

证券研究报告

公司研究

点评报告

山西汾酒 (600809.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

山西汾酒 (600809.SH): 势能不减, 坚定信心 2023.07.24

山西汾酒 (600809.SH): 超预期成长, 坚定复兴方略 2023.04.27

山西汾酒 (600809.SH): 高质量收官, 奋进再出发 2023.01.20

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

提价加速回款, 下半年从容应对

2023年08月25日

事件: 2023年上半年, 公司实现营收190.11亿元, 同比+23.98%; 归母净利润67.67亿元, 同比+35.00%; 销售收现177.07亿元, 同比+20.50%; 经营净现金流52.08亿元, 同比+11.22%; 期末合同负债57.53亿元, 环比+15.81亿元。

点评:

- **大本营市场发挥优势, 省外加大终端覆盖。** 23Q2, 公司实现营收63.29亿元, 同比+31.75%, 归母净利润19.48亿元, 同比+49.57% (去年同期受疫情影响, 基数较低)。分区域看, 二季度省内收入25.15亿元, 同比+41.28% (上半年同比+33.77%); 省外收入37.49亿元, 同比+26.42% (上半年同比+18.33%)。面对需求弱复苏, 省内凭借扎实的渠道基础, 发挥大本营资源优势, 持续提升巴拿马、青花25收入占比; 而省外则帮助经销商释压, 加大长江以南市场的选商、优商、扶商工作力度, 进一步提高终端覆盖率, 核心市场保持较快增长。截至二季度末, 公司在全国可控终端数量达120万家 (较年初增加8万家), 经销商3775家 (较年初增加138家)。
- **青花占比稳中略升, 多价位发力抵御周期。** 23Q2, 公司实现酒类收入62.65亿元, 同比+31.99%, 其中: ①中高价白酒收入44.99亿元, 占比72% (上半年139.95亿元, 占比74%), ②低价白酒收入17.66亿元, 占比28% (上半年48.94亿元, 占比26%)。可以看出, 二季度低价白酒阶段性放量, 缓解中高价白酒控货稳价的压力, 体现出多价位布局下, 公司具备的战略自由度优势。整体看, 上半年公司中高价白酒的收入占比较去年全年水平提升1.38pct, 其中, 青花汾酒系列收入占比达45%以上, 同比提升5pct以上, 上半年青花增速接近40%。由于产品结构变化, 二季度公司毛利率同比-0.61pct至77.79% (上半年同比+0.41pct至76.3%)。
- **销售费用率大幅收缩, 利润端弹性凸显。** 23Q2, 公司税金及附加率同比-1.88pct (上半年同比-0.06pct); 销售费用率同比-4.85pct至11.06% (上半年同比-3.66pct), 我们认为与公司内部反腐有关, 市场费用投放相对谨慎; 管理费用率同比-0.08pct至4.9% (上半年同比-0.3pct); 研发费用率同比+0.00pct至0.35% (上半年同比+0.06pct)。由于销售费用的收窄, 二季度公司归母净利率同比+3.67pct至30.78% (上半年同比+2.91pct), 利润端弹性凸显。展望下半年, 公司销售团队已稳定, 我们预计中秋国庆的市场费用投入有望加大, 持续推进消费者培育及市场基础建设, 全年销售费用率的收窄幅度预计减少。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司**2023-2025年摊薄每股收益分别为8.84元、11.04元、13.50元, 维持对公司的“买入”评级。**
- **风险因素:** 商务需求恢复不及预期; 行业竞争加剧; 市场开拓不及预期

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	19,971	26,214	32,857	40,179	48,257
增长率 YoY %	42.8%	31.3%	25.3%	22.3%	20.1%
归属母公司净利润 (百万元)	5,314	8,096	10,788	13,473	16,465
增长率 YoY%	72.6%	52.4%	33.3%	24.9%	22.2%
毛利率%	74.9%	75.4%	76.6%	77.5%	78.2%
净资产收益率ROE%	34.9%	38.0%	38.6%	37.3%	35.7%
EPS(摊薄)(元)	4.37	6.65	8.84	11.04	13.50
市盈率 P/E(倍)	72.18	42.86	26.00	20.82	17.04
市净率 P/B(倍)	25.31	16.31	10.04	7.77	6.09

