

2023 年稳中求进，全面发力

山西汾酒(600809)

推荐(维持)

合理估值区间 249.3-290.8 元

分析师

刘来珍

☎: 021 2025 2647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

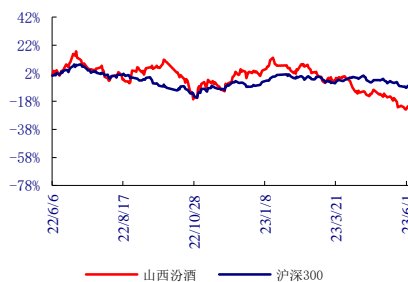
分析师登记编码: s0130523040001

市场数据

2023-06-02

A 股收盘价(元)	216.13
股票代码	600809
A 股一年内最高价(元)	324.80
A 股一年内最低价(元)	209.83
上证指数	3,230.07
市盈率	00000.00
总股本(万股)	121,996
实际流通 A 股(万股)	121,996
流通 A 股市值(亿元)	2,637

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料周颖】公司点评_山西汾酒(600809.SH): 省外市场破百亿, 全国化持续增长

【银河食品饮料周颖】公司点评_山西汾酒(600809.SH): 高举清香大旗, “青花”引领前行

核心观点:

- **事件:** 近期我们参加了公司股东大会, 反馈交流重点。
- **管理层对于全年收入增长目标保持信心。** 公司整体发展基调为稳中求进。在汾酒的发展上, 由此前的“抓两头带中间”到“抓两头挺腰部”, 2023 年进一步升级为高中低端产品全面发力。同时, 管理层希望竹叶青酒有较好的增长速度, 杏花村酒销量稳步提升。
- **青花系列引领汾酒发展。** 汾酒品牌当前处于品牌势能进一步释放, 全国化进程处于精耕的阶段, 青花系列引领汾酒的结构增长势头越来越强劲。增长的动力来自于高于竞品的渠道利润, 重点消费市场的品牌投入, 以及改革和聚焦产生的管理动能。2023 年在具体打法上, 由玻汾推动终端网点数量扩张, 老白汾产品升级后沿着已有百万终端推广, 汾酒所有管理力量聚焦在青花 20、青花 30 上。2022 年青花系列收入突破百亿元, 同比+60%, 因高速增长和年底费用和奖励兑现 2023 年春节后青花 20、青花 30 批价有所下行, 目前青花 20 批价已回稳、部分地区价格略有回升, 中秋旺季前有望进一步提升。
- **扩大清香型白酒品类与产区优势。** 股东大会交流中多次提及清香型白酒品类的发展, 以及汾酒对其的带动与受益。去年山西省政府推动打造专业镇, 汾阳市政府针对杏花村汾酒专业镇瞄准 500 亿级产业目标。在清香型白酒品类消费热潮和当地政府产区政策支持下, 作为引领品类的龙头企业, 我们认为汾酒在 2023 年将进一步扩大市场份额和品牌影响力。
- **人事变动的风险与机遇。** 投资人关注公司营销负责人变更。新任营销负责人出席股东大会并与投资人交流, 表示将保持销售政策的连贯性, 实现平滑交接; 以及危中有机, 希望明后年加快增长。
- **投资建议:** 从股东大会交流来看, 公司传递 2023 年稳健经营、稳中求进的总基调, 推动引领清香型品类发展、自身三大品牌均衡发展、汾酒品牌高中低端产品全面发力。我们更新盈利预测, 预计 2023-2025 年营业收入 317/390/468 亿元, 归母净利 101/128/158 亿元, EPS 8.31/10.48/12.92 元, 目前股价对应 P/E 分别为 26/21/17 倍, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 人事调整引起销售波动; 价格和库存管控风险。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26213.86	31718.77	39014.09	46816.91
收入增长率%	31.26	21.00	23.00	20.00
净利润(百万元)	8095.85	10142.85	12787.15	15761.24
利润增速%	52.36	25.28	26.07	23.26

(续上表)

毛利率%	77.72	77.00	76.50	76.70
摊薄 EPS(元)	5.06	6.32	8.19	10.17
PE	33.33	26.66	20.58	16.58
PB	8.87	6.66	5.03	3.86
PS	9.28	7.37	5.61	4.56

