.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-11	-10
相对表现	-1	-14	-8



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《山西汾酒(600809)——Q4+Q1 业绩超预期, 重视低估布局时点》2023-04-28
- 2、《山西汾酒(600809)——多重压力下仍实现靓丽开门红, 底部买点显现》2023-04-11
- 3、《山西汾酒(600809)——22 年顺利收官, 23 年顺应复苏行情》2023-01-24

于佳琦 S1090518090005

yujiq@cmschina.com.cn

刘成 研究助理

liucheng5@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

山西汾酒单季度利润表

单位：百万元	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	21FY	22FY
一、营业总收入	4787	5138	2714	10530	4803	6810	4070	12682	19971	26214
二、营业总成本	2899	3276	2454	5553	3102	4077	2952	6215	13056	15684
其中：营业成本	1090	1223	757	2659	1038	1504	1260	3100	5011	6460
营业税金及附加	877	1023	914	1452	1057	1159	932	1826	3730	4602
营业费用	713	756	375	1174	764	1116	349	1008	3160	3404
管理费用	237	295	400	270	239	299	407	264	1167	1214
研发费用	5	3	10	7	17	16	18	18	23	58
财务费用	-23	-16	16	-8	-5	-14	-10	-2	-33	-37
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	-9	-1	124	7	77	71	187	-17	114	343
公允价值变动收益	1	0	13	2	4	1	4	8	14	10
投资收益	0	0	28	0	0	0	3	0	28	3
其他收益	-9	-2	84	6	74	70	180	-24	72	330
四、营业利润	1879	1861	385	4985	1779	2804	1305	6450	7029	10873
加：营业外收入	2	1	66	3	1	1	2	1	71	6
减：营业外支出	0	0	9	0	0	1	1	1	10	3
五、利润总额	1881	1861	442	4987	1780	2803	1306	6451	7091	10876
减：所得税	487	514	-21	1259	453	705	301	1617	1701	2719
六、净利润	1394	1348	463	3728	1327	2098	1004	4833	5390	8157
减：少数股东损益	33	12	28	18	24	2	17	14	76	61
七、归属母公司净利润	1362	1335	435	3710	1303	2096	988	4819	5314	8096
EPS	1.12	1.09	0.36	3.04	1.07	1.72	0.81	3.95	4.37	6.65
主要比率										
毛利率	77.2%	76.2%	72.1%	74.8%	78.4%	77.9%	69.1%	75.6%	74.9%	75.4%
主营税金率	18.3%	19.9%	33.7%	13.8%	22.0%	17.0%	22.9%	14.4%	18.7%	17.6%
营业费率	14.9%	14.7%	13.8%	11.2%	15.9%	16.4%	8.6%	8.0%	15.8%	13.0%
管理费用率	5.0%	5.7%	14.8%	2.6%	5.0%	4.4%	10.0%	2.1%	5.8%	4.6%
营业利润率	39.3%	36.2%	14.2%	47.3%	37.0%	41.2%	32.1%	50.9%	35.2%	41.5%
实际税率	25.9%	27.6%	-4.9%	25.2%	25.5%	25.2%	23.1%	25.1%	24.0%	25.0%
净利率	28.4%	26.0%	16.0%	35.2%	27.1%	30.8%	24.3%	38.0%	26.6%	30.9%
YoY										
收入增长率	73%	48%	-25%	44%	0%	33%	50%	20%	42.8%	31.3%
营业利润增长率	235%	61%	-58%	72%	-5%	51%	239%	29%	66.0%	54.7%
净利润增长率	258%	56%	-30%	70%	-4%	57%	127%	30%	72.5%	52.4%

资料来源：公司报表

图 1：山西汾酒历史 PE Band

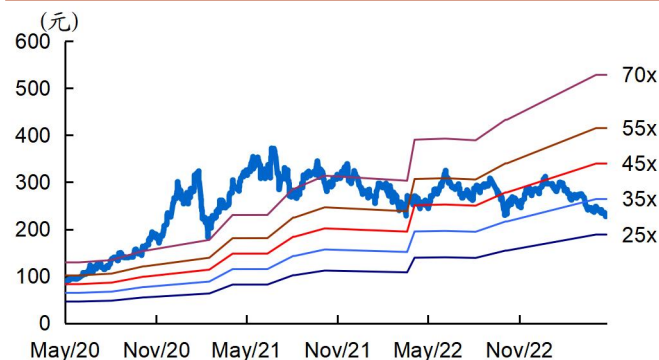
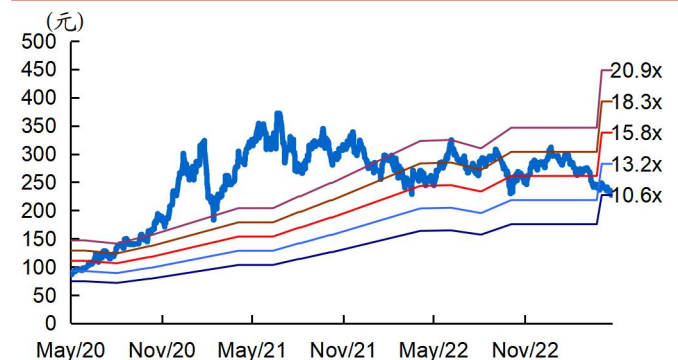


