

山西汾酒(600809)

报告日期: 2023年07月24日

## Q2 业绩超预期, 看好三低筑底下的顺周期布局机会

### ——山西汾酒 23H1 业绩预告点评报告

#### 投资要点

- 山西汾酒发布业绩预告, 23H1 公司预计实现营业总收入 190.11 亿元左右 (+23.98%), 实现归母净利润 67.75 亿元左右 (+35.15%)。23Q2 公司预计实现营业总收入 63.29 亿元左右 (+31.77%), 实现归母净利润 19.56 亿元左右 (+50.12%)。公司 23Q2 业绩超预期, 我们认为主要得益于青花系列带动结构升级+22Q2 低基数+费用投放节奏影响。
- 23H1 基本面稳中向好, 青花系列延续高增
  - ①公司经营情况稳中向好, 主要得益于青花系列表现优异+长江以北等优势市场实现惯性动销+提价带动渠道备货积极性。虽然今年以来受商务/中产消费复苏不及预期影响, 次高端价位带呈现分化态势, 市场担忧公司销售承压, 但从实际跟踪来看, 公司依托多价格带产品矩阵实现较好表现: 我们预计省内老白汾/巴拿马需求增加, 省外青花 20 全国化稳步推进+玻汾配额前置贡献增量。
  - ②23Q2 青花系列延续高增趋势, 其中: 1) 青花 25/青花 20 持续增长, 我们预计增速领先于青花系列平均; 2) 青花 30 延续增长, Q1 因节后控货增速放缓。整体来看, 我们预计青花系列今年将达成 130 亿的目标, 预计全年整体增速超汾酒所有品类, 且结构占比有望进一步提升。
- 价格体系管控调整, 看好后续价盘抬升  
当前公司产品批价稳定, 价格企稳回升。此前公司对部分产品出厂价提价, 根据酒业网报道, 53 度/42 度青花 20 上调 20/18 元/瓶, 青花 30 复兴版预计上调 70-80 元/瓶, 玻汾上调 1 元/瓶。随着公司对价格体系的调整管控, 我们认为后续措施落地后价盘有望进一步抬升, 根据股东大会销售总口径, 预计中秋节前批价会进一步上升。
- 管理层短期波动, 长期经营向好不改  
近期管理层变动, 引发市场对于公司经营管理担忧。我们认为, 新销售总经理张永踊总深耕公司销售业务多年, 93 年加入汾酒公司后逐步成为省区副总经理/总经理, 负责过华中(湖南湖北河南)/山西等区域。张总于 5 月 19 日正式接任后出台多项营销规划调整, 包括对青花 30 实施"两个转换三个聚焦"、强化优化市场布局、重构扫码数据体系等。当前公司经营处于正轨, 中长期向好趋势不改, 无需过度担忧。
- 处于"持仓低+预期低+估值低"的三低阶段, 关注低位布局机会  
今年以来公司股价回调显著, 汾酒 23Q2 持仓基金数环比-202 支至 160 支, 持股数量环比-28.18%。目前处于"持仓低+预期低+估值低"的三低阶段, 悲观情绪已逐步消化(23 年 PE 仅 24.5X), 考虑到公司 Q2 业绩超预期、基本面稳健、中长期向好趋势不改, 建议关注低位布局机会。我们预计青花系列高增将继续带动结构升级, 看好全年达成 20% 的营收增长目标, 费用端收缩助力利润弹性释放。
- 盈利预测及估值  
我们预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 25.04%/22.56%/20.67%; 归母净利润增速分别为 28.81%/28.74%/25.05%; EPS 分别为 8.55/11.00/13.76 元; PE 分别为 24.49/19.02/15.21 倍。长期看业绩成长性强, 当前估值具有性价比, 维持买入评级。
- 催化剂: 消费升级持续、青花系列持续高增、高价位产品导入顺利。
- 风险提示: 消费恢复不及预期; 次高端表现不及预期; 全国化进展不及预期。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥  
 执业证书号: S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

研究助理: 潘俊汝  
 panjunru@stocke.com.cn

研究助理: 张家祯  
 zhangjiashen@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 209.30
总市值(百万元)	255,338.51
总股本(百万股)	1,219.96

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《利润端表现超预期, 收入增速目标可达性强》 2023.05.02
- 2 《动销表现向好, 利润率或持续上行》 2023.02.17
- 3 《2022 年经营成绩亮眼, "13348" 引领新征程方向——山西汾酒事件点评报告》 2022.12.30