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元) 2022							
流动资产	29202.01	41353.18	57167.83	76399.33	营业收入	26213.86	31718.77	39014.09	46816.91	营业成本	6459.92	7517.35	8895.21	10299.72
现金	11201.22	19225.78	32234.47	48689.23	营业税金及附加	4601.53	5709.38	7022.54	8427.04	营业费用	3403.57	3711.10	4447.61	5149.86
应收账款	0.54	4.74	1.76	6.04	管理费用	1214.48	1332.19	1560.56	1872.68	财务费用	-36.79	-31.79	-39.30	-47.47
其它应收款	32.24	320.19	113.30	406.89	资产减值损失	-0.44	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	3.15	0.00	0.00	0.00
预付账款	132.85	225.52	266.86	308.99	投资净收益	330.03	200.00	100.00	100.00	营业利润	10872.68	13617.11	17149.44	21121.44
存货	9649.55	11231.98	13476.94	15133.39	营业外收入	6.23	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.99	0.00	0.00	0.00
其他	8185.62	10344.97	11074.50	11854.79	利润总额	10875.91	13617.11	17149.44	21121.44	所得税	2718.94	3404.26	4287.29	5280.20
非流动资产	7484.46	7792.92	7695.51	7747.04	净利润	8156.97	10212.85	12862.15	15841.24	少数股东损益	61.12	70.00	75.00	80.00
长期投资	80.45	80.45	80.45	80.45	归属母公司净利润	8095.85	10142.85	12787.15	15761.24	EBITDA	10717.33	13616.86	17247.56	21212.44
固定资产	2124.85	2264.68	2290.35	2208.36	EPS (元)	6.64	8.31	10.48	12.92	主要财务比率				
无形资产	1075.97	1095.97	1115.97	1135.97	营业收入	31.26%	21.00%	23.00%	20.00%	营业收入	31.26%	21.00%	23.00%	20.00%
其他	4203.19	4351.83	4208.74	4322.26	营业利润	54.67%	25.24%	25.94%	23.16%	营业利润	54.67%	25.24%	25.94%	23.16%
资产总计	36686.47	49146.10	64863.34	84146.37	归属母公司净利润	52.36%	25.28%	26.07%	23.26%	毛利率	75.36%	76.30%	77.20%	78.00%
流动负债	14846.46	17094.39	19949.48	23391.27	净利率	30.88%	31.98%	32.78%	33.67%	净利率	30.88%	31.98%	32.78%	33.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	37.97%	32.24%	28.90%	26.26%	ROE	37.97%	32.24%	28.90%	26.26%
应付账款	2283.82	2393.64	3141.16	3267.55	ROIC	36.20%	31.40%	28.45%	25.93%	资产负债率	40.73%	34.98%	30.90%	27.91%
其他	12562.63	14700.76	16808.32	20123.71	资产负债率	68.71%	53.79%	44.72%	38.72%	流动比率	1.97	2.42	2.87	3.27
非流动负债	94.50	94.50	94.50	94.50	速动比率	0.90	1.39	1.87	2.34	总资产周转率	0.71	0.65	0.60	0.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	总资本周转率	0.71	0.65	0.60	0.56	应收帐款周转率	48288.78	6686.64	22182.95	7745.92
其他	94.50	94.50	94.50	94.50	应付帐款周转率	11.48	13.25	12.42	14.33	每股收益	6.64	8.31	10.48	12.92
负债合计	14940.95	17188.89	20043.98	23485.76	每股经营现金	8.45	6.86	10.70	13.64	每股净资产	17.48	25.79	36.27	49.19
少数股东权益	424.68	494.68	569.68	649.68	P/E	32.57	26.00	20.62	16.73	P/E	32.57	26.00	20.62	16.73
归属母公司股东权益	21320.84	31462.53	44249.68	60010.93	P/B	12.37	8.38	5.96	4.39	P/B	12.37	8.38	5.96	4.39
负债和股东权益	36686.47	49146.10	64863.34	84146.37	EV/EBITDA	31.40	17.95	13.42	10.14	EV/EBITDA	31.40	17.95	13.42	10.14
现金流量表(百万元) 2022				2023E	2024E	2025E	P/S							
经营活动现金流	10310.20	8365.94	13048.91	16644.99	经营活动现金流	8156.97	10212.85	12862.15	15841.24	净利率	10.06	8.31	6.76	5.63
净利润	8156.97	10212.85	12862.15	15841.24	折旧摊销	214.69	231.54	237.41	238.47	ROE	37.97%	32.24%	28.90%	26.26%
折旧摊销	214.69	231.54	237.41	238.47	财务费用	0.72	0.22	0.22	0.22	ROIC	36.20%	31.40%	28.45%	25.93%
财务费用	0.72	0.22	0.22	0.22	投资损失	-330.03	-200.00	-100.00	-100.00	资产负债率	40.73%	34.98%	30.90%	27.91%
投资损失	-330.03	-200.00	-100.00	-100.00	营运资金变动	2791.05	-1878.67	49.12	665.05	净负债比率	68.71%	53.79%	44.72%	38.72%
营运资金变动	2791.05	-1878.67	49.12	665.05	其它	-523.20	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.97	2.42	2.87	3.27
其它	-523.20	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-2893.50	-340.00	-40.00	-190.00	速动比率	0.90	1.39	1.87	2.34
投资活动现金流	-2893.50	-340.00	-40.00	-190.00	资本支出	-825.58	-540.00	-140.00	-290.00	总资产周转率	0.71	0.65	0.60	0.56
资本支出	-825.58	-540.00	-140.00	-290.00	长期投资	-2433.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	48288.78	6686.64	22182.95	7745.92
长期投资	-2433.00	0.00	0.00	0.00	其他	365.08	200.00	100.00	100.00	应付帐款周转率	11.48	13.25	12.42	14.33
其他	365.08	200.00	100.00	100.00	筹资活动现金流	-2207.70	-1.38	-0.22	-0.22	每股收益	6.64	8.31	10.48	12.92
筹资活动现金流	-2207.70	-1.38	-0.22	-0.22	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	8.45	6.86	10.70	13.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	17.48	25.79	36.27	49.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2207.70	-1.38	-0.22	-0.22	P/E	32.57	26.00	20.62	16.73
其他	-2207.70	-1.38	-0.22	-0.22	现金净增加额	5209.06	8024.56	13008.69	16454.77	P/B	12.37	8.38	5.96	4.39
现金净增加额	5209.06	8024.56	13008.69	16454.77						EV/EBITDA	31.40	17.95	13.42	10.14
										P/S	10.06	8.31	6.76	5.63

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘来珍：上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验，重点覆盖酒类板块以及部分非酒标的。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tangm