



# 山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 业绩超预期，经营稳中向好

### 业绩简评

23年7月24日，公司披露上半年经营情况。23H1 实现营业总收入 190 亿元，同比+24%；实现归母净利 67.8 亿元，同比+35%；23Q2 实现营业总收入 63.3 亿元，同比+31.8%；实现归母净利 19.6 亿元，同比+50.2%。

### 经营分析

公司业绩取得超预期表现（此前预期收入 25%左右，利润略高于 30%），主要系 22Q2 属于低基数，且 Q2 占全年比重略低（22Q2 收入占全年 18%，利润占 16%），因此边际增量对业绩增幅弹性贡献会较高。

1) 从上半年看，省内反馈腰部产品（青花 25、巴拿马 20）动销较优，省外玻汾配额内前置拿货，整体预计 H1 青花增速在 30%+（其中青花 20、25 快于复兴版，结构占比 40%+），腰部及玻汾增速在 20%左右，结构整体仍往上。

2) 对于下半年，考虑到省外玻汾配额前置&全年玻汾仍控量，对下半年结构提升可更乐观，全年省外增速仍预期会高于省内。渠道亦预期下半年费用投放会加码，包括消费者扫码等，对动销会有提振作用，同时上半年利润弹性预计主要系费用端的节奏问题。

我们认为公司经营仍处于向好态势中，香型禀赋是公司差异化优势，渗透率提升带动清香氛围向上具备确定性，而且内部销售口管理企稳后预计渠道变革会加速推进，包括数字化体系、渠道分类监管等，市场短期担忧点会逐渐消退。

往后看，伴随低价库存逐渐消化，6月下旬提价的成效预计会逐渐显现，看好下半年青花 20 批价走势（当前批价 350 元左右，复兴版批价 790 元，库存 1.5 个月左右，回款进度 60%+）。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计 23-25 年收入增速为 23.1%/21.1%/19.6%；归母净利增速为 32.9%/25.5%/23.2%，对应归母净利为 107.6/135.0/166.3 亿元；EPS 为 8.82/11.06/13.63 元，公司股票现价对应 PE 估值为 23.7/18.9/15.4 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；省外拓展不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

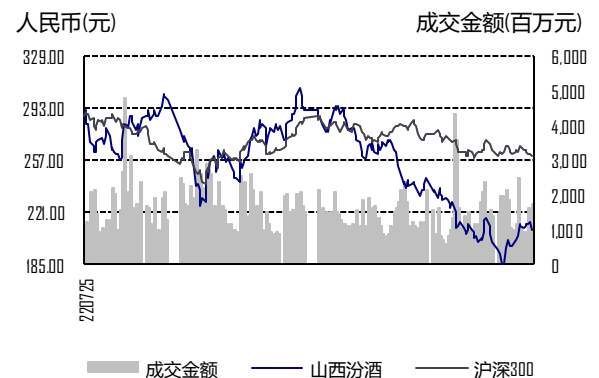
联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：209.30 元

相关报告：

- 《山西汾酒公司点评：经营稳态无忧，持续看好》，2023.5.23
- 《山西汾酒公司点评：利润超预期兑现，结构优化持续推进》，2023.4.27
- 《山西汾酒公司点评：业绩预告提振信心，高性价比凸显》，2023.4.10



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,971	26,214	32,274	39,090	46,734
营业收入增长率	42.8%	31.3%	23.1%	21.1%	19.6%
归母净利润(百万元)	5,314	8,096	10,757	13,498	16,632
归母净利润增长率	72.6%	52.4%	32.9%	25.5%	23.2%
摊薄每股收益(元)	4.36	6.64	8.82	11.06	13.63
每股经营性现金流净额	6.27	8.45	13.90	11.87	14.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.9%	38.0%	40.3%	40.4%	39.8%
P/E	72.5	42.9	23.7	18.9	15.4
P/B	25.3	16.3	9.6	7.6	6.1

