

## Q2超预期，公司长期投资价值稳定

### 山西汾酒(600809)

评级:	买入	股票代码:	600809
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	318.8/183.95
目标价格:		总市值(亿)	2,553.39
最新收盘价:	209.3	自由流通市值(亿)	2,553.39
		自由流通股数(百万)	1,219.96

#### 事件概述

公司发布上半年业绩预告，23H1 预计实现收入 190.11 亿元左右，同比+24.0%左右；归母净利 67.75 亿元左右，同比+35.2%左右；23Q2 实现收入 63.29 亿元左右，同比+31.8%左右；归母净利 19.56 亿元左右，同比+50.2%左右。23Q2 利润增速超过市场预期。

#### 分析判断:

##### ▶ 预计青花系列高增+费用端优化带动业绩超预期增长

我们认为上半年公司管理层和人事变动没有影响公司动销势能，根据公司公告青花汾酒系列等中高端产品实现较快增长，我们预计青花系列增速有望领先整体业务，玻汾奠定收入规模+腰部产品贡献需求增量+青花系列（尤其青 20）拉动收入业绩高增。2023 年以来，公司坚持品牌建设，紧抓终端维护，持续精耕长江以南核心市场，市场结构进一步优化。我们认为青花系列结构占比有望进一步提升，产品结构持续升级+转向消费者培育的费用优化共同带动公司业绩超预期增长。

##### ▶ 量价关系提振，有望提升渠道信心

根据今日酒价的数据，青 20 批价从 5 月末至今已有一小幅度提升（当前批价 350 元/瓶，库存良性），我们认为当前公司大单品量价关系提振，一方面助推下半年产品批价走势走强，另一方面表达公司对产品价格稳定和回款达成进度的信心，有望促进产品价值提升和渠道信心增加。

##### ▶ 多方视角判断，公司具备长期稳定的投资价值

行业角度，老四大名酒+清香龙头为公司强品牌力背书，公司长期行业地位和竞争优势稳固，我们认为次高端价格带仍具备较强的需求韧性和消费拉力，而公司大单品青 20 有望在次高端价格带内向龙头产品看齐。

战略角度，根据公司年报，2017 年至今公司坚持改革后提出的“抓两头、带中间”的战略，我们认为中期公司战略和经营节奏不会发生变化，并且会持续加强战略，继续推动青 20 的做大做强的同时推动产品价格带和结构升级。

竞争角度，我们认为强大的品牌力和产品力作为公司核心竞争力支撑公司一直保持着不错的渠道利润和较低的库存水平，同时管理层对量价平衡有着清晰的认识和坚定的执行。在强大的品牌拉力和较高的渠道积极性面前，我们认为公司对组织的依赖性相对低一些，不应当过分担忧公司潜在的组织变化。

多方视角判断下，我们认为公司具备越过市场对短期基本面、中期竞争实力和长期行业判断上分歧点的竞争实力，长期基本面和投资价值稳定。

#### 投资建议

我们认为前期对人事调整的担忧和中长期增长降速已经反应到当前估值，公告业绩增速反应公司具备较强的业绩确定性，中长期仍存在享受行业集中和价位升级红利的竞争优势，且对应 2025 年仅 15 倍估值，中期市值安全边际已足，维持预测不变，23-25 年营业收入 328/405/488 亿元；归母净利润 105/136/170 亿元；EPS 8.64/11.13/13.95 元，2023 年 7 月 24 日收盘价 209.3 元对应估值分别为 24/19/15 倍。维持“买入”评级。

## 风险提示

经济复苏情况不及预期，市场竞争加剧，公司人事变动持续，食品安全问题等

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,971	26,214	32,850	40,472	48,758
YoY (%)	42.8%	31.3%	25.3%	23.2%	20.5%
归母净利润(百万元)	5,314	8,096	10,539	13,580	17,019
YoY (%)	72.6%	52.4%	30.2%	28.9%	25.3%
毛利率 (%)	74.9%	75.4%	77.0%	78.6%	79.9%
每股收益 (元)	4.37	6.65	8.64	11.13	13.95
ROE	34.9%	38.0%	35.5%	33.6%	31.7%
市盈率	47.84	31.48	24.22	18.80	15.00

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	26,214	32,850	40,472	48,758	净利润	8,157	10,645	13,683	17,130
YoY (%)	31.3%	25.3%	23.2%	20.5%	折旧和摊销	215	329	322	357
营业成本	6,460	7,558	8,673	9,788	营运资金变动	2,791	-2,732	-3,690	-3,511
营业税金及附加	4,602	5,749	7,042	8,435	经营活动现金流	10,310	7,911	9,909	13,486
销售费用	3,404	4,205	5,140	6,095	资本开支	-826	-939	-598	-676
管理费用	1,214	1,478	1,781	2,097	投资	-2,433	-3,218	-2,956	-3,043
财务费用	-37	-56	-65	-85	投资活动现金流	-2,894	-3,829	-3,150	-3,232
研发费用	58	66	81	98	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	330	328	405	488	筹资活动现金流	-2,208	-2,197	-2,867	-3,660
营业利润	10,873	14,192	18,242	22,838	现金净流量	5,209	1,886	3,892	6,594
营业外收支	3	2	2	2					
利润总额	10,876	14,194	18,244	22,840	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	2,719	3,548	4,561	5,710	<b>成长能力</b>				
净利润	8,157	10,645	13,683	17,130	营业收入增长率	31.3%	25.3%	23.2%	20.5%
归属于母公司净利润	8,096	10,539	13,580	17,019	净利润增长率	52.4%	30.2%	28.9%	25.3%
YoY (%)	52.4%	30.2%	28.9%	25.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	6.65	8.64	11.13	13.95	毛利率	75.4%	77.0%	78.6%	79.9%
					净利率	31.1%	32.4%	33.8%	35.1%
					总资产收益率 ROA	22.1%	22.6%	23.1%	23.1%
					净资产收益率 ROE	38.0%	35.5%	33.6%	31.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	11,201	13,087	16,979	23,573	流动比率	1.97	2.36	2.85	3.41
预付款项	133	174	191	215	速动比率	1.31	1.70	2.20	2.75
存货	9,650	10,561	11,406	12,336	现金比率	0.75	0.80	0.96	1.24
其他流动资产	8,218	14,654	21,818	28,767	资产负债率	40.7%	35.2%	30.2%	26.0%
流动资产合计	29,202	38,476	50,394	64,891	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	80	80	80	80	总资产周转率	0.71	0.71	0.69	0.66
固定资产	2,125	2,762	3,031	3,248	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	1,076	1,258	1,361	1,503	每股收益	6.65	8.64	11.13	13.95
非流动资产合计	7,484	8,097	8,375	8,697	每股净资产	17.48	24.32	33.10	44.06
资产合计	36,686	46,573	58,769	73,588	每股经营现金流	8.45	6.49	8.12	11.06
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	1.80	2.35	3.00
应付账款及票据	2,948	3,210	3,374	3,754	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	11,898	13,074	14,290	15,259	PE	31.48	24.22	18.80	15.00
流动负债合计	14,846	16,284	17,665	19,014	PB	16.31	10.22	7.51	5.64
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	94	94	94	94					
非流动负债合计	94	94	94	94					
负债合计	14,941	16,379	17,759	19,108					
股本	1,220	1,220	1,220	1,220					
少数股东权益	425	531	634	745					
股东权益合计	21,746	30,194	41,010	54,480					
负债和股东权益合计	36,686	46,573	58,769	73,588					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**王厚：**华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。