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26213.86	32777.01	40171.35	48473.86
(+/-) (%)	31.26%	25.04%	22.56%	20.67%
归母净利润	8095.85	10428.49	13425.74	16789.31
(+/-) (%)	52.46%	28.81%	28.74%	25.05%
每股收益(元)	6.64	8.55	11.00	13.76
P/E	31.54	24.49	19.02	15.21

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	29202	42244	57210	74566
现金	11201	22121	34664	51412
交易性金融资产	1059	2363	3151	2191
应收账款	1	8	20	38
其它应收款	32	180	159	172
预付账款	133	208	227	233
存货	9650	11908	13244	14410
其他	7126	5456	5745	6109
<b>非流动资产</b>	7484	5851	6180	6634
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	80	65	74	73
固定资产	2125	1931	1710	1481
无形资产	1076	1318	1635	2054
在建工程	355	243	135	103
其他	3848	2294	2626	2923
<b>资产总计</b>	36686	48095	63390	81200
<b>流动负债</b>	14846	15723	17488	18384
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2948	4031	4367	4683
预收账款	0	0	0	0
其他	11898	11692	13120	13701
<b>非流动负债</b>	94	94	97	95
长期借款	0	0	0	0
其他	94	94	97	95
<b>负债合计</b>	14941	15817	17585	18479
少数股东权益	425	503	605	732
归属母公司股东权益	21321	31774	45200	61990
<b>负债和股东权益</b>	36686	48095	63390	81200

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	10310	11905	12877	15246
净利润	8157	10507	13527	16916
折旧摊销	201	146	146	147
财务费用	(37)	(245)	(421)	(641)
投资损失	(330)	(118)	(173)	(207)
营运资金变动	(1797)	2333	1473	512
其它	4115	(719)	(1675)	(1481)
<b>投资活动现金流</b>	(2894)	(1254)	(758)	862
资本支出	13	173	197	128
长期投资	(4)	14	(8)	1
其他	(2903)	(1441)	(946)	734
<b>筹资活动现金流</b>	(2208)	269	423	640
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(2208)	269	423	640
<b>现金净增加额</b>	5209	10920	12543	16748

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	26214	32777	40171	48474
营业成本	6460	7506	8428	9293
营业税金及附加	4602	5754	7052	8509
营业费用	3404	4195	5303	6495
管理费用	1214	1606	1968	2424
研发费用	58	55	71	88
财务费用	(37)	(245)	(421)	(641)
资产减值损失	(17)	(3)	(9)	(15)
公允价值变动损益	3	3	3	3
投资净收益	330	118	173	207
其他经营收益	10	9	11	10
<b>营业利润</b>	10873	14038	17966	22540
营业外收支	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	10876	14041	17970	22544
所得税	2719	3534	4442	5628
<b>净利润</b>	8157	10507	13527	16916
少数股东损益	61	79	101	127
<b>归属母公司净利润</b>	8096	10428	13426	16789
<b>EBITDA</b>	10909	13938	17691	22046
<b>EPS (最新摊薄)</b>	6.64	8.55	11.00	13.76

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	31.26%	25.04%	22.56%	20.67%
营业利润	54.75%	29.11%	27.99%	25.46%
归属母公司净利润	52.46%	28.81%	28.74%	25.05%
<b>获利能力</b>				
毛利率	75.36%	77.10%	79.02%	80.83%
净利率	31.12%	32.06%	33.67%	34.90%
ROE	43.37%	38.61%	34.39%	30.94%
ROIC	37.61%	32.44%	29.19%	26.49%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.73%	32.89%	27.74%	22.76%
净负债比率	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
流动比率	1.97	2.69	3.27	4.06
速动比率	1.32	1.93	2.51	3.27
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.79	0.77	0.72	0.67
应收账款周转率	29183	23671	18887	22677
应付账款周转率	3.18	3.01	2.95	2.94
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	6.64	8.55	11.00	13.76
每股经营现金	8.45	9.76	10.55	12.50
每股净资产	17.48	26.04	37.05	50.81
<b>估值比率</b>				
P/E	31.54	24.49	19.02	15.21
P/B	11.98	8.04	5.65	4.12
EV/EBITDA	30.79	16.60	12.33	9.19

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>