



山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩高质量落地，清香禀赋势能可期

业绩简评

2023年8月24日，公司披露半年报，上半年实现营收190.1亿元，同比增长24.0%；实现归母净利润67.7亿元，同比增长35.0%。其中，Q2实现营收63.3亿元，同比增长31.8%；实现归母净利润19.5亿元，同比增长49.6%。

经营分析

1) 23H1 公司产品结构仍有提升，其中披露青花系列占比已达45%以上（预计占比提升1-2pct，对应期内青花增速30%+，其中23Q2增速青花25>青花20>复兴版）；腰部巴拿马省内反馈动销较优，整体腰部&玻汾期内增速在20%左右。此外，23Q2毛利率同比-0.6pct至77.8%，系季度间常规波动。

2) 从区域分布来看，23Q2省内/省外营收同比分别+41.3%/+26.4%，省内节奏仍占优，预计与省外价格管控下控量有关。伴随后续渠道信息化加速推进、费用投放常态化恢复、以窜货为主要依据的经销商分级管控体系落地，我们认为下半年省外增速会明显优于省内。由于提价&老库存去化&价格调控，河南等地批价已有明显回升（青20批价355元+，复兴版约800元）。

3) 期内公司利润弹性主要由销售费用率优化驱动（23Q2销售费用率同比-4.9pct），主要与阶段性公司费用兑付&市场费用投入节奏相关，预计下半年内部理顺后会加大营销投入促动销。此外，23Q2营业税金及附加占比同比-1.9pct，与缴税节奏相关，上半年占比仍企稳。

整体公司营收质量凸出，合同负债环比+15.8亿，23Q2销售收现+35.5%，考虑销售收现与合同负债环比增量的差额后与营收规模匹配度高。我们认为香型差异化的禀赋是公司突出优势，省外市场管控逐步从粗放式向分级精准式转变，看好公司在后续营销&渠道管控短板补足后势能再上台阶。

盈利预测、估值与评级

我们预计23-25年收入分别+23.1%/+21.1%/+19.6%；归母净利润分别+32.9%/+25.5%/+23.2%，对应归母净利润分别108/135/166亿元；EPS为8.82/11.06/13.63元，公司股票现价对应PE估值分别为26.1/20.8/16.9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；全国化不及预期；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）：229.92元

相关报告：

1.《山西汾酒公司点评：Q2业绩超预期，经营稳中向好》，2023.7.24

2.《山西汾酒公司点评：经营稳态无忧，持续看好》，2023.5.23

3.《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



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	26.1	20.8	16.9
P/B	25.3	16.3	10.5	8.4	6.7

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
主营业务收入	13,990	19,971	26,214	32,274	39,090	46,734
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%	11.6%	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
归属于母公司的净利润	3,079	5,314	8,096	10,757	13,498	16,632
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
经营活动现金净流	2,010	7,645	10,310	16,959	14,484	17,916
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
投资活动现金净流	-740	-4,837	-2,894	-8,216	-2,361	-2,686
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
筹资活动现金净流	-1,369	-183	-2,208	-5,418	-6,801	-8,354
现金净流量	-101	2,625	5,209	3,325	5,321	6,877

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%
资产总计	19,779	29,955	36,686	44,666	53,821	64,779
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
普通股股东权益	9,777	15,223	21,321	26,699	33,448	41,764
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
负债股东权益合计	19,779	29,955	36,686	44,666	53,821	64,779

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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

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	2022-08-25	买入	263.00	N/A
2	2022-10-13	买入	278.50	N/A
3	2022-10-28	买入	229.70	N/A
4	2023-01-20	买入	298.48	N/A
5	2023-04-10	买入	252.39	N/A
6	2023-04-27	买入	240.06	N/A
7	2023-05-23	买入	224.99	N/A
8	2023-07-24	买入	214.52	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。





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
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究