

2023 年 04 月 11 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一季度实现开门红，青花势能持续向上

—山西汾酒（600809.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

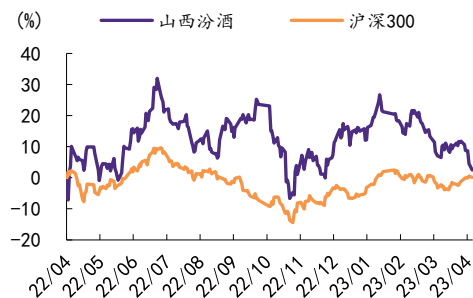
2023 年 4 月 10 日，山西汾酒发布 2023 年一季度主要经营公告。

基本数据

2023-04-10

当前股价（元）	244.11
总市值（亿元）	2978
总股本（百万股）	1220
流通股本（百万股）	1218
52 周价格范围（元）	229.7-324.8
日均成交额（百万元）	1503.38

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《山西汾酒（600809）：动销反馈良好，营销思路清晰》2023-02-10
- 2、《山西汾酒（600809）：2022 年顺利收官，青花持续引领》2023-01-20
- 3、《山西汾酒（600809）：经销商大会反馈积极，全方位打造产品矩阵》2022-12-27

投资要点

■ 一季度实现开门红，经营表现稳中有升

根据公告，2023 年 1-3 月预计总营收 126.36 亿元左右（同增 20%左右），预计归母净利润 44.52 亿元左右（同增 20%左右），一季度实现开门红。目前经营战略以稳为主，持续深耕终端，2022 年可控终端突破 112 万家；全国化强势布局，长江以南市场同增超 50%；产品结构思路清晰，青花系列同增达 60%，短期放量青花 20，长期青花 30 千元价格带占位。

■ 献礼版玻汾加快放量，长期看好青花势能向上

献礼版玻汾自 2022 年末推出以来，从头部终端与渠道入手，精准把控营销力度，取得良好表现。2023 年献礼版玻汾全面导入全市场，预计将有效实现玻汾产品结构升级，有望成为高线光瓶酒的引领者。长期来看，作为清香型龙头，汾酒已做到产品线全价格带覆盖，在基地市场稳健增长同时持续加强对长江以南市场进攻态势，青花与玻汾双轮驱动以加大清香型消费者培育，品类势能强劲，业绩增量可期。

■ 盈利预测

我们看好公司青花系列持续引领，腰部产品有望持续发力，献礼版玻汾有望放量。我们预计 2022-2024 年 EPS 为 6.48/8.34/10.48 元，当前股价对应 PE 分别为 38/29/23 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	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	19,971	26,034	32,512	39,752
增长率（%）	42.8%	30.4%	24.9%	22.3%
归母净利润（百万元）	5,314	7,904	10,175	12,788
增长率（%）	72.6%	48.8%	28.7%	25.7%
摊薄每股收益（元）	4.36	6.48	8.34	10.48
ROE（%）	34.1%	34.1%	30.8%	28.2%

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	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	19,971	26,034	32,512	39,752
现金及现金等价物	6,146	15,963	28,203	43,242	营业成本	5,011	6,387	7,859	9,483
应收款	104	143	160	163	营业税金及附加	3,730	4,582	5,690	6,917
存货	8,189	8,114	8,166	8,088	销售费用	3,160	3,384	4,194	5,088
其他流动资产	10,847	11,287	11,312	11,691	管理费用	1,167	1,484	1,821	2,186
流动资产合计	25,286	35,507	47,842	63,184	财务费用	-33	-447	-790	-1,211
非流动资产：					研发费用	23	30	37	46
金融类资产	6,031	6,081	6,111	6,126	费用合计	4,317	4,451	5,262	6,110
固定资产	2,247	2,245	2,154	2,035	资产减值损失	2	0	0	0
在建工程	247	99	39	16	公允价值变动	28	0	0	0
无形资产	363	345	327	310	投资收益	72	68	63	60
长期股权投资	76	76	76	76	营业利润	7,029	10,695	13,778	17,316
其他非流动资产	1,736	1,736	1,736	1,736	加：营业外收入	71	60	45	30
非流动资产合计	4,669	4,501	4,333	4,172	减：营业外支出	10	9	8	7
资产总计	29,955	40,008	52,175	67,356	利润总额	7,091	10,746	13,815	17,339
流动负债：					所得税费用	1,701	2,729	3,495	4,370
短期借款	0	0	0	0	净利润	5,390	8,016	10,319	12,970
应付账款、票据	2,812	3,005	2,970	3,145	少数股东损益	76	112	144	182
其他流动负债	4,077	4,077	4,077	4,077	归母净利润	5,314	7,904	10,175	12,788
流动负债合计	14,265	16,697	19,054	21,904					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	103	103	103	103	营业收入增长率	42.8%	30.4%	24.9%	22.3%
非流动负债合计	103	103	103	103	归母净利润增长率	72.6%	48.8%	28.7%	25.7%
负债合计	14,368	16,800	19,157	22,007	盈利能力				
所有者权益					毛利率	74.9%	75.5%	75.8%	76.1%
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	四项费用/营收	21.6%	17.1%	16.2%	15.4%
股东权益	15,587	23,208	33,019	45,349	净利率	27.0%	30.8%	31.7%	32.6%
负债和所有者权益	29,955	40,008	52,175	67,356	ROE	34.1%	34.1%	30.8%	28.2%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	48.0%	42.0%	36.7%	32.7%
净利润	5390	8016	10319	12970	营运能力				
少数股东权益	76	112	144	182	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
折旧摊销	170	168	167	160	应收账款周转率	192.3	182.5	202.8	243.3
公允价值变动	28	0	0	0	存货周转率	0.6	1.4	1.7	2.0
营运资金变动	1982	2078	2292	2562	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	7645	10374	12923	15873	EPS	4.36	6.48	8.34	10.48
投资活动现金净流量	-4837	100	120	129	P/E	56.1	37.7	29.3	23.3
筹资活动现金净流量	7008	-395	-509	-639	P/S	14.9	11.4	9.2	7.5
现金流量净额	9,817	10,079	12,534	15,363	P/B	19.6	13.1	9.2	6.7

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 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。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 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。