图 2：山西汾酒历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《山西汾酒（600809）—Q4+Q1 业绩超预期，重视低估布局时点》2023-04-28
- 2、《山西汾酒（600809）—多重压力下仍实现靓丽开门红，底部买点显现》2023-04-11
- 3、《山西汾酒（600809）—22 年顺利收官，23 年顺应复苏行情》2023-01-24

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	25286	29202	37569	50354	65678
现金	6146	11201	17519	27957	41082
交易性投资	6031	1059	1059	1059	1059
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1	1	0	0	0
其它应收款	0	32	40	49	60
存货	8189	9650	10899	12593	14424
其他	4919	7259	8052	8696	9053
非流动资产	4669	7484	7309	6958	6661
长期股权投资	76	80	80	80	80
固定资产	0	2125	2057	1803	1593
无形资产商誉	363	1076	968	872	784
其他	4229	4203	4203	4203	4203
资产总计	29955	36686	44878	57312	72338
流动负债	14265	14846	16589	18853	21409
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他	14265	14846	16589	18853	21409
长期负债	103	94	94	94	94
长期借款	0	0	0	0	0
其他	103	94	94	94	94
负债合计	14368	14941	16683	18948	21503
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积金	392	565	565	565	565
留存收益	13610	19536	25906	35975	48323
少数股东权益	364	425	504	604	727
归属于母公司所有者权益	15223	21321	27691	37761	50108
负债及权益合计	29955	36686	44878	57312	72338

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7645	10310	10317	13169	16574
净利润	5314	8096	10518	13225	16315
折旧摊销	181	201	476	453	399
财务费用	(33)	(37)	(115)	(182)	(276)
投资收益	(83)	(330)	(343)	(343)	(343)
营运资金变动	2612	2822	(280)	(84)	355
其它	(346)	(442)	61	99	123
投资活动现金流	(4837)	(2894)	43	243	243
资本支出	(156)	(826)	(300)	(100)	(100)
其他投资	(4680)	(2068)	343	343	343
筹资活动现金流	(183)	(2208)	(4042)	(2974)	(3691)
借款变动	(689)	(202)	(9)	0	0
普通股增加	349	(0)	0	0	0
资本公积增加	286	173	0	0	0
股利分配	(174)	(2196)	(4148)	(3155)	(3968)
其他	46	17	115	182	276
现金净增加额	2625	5209	6317	10438	13125

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19971	26214	32651	40169	48566
营业成本	5011	6460	7555	9043	10743
营业税金及附加	3730	4602	5764	7131	8622
营业费用	3160	3404	4174	4974	5820
管理费用	1167	1214	1382	1620	1862
研发费用	23	58	72	89	107
财务费用	(33)	(37)	(115)	(182)	(276)
资产减值损失	2	17	0	0	0
公允价值变动收益	28	3	3	3	3
其他收益	14	10	10	10	10
投资收益	72	330	330	330	330
营业利润	7029	10873	14161	17836	22031
营业外收入	71	6	6	6	6
营业外支出	10	3	3	3	3
利润总额	7091	10876	14164	17840	22034
所得税	1701	2719	3567	4514	5596
少数股东损益	76	61	79	100	123
归属于母公司净利润	5314	8096	10518	13225	16315

主要财务比率

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	43%	31%	25%	23%	21%
营业利润	66%	55%	30%	26%	24%
归母净利润	73%	52%	30%	26%	23%
获利能力					
毛利率	74.9%	75.4%	76.9%	77.5%	77.9%
净利率	26.6%	30.9%	32.2%	32.9%	33.6%
ROE	34.9%	38.0%	38.0%	35.0%	32.6%
ROIC	34.0%	37.0%	37.0%	34.2%	31.8%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	40.7%	37.2%	33.1%	29.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	2.0	2.3	2.7	3.1
速动比率	1.2	1.3	1.6	2.0	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	13601.0	29183.0	116438.0	2003965.0	1988332.0
应付账款周转率					
每股资料(元)					
EPS	4.36	6.64	8.62	10.84	13.37
每股经营净现金	6.27	8.45	8.46	10.79	13.58
每股净资产	12.48	17.48	22.70	30.95	41.07
每股股利	1.80	3.40	2.59	3.25	4.01
估值比率					
PE	53.3	35.0	26.9	21.4	17.4
PB	18.6	13.3	10.2	7.5	5.7
EV/EBITDA	30.4	19.8	15.0	12.0	9.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

团队介绍:

于佳琦: 食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地: 复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧: 美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙: 美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成: 上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓: 复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

黄越: 中央财经大学本科，北京大学硕士，23年加入招商证券，曾就职于永赢基金。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得金牛奖第五名，wind金牌分析师第一名。22年获得金牛奖第四名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐: 预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持: 预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性: 预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持: 预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐: 行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性: 行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。