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	25,286	29,202	38,572	49,628	62,785	
货币资金	6,146	11,201	12,676	22,009	33,402	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1	1	1	1	1	
预付账款	163	133	154	181	210	
存货	8,189	9,650	10,970	12,399	13,840	
其他	10,787	8,218	14,771	15,037	15,331	
非流动资产	4,669	7,484	7,696	7,892	8,074	
长期股权投资	76	80	80	80	80	
固定资产	2,247	2,125	2,297	2,456	2,602	
无形资产	363	1,076	1,106	1,136	1,166	
其他	1,983	4,203	4,213	4,220	4,226	
资产总计	29,955	36,686	46,268	57,520	70,859	
流动负债	14,265	14,846	16,877	19,854	23,104	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	1,032	664	738	868	1,009	
应付账款	1,780	2,284	2,742	3,224	3,748	
其他	11,453	11,898	13,397	15,762	18,346	
非流动负债	103	94	952	952	952	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	103	94	952	952	952	
负债合计	14,368	14,941	17,829	20,806	24,056	
少数股东权益	364	425	506	608	732	
归属母公司	15,223	21,321	27,932	36,105	46,071	
负债和股东权益	29,955	36,686	46,268	57,520	70,859	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	19,971	26,214	32,857	40,179	48,257	
同比	42.8%	31.3%	25.3%	22.3%	20.1%	
归属母公司净利润	5,314	8,096	10,788	13,473	16,465	
同比	72.6%	52.4%	33.3%	24.9%	22.2%	
毛利率(%)	74.9%	75.4%	76.6%	77.5%	78.2%	
ROE%	34.9%	38.0%	38.6%	37.3%	35.7%	
EPS(摊薄)(元)	4.37	6.65	8.84	11.04	13.50	
P/E	72.18	42.86	26.00	20.82	17.04	
P/B	25.31	16.31	10.04	7.77	6.09	
EV/EBITDA	53.57	31.40	18.80	14.56	11.42	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	19,97	26,214	32,857	40,179	48,257	
营业成本	5,011	6,460	7,700	9,051	10,524	
营业税金及...	3,730	4,602	5,914	7,232	8,686	
销售费用	3,160	3,404	3,614	4,420	5,308	
管理费用	1,167	1,214	1,479	1,808	2,172	
研发费用	23	58	66	80	97	
财务费用	-33	-37	-60	-87	-139	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	72	330	329	402	483	
其他	44	30	16	20	24	
营业利润	7,029	10,873	14,489	18,096	22,115	
营业外收支	61	3	4	4	4	
利润总额	7,091	10,876	14,493	18,100	22,119	
所得税	1,701	2,719	3,623	4,525	5,530	
净利润	5,390	8,157	10,870	13,575	16,590	
少数股东损	76	61	82	102	124	
归属母公司	5,314	8,096	10,788	13,473	16,465	
EBITDA	7,078	10,717	14,293	17,812	21,709	
EPS(当	4.37	6.65	8.84	11.04	13.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	7,645	10,310	5,519	14,647	17,827	
净利润	5,390	8,157	10,870	13,575	16,590	
折旧摊销	181	215	209	224	238	
财务费用	-1	1	0	0	0	
投资损失	-83	-330	-329	-402	-483	
营运资金变	2,607	2,791	-5,227	1,254	1,485	
其它	-449	-523	-4	-4	-4	
投资活动现	-4,837	-2,894	-725	-14	67	
资本支出	-156	-826	-416	-416	-416	
长期投资	-4,788	-2,433	-638	0	0	
其他	107	365	329	402	483	
筹资活动现	-183	-2,208	-3,319	-5,300	-6,500	
吸收投资	0	0	-2	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-174	-2,196	-4,200	-5,300	-6,500	
现金流净增	2,625	5,209	1,475	9,333	11,393	
加额						

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

姜青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。