

# 山西汾酒 (600809)

## 2023 年半年报点评: 清香势能释放, 高质量增长延续

买入 (维持)

2023 年 08 月 25 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001  
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001  
wangyj@dwzq.com.cn

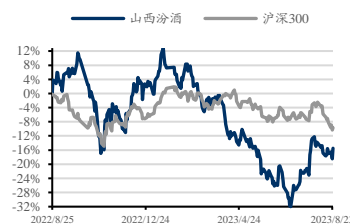
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	26,214	32,280	38,999	46,267
同比	31%	23%	21%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	8,096	10,502	13,121	15,964
同比	52%	30%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.64	8.61	10.76	13.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.65	26.71	21.38	17.57

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 23H1 营收 190 亿元, 同比+24%, 归母净利润 67.7 亿元, 同比+35%; 23Q2 营收 63.29 亿元, 同比+32%, 销售收现 79 亿元, 同比+35%, 经营性现金流量净额 18 亿元, 同比+55%, 归母净利润 19.5 亿元, 同比+50%。
- **H1 省内表现亮眼, 青花继续高增。**截至 Q2 末合同负债 57.53 亿元, 同比+9.09 亿元, 经销商数量 3775 家, 比年初增加 138 家, 单个经销商收入贡献 500 万元左右, 同比+20%, 总体报表质量良好。更重点在于, H1 省内 75.37 亿元/+33.8%, 比省外+18%更快, H1 中高档酒收入 139.9 亿元, 占收入比重 70%+, 1) 青花在老市场保持惯性势能, 公司加大长江以南市场选商/优商/扶商工作力度 (H1 增速超过+30%), 青花系列 H1 保持 30-40%高增, 省内青 25 实现超过 60%的增速, 复兴版控货提价 H1 同比+15%左右。2) 玻汾省外配额前置, 进度较快, 但动销优势显著且库存低, 增速预计双位数左右。整体结构向上趋势不变。
- **产品结构提升&费用管控严格, 推动净利率提升。**单 Q2 净利率同比提升 3.3pct 至 31% (H1 同比提升 2.8pct), 其中毛利率 77.8%, 同比-0.6pct, 主要系产品投放节奏 (中低端增速更快), H1 毛利率 76.3%, 同比+0.4pct, 仍保持提升; Q2 税金率 20%/同比-1.9pct (H1 基本持平 16%左右); Q2 销售费用率 11.1%/同比-4.9pct (H1 销售费用率 8.99%/同比-3.7pct), 延续费用改革, 如将部分费用转为模糊返利, 确认节奏上或有部分后置。
- **展望下半年, 产品/区域节奏明确。**产品端考虑到坚持青花汾酒战略&控玻汾的节奏, H2 更追赶其它品类进度, 毛利率持续提升延续; 费用端公司预计加码投放市场, 以进一步提振动销和省外增速。公司当前库存逐步消化 (反馈在 1-2M)、复兴版及青 20 的价格稳定、人员稳定, 我们认为公司短期担忧逐步消退、产品势能周期、新兴区域高增扩张持续、费用投放逐步精细化管理, 明后年 20%以上增速仍可期。
- **盈利预测与投资评级:** 全年增长目标完成确定性较强, 我们维持 2023-25 年归母净利润为 105、131、160 亿元, 同比增长 30%、25%、22%, 当前市值对应 PE 为 27/21/18 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济不及预期, 省外开拓不及预期, 食品安全问题。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	229.92
一年最低/最高价	183.95/318.80
市净率(倍)	11.65
流通 A 股市值(百万元)	280,494.17
总市值(百万元)	280,494.17

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	19.74
资产负债率(% ,LF)	37.72
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