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>13,990</b>	<b>19,971</b>	<b>26,214</b>	<b>32,274</b>	<b>39,090</b>	<b>46,734</b>
增长率	42.8%	31.3%	23.1%	21.1%	19.6%	
主营业务成本	-3,896	-5,011	-6,460	-7,292	-8,227	-9,303
%销售收入	27.8%	25.1%	24.6%	22.6%	21.0%	19.9%
毛利	10,094	14,960	19,754	24,982	30,862	37,431
%销售收入	72.2%	74.9%	75.4%	77.4%	79.0%	80.1%
营业税金及附加	-2,503	-3,730	-4,602	-5,551	-6,684	-7,945
%销售收入	17.9%	18.7%	17.6%	17.2%	17.1%	17.0%
销售费用	-2,276	-3,160	-3,404	-3,808	-4,534	-5,374
%销售收入	16.3%	15.8%	13.0%	11.8%	11.5%	11.5%
管理费用	-1,089	-1,167	-1,214	-1,420	-1,681	-1,986
%销售收入	7.8%	5.8%	4.6%	4.4%	4.3%	4.3%
研发费用	-17	-23	-58	-71	-86	-103
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	4,209	6,881	10,476	14,131	17,876	22,022
%销售收入	30.1%	34.5%	40.0%	43.8%	45.7%	47.1%
财务费用	68	33	37	164	90	146
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	4	2	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	28	3	0	0	0
投资收益	-49	72	330	140	150	160
%税前利润	n.a	1.0%	3.0%	1.0%	0.8%	0.7%
营业利润	4,235	7,029	10,873	14,446	18,126	22,338
营业利润率	30.3%	35.2%	41.5%	44.8%	46.4%	47.8%
营业外收支	2	61	3	3	3	3
税前利润	4,237	7,091	10,876	14,449	18,130	22,341
利润率	30.3%	35.5%	41.5%	44.8%	46.4%	47.8%
所得税	-1,121	-1,701	-2,719	-3,612	-4,532	-5,585
所得税率	26.5%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	3,116	5,390	8,157	10,837	13,597	16,756
少数股东损益	37	76	61	79	99	124
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,079</b>	<b>5,314</b>	<b>8,096</b>	<b>10,757</b>	<b>13,498</b>	<b>16,632</b>
净利率	22.0%	26.6%	30.9%	33.3%	34.5%	35.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,116	5,390	8,157	10,837	13,597	16,756
少数股东损益	37	76	61	79	99	124
非现金支出	148	180	198	240	315	386
非经营收益	-325	-531	-836	-518	-587	-417
营运资金变动	-929	2,607	2,791	6,400	1,158	1,191
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,010</b>	<b>7,645</b>	<b>10,310</b>	<b>16,959</b>	<b>14,484</b>	<b>17,916</b>
资本开支	-195	-156	-826	-1,242	-1,511	-1,846
投资	-595	-4,788	-2,433	-7,114	-1,000	-1,000
其他	50	107	365	140	150	160
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-740</b>	<b>-4,837</b>	<b>-2,894</b>	<b>-8,216</b>	<b>-2,361</b>	<b>-2,686</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-9	0	0
其他	-1,369	-183	-2,208	-5,409	-6,801	-8,354
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,369</b>	<b>-183</b>	<b>-2,208</b>	<b>-5,418</b>	<b>-6,801</b>	<b>-8,354</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-101</b>	<b>2,625</b>	<b>5,209</b>	<b>3,325</b>	<b>5,321</b>	<b>6,877</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,607	6,146	11,201	14,387	19,471	26,176
应收款项	4,423	4,515	1,045	1,053	884	590
存货	6,354	8,189	9,650	10,988	12,510	14,273
其他流动资产	425	6,435	7,306	8,334	9,354	10,378
流动资产	15,808	25,286	29,202	34,762	42,220	51,417
%总资产	79.9%	84.4%	79.6%	77.8%	78.4%	79.4%
长期投资	68	105	107	107	107	107
固定资产	2,290	2,493	2,480	3,079	3,826	5,002
%总资产	11.6%	8.3%	6.8%	6.9%	7.1%	7.7%
无形资产	346	363	1,076	1,164	1,250	1,336
非流动资产	3,971	4,669	7,484	9,904	11,601	13,362
%总资产	20.1%	15.6%	20.4%	22.2%	21.6%	20.6%
<b>资产总计</b>	<b>19,779</b>	<b>29,955</b>	<b>36,686</b>	<b>44,666</b>	<b>53,821</b>	<b>64,779</b>
短期借款	0	13	9	0	0	0
应付款项	3,254	4,223	4,751	4,671	5,122	5,620
其他流动负债	6,375	10,029	10,087	11,826	13,908	16,093
流动负债	9,629	14,265	14,846	16,497	19,030	21,713
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	84	103	94	965	739	574
负债	9,714	14,368	14,941	17,463	19,769	22,287
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,777</b>	<b>15,223</b>	<b>21,321</b>	<b>26,699</b>	<b>33,448</b>	<b>41,764</b>
其中：股本	872	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
未分配利润	8,289	12,941	18,841	24,219	30,968	39,284
少数股东权益	288	364	425	504	603	728
<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,779</b>	<b>29,955</b>	<b>36,686</b>	<b>44,666</b>	<b>53,821</b>	<b>64,779</b>

