

2023年07月25日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

255

## 山西汾酒(600809.SH)

BUY 买进

H1 业绩超预期，估值低点布局正当时

### 结论与建议：

#### 业绩概要：

公司预告 2023H1 实现营收 190.1 亿，同比增 24%，录得净利润 67.8 亿，同比增 35.2%。据此计算，2Q 实现收入 63.3 亿，同比增 31.8%，录得净利润 19.6 亿，同比增 50.2%。

#### 点评：

- 公司二季度业绩好于我们预期，除去年同期低基数影响外，我们估计靓丽业绩源于：1) 市场结构，省外消费者培育进一步深入，长江以南市场持续精耕；2) 品牌认知提升叠加产品结构优化，青花等中高端产品实现较快增长，省内及环山西市场腰部产品放量。基于此，我们认为 2Q 毛利率同比将有所提升，另外今年公司着力构建数字化的中后台管理体系，渠道及内部经营效率提升，报告期费用率或有所下降。
- 经历 2Q 消化后，我们认为目前主力产品渠道库存较为良性，其中，玻汾动销或最快，青花 20 在次高端开瓶表现较优。6 月 20 日，公司宣布上调青花、玻汾等产品出厂价，调价幅度在 1-200 元/瓶不等，考虑补库+旺季备货等因素，2Q 末预收款预计表现出色。
- 6 月股东大会提出通过优化渠道体系，改善利润以提振经销商信心，下半年渠道势能更足；此外，通过持续对汾酒体系内产品进行分类管理，实现资源聚焦，叠加品牌营销投入持续加码，公司主力产品消费者认知将进一步深入。尽管下半年基期垫高，但全年实现 20%+ 的收入增长应无虞。
- 略上调盈利预测，预计 2023-2024 年将分别实现净利润 105.6 亿（上调 3.4%）和 131.4 亿（上调 5.5%），分别同比增 30.4% 和 24.5%，EPS 分别为 8.65 元和 10.77 元，当前股价对应 PE 分别为 24 倍和 19 倍，当前估值安全边际凸显，重申“买进”。
- 风险提示：省外扩张不及预期，行业竞争加剧，费用投放超预期

### 公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2023/7/24)	209.30
上证指数(2023/7/24)	3164.16
股价 12 个月高/低	313.6/183.95
总发行股数(百万)	1219.96
A 股数(百万)	1219.96
A 市值(亿元)	2553.39
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司(56.56%)
每股净值(元)	18.11
股价/账面净值	11.56
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.00 -12.84 -26.83

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-06-05	212.00	买进
2023-04-25	244.12	买进
2023-01-20	298.48	买进

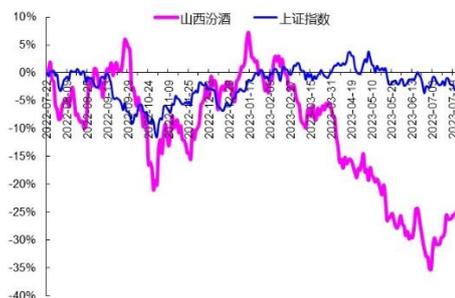
### 产品组合

中高价酒	75.2%
其他酒类	24.8%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.1%
一般法人	72.1%

### 股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3079	5314	8096	10556	13140
同比增减	%	56.39	72.56	52.36	30.39	24.48
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.55	4.37	6.65	8.65	10.77
同比增减	%	58.93	23.22	51.99	30.12	24.48
市盈率(P/E)	X	58.95	47.84	31.48	24.19	19.43
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	1.80	3.32	4.33	5.39
股息率 (Yield)	%	0.10	0.86	1.59	2.07	2.57

### 【投资评等说明】

..... 接续下页 .....

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

## 附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
营业收入	13990	19971	26214	32598	39669
经营成本	3896	5011	6460	7719	9185
营业税金及附加	2503	3730	4602	5708	6837
销售费用	2276	3160	3404	3699	4467
管理费用	1089	1167	1214	1480	1753
财务费用	-68	-33	-37	-24	-29
资产减值损失			0	0	0
投资收益	-49	72	330	236	245
营业利润	4235	7029	10873	14176	17600
营业外收入	6	71	6	3	3
营业外支出	4	10	3	4	4
利润总额	4237	7091	10876	14176	17599
所得税	1121	1701	2719	3549	4400
少数股东损益	37	76	61	71	59
归属于母公司所有者的净利润	3079	5314	8096	10556	13140

## 附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
货币资金	4607	6146	11201	17069	24606
应收账款	2	1	1	1	1
存货	6354	8189	9650	11097	12207
流动资产合计	15808	25286	29202	32122	34692
长期股权投资	39	76	80	82	84
固定资产	1762	2247	2125	2231	2343
在建工程	527	247	355	426	469
非流动资产合计	3971	4669	7484	8607	9296
资产总计	19779	29955	36686	40729	43988
流动负债合计	9629	14265	14846	17073	18781
非流动负债合计	84	103	94	104	109
负债合计	9714	14368	14941	17177	18890
少数股东权益	288	364	425	446	468
股东权益合计	9777	15223	21321	23106	24630
负债及股东权益合计	19779	29955	36686	40729	43988

## 附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	2010	7645	10310	13039	15868
投资活动产生的现金流量净额	-740	-4837	-2894	-3,912	-4,364
筹资活动产生的现金流量净额	-1369	-183	-2208	-3,260	-3,967
现金及现金等价物净增加额	-101	2625	5209	5868	7537

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。