### 相关研究

《山西汾酒(600809): 23H1 经营情况公告点评: 业绩超预期, 产品结构持续优化》

2023-07-24

《山西汾酒(600809): 2022 年股东大会点评: 营销改革思路清晰, 高质量发展延续》

2023-05-31

## 山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>29,202</b>	<b>41,938</b>	<b>56,965</b>	<b>73,401</b>	<b>营业总收入</b>	<b>26,214</b>	<b>32,280</b>	<b>38,999</b>	<b>46,267</b>
货币资金及交易性金融资产	12,260	13,266	24,129	35,149	营业成本(含金融类)	6,460	7,501	8,460	9,360
经营性应收款项	1,146	10,989	14,375	16,536	税金及附加	4,602	5,552	6,747	8,097
存货	9,650	11,365	12,123	15,413	销售费用	3,404	4,196	5,148	6,385
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,214	1,501	1,774	2,082
其他流动资产	6,146	6,317	6,338	6,304	研发费用	58	65	70	93
<b>非流动资产</b>	<b>7,484</b>	<b>7,618</b>	<b>7,798</b>	<b>8,016</b>	财务费用	(37)	(336)	(452)	(755)
长期股权投资	80	80	80	80	加:其他收益	10	14	19	20
固定资产及使用权资产	2,147	2,227	2,404	2,607	投资净收益	330	323	390	463
在建工程	355	391	404	426	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	1,076	1,093	1,083	1,077	减值损失	17	3	5	4
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>10,873</b>	<b>14,140</b>	<b>17,666</b>	<b>21,493</b>
其他非流动资产	3,826	3,826	3,826	3,826	营业外净收支	3	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>36,686</b>	<b>49,555</b>	<b>64,763</b>	<b>81,417</b>	<b>利润总额</b>	<b>10,876</b>	<b>14,140</b>	<b>17,666</b>	<b>21,493</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,846</b>	<b>18,041</b>	<b>21,904</b>	<b>25,183</b>	减:所得税	2,719	3,535	4,417	5,373
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	<b>净利润</b>	<b>8,157</b>	<b>10,605</b>	<b>13,250</b>	<b>16,120</b>
经营性应付款项	2,948	4,419	5,238	6,232	减:少数股东损益	61	103	129	156
合同负债	6,908	4,126	5,713	6,987	<b>归属母公司净利润</b>	<b>8,096</b>	<b>10,502</b>	<b>13,121</b>	<b>15,964</b>
其他流动负债	4,981	9,488	10,943	11,955	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.64	8.61	10.76	13.09
非流动负债	94	94	94	94	EBIT	10,503	13,464	16,800	20,250
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	10,717	13,726	17,094	20,555
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.36	76.76	78.31	79.77
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	30.88	32.54	33.65	34.50
其他非流动负债	87	87	87	87	收入增长率(%)	31.26	23.14	20.81	18.64
<b>负债合计</b>	<b>14,941</b>	<b>18,136</b>	<b>21,998</b>	<b>25,277</b>	归母净利润增长率(%)	52.36	29.73	24.93	21.66
归属母公司股东权益	21,321	30,892	42,109	55,328					
少数股东权益	425	528	656	812					
<b>所有者权益合计</b>	<b>21,746</b>	<b>31,419</b>	<b>42,765</b>	<b>56,140</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>36,686</b>	<b>49,555</b>	<b>64,763</b>	<b>81,417</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10,310	2,009	12,851	13,824	每股净资产(元)	17.48	19.69	26.84	35.27
投资活动现金流	(2,894)	(72)	(85)	(59)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(2,208)	(931)	(1,904)	(2,745)	ROIC(%)	42.15	37.97	33.95	30.70
现金净增加额	5,209	1,006	10,863	11,020	ROE-摊薄(%)	37.97	34.00	31.16	28.85
折旧和摊销	215	262	295	304	资产负债率(%)	40.73	36.60	33.97	31.05
资本开支	(826)	(392)	(473)	(520)	P/E (现价&最新股本摊薄)	34.65	26.71	21.38	17.57
营运资本变动	2,650	(12,867)	(1,732)	(3,179)	P/B (现价)	13.16	11.68	8.57	6.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>