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	3.533	4.355	6.636	8.818	11.064	13.633
每股净资产	11.218	12.476	17.475	21.885	27.418	34.234
每股经营现金净流	2.306	6.266	8.450	13.900	11.871	14.685
每股股利	0.200	1.800	3.320	4.408	5.532	6.816
<b>回报率</b>						
净资产收益率	31.49%	34.91%	37.97%	40.29%	40.35%	39.82%
总资产收益率	15.57%	17.74%	22.07%	24.08%	25.08%	25.67%
投入资本收益率	30.66%	33.45%	36.04%	38.88%	39.29%	38.80%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.76%	42.75%	31.26%	23.12%	21.12%	19.56%
EBIT增长率	48.62%	63.47%	52.26%	34.89%	26.50%	23.19%
净利润增长率	58.85%	72.56%	52.36%	32.87%	25.48%	23.22%
总资产增长率	23.09%	51.45%	22.47%	21.75%	20.50%	20.36%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	544.0	529.7	504.0	550.0	555.0	560.0
应付账款周转天数	160.6	117.8	114.8	110.0	105.0	100.0
固定资产周转天数	46.0	41.1	29.6	27.4	26.8	27.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-45.77%	-78.03%	-56.34%	-60.46%	-66.16%	-71.15%
EBIT利息保障倍数	-61.9	-207.7	-284.7	-86.0	-197.9	-151.3
资产负债率	49.11%	47.97%	40.73%	39.10%	36.73%	34.40%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-28	买入	268.85	N/A
2	2022-08-25	买入	263.00	N/A
3	2022-10-13	买入	278.50	N/A
4	2022-10-28	买入	229.70	N/A
5	2023-01-20	买入	298.48	N/A
6	2023-04-10	买入	252.39	N/A
7	2023-04-27	买入	240.06	N/A
8	2023-05-23	买入	224.99	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

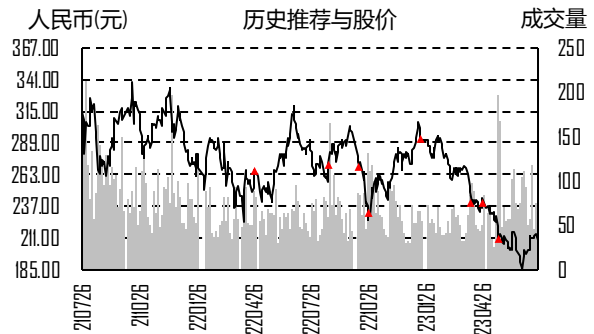
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
- 3.01~4.0 = 减持





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究