

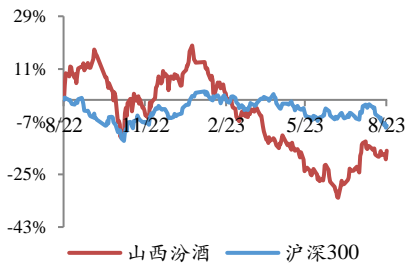
青花占比再提升，盈利能力攀新高

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-24

收盘价(元)	229.92
近12个月最高/最低(元)	329.98/185.07
总股本(百万股)	1,220
流通股本(百万股)	1,220
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	2,805
流通市值(亿元)	2,805

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月24日山西汾酒公布2023年半年报，公司23H1/23Q2实现营业收入190.11/63.29亿元，同比增长24.0%/31.8%；实现归母净利润67.67/19.48亿元，同比增长35.0%/49.6%。业绩表现符合此前经营公告。

● 产品结构持续提升，基地市场快速增长

分产品来看，公司中高价酒23H1/23Q2分别实现营业收入139.95/44.99亿元，普通酒23H1/23Q2分别实现营业收入48.94/17.66亿元，其中汾酒销售公司上半年实现营业收入179.87亿元，同比增长29.3%。我们结合渠道反馈判断，预计青花系列延续了此前的高增态势，其中青20/青25表现较为突出，高于整体增速；老白汾在环山西市场、巴拿马10在省外市场都实现了较快增长；玻汾及青花30复兴版预计实现稳健增长。整体产品结构上，青花系列维持了提升态势，青花汾酒系列产品收入占比达45%以上（22年前三季度该比例为40.8%）。

分渠道来看，代理/电商/直销渠道上半年分别实现了25.2%/12.2%/-6.4%的同比变化，对应省内外经销商较去年同期增加127家；分区域来看，省内/省外二季度营收分别增长41.3%/26.4%，较一季度相比，省内维持了高于省外的增速，我们认为一方面与青25等省内产品快速放量有关，另一方面体现了公司作为山西绝对龙头酒企，在基地市场享有极强的调节作用与分压能力。

● 费用投放卓有成效，盈利能力持续提升

盈利能力方面，公司23H1/23Q2毛利率分别为76.30%/77.79%，同比变化+0.40/-0.61pct，整体维持结构优化趋势。税金及附加率在二季度同比下降1.88pct，预计与销售节奏调节有关。费用方面，受益于销售费用率在二季度的持续下降，上半年整体期间费用率下降了3.83pct，公司当前产品势能处于快速上升阶段，费效比有望进一步提升。对应23H1/23HQ2公司归母净利率分别上升了2.91pct/3.67pct，盈利能力创半年报新高。

● 投资建议

公司继续巩固次高端龙头地位。当前向下有玻汾继续开拓南方区县市场，打牢清香味型地基，向上有青30复兴版拓展圈层营销，拉升产品势能，腰部有青20、巴拿马、老白汾等中坚产品扩大收入规模。我们认为公司基本面仍旧向好，伴随上半年内部调整基本到位，下半年有望更为从容完成目标。预测公司2023年-2025年营业收入增速为24.1%/22.3%/20.7%，归母净利润增速为29.4%/25.3%/24.6%，

对应 EPS 预测为 8.59/10.76/13.41 元，对应 8 月 24 日 PE 分别 26.8/21.4/17.2 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 宏观经济不确定性风险；
- (2) 全国化、高端化进程不及预期；
- (3) 青花系列增长不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26214	32525	39766	47988
收入同比 (%)	31.3%	24.1%	22.3%	20.7%
归属母公司净利润	8096	10474	13128	16355
净利润同比 (%)	52.4%	29.4%	25.3%	24.6%
毛利率 (%)	75.4%	75.4%	75.8%	76.6%
ROE (%)	38.0%	35.7%	33.2%	31.7%
每股收益 (元)	6.65	8.59	10.76	13.41
P/E	42.86	26.78	21.37	17.15
P/B	16.31	9.55	7.10	5.43
EV/EBITDA	31.40	18.89	14.69	11.08

资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 2023 年 8 月 24 日

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	29202	43824	52646	73776	营业收入	26214	32525	39766	47988
现金	11201	19169	29905	43973	营业成本	6460	7991	9623	11247
应收账款	1	0	0	0	营业税金及附加	4602	5692	6959	8398
其他应收款	32	365	121	466	销售费用	3404	3903	4772	5759
预付账款	133	280	337	394	管理费用	1214	1301	1591	1440
存货	9650	15211	13122	19370	财务费用	-37	-112	-192	-299
其他流动资产	8186	8799	9161	9572	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	7484	7556	7924	7720	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	80	80	80	80	投资净收益	330	163	199	0
固定资产	2125	2186	2555	2361	营业利润	10873	13880	17172	21396
无形资产	1076	1086	1086	1076	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	4203	4203	4203	4203	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	36686	51380	60570	81496	利润总额	10876	13886	17178	21401
流动负债	14846	21404	20386	29061	所得税	2719	3333	3951	4922
短期借款	0	0	0	0	净利润	8157	10553	13227	16479
应付账款	2284	4375	2040	5458	少数股东损益	61	79	99	123
其他流动负债	12563	17028	18347	23602	归属母公司净利润	8096	10474	13128	16355
非流动负债	94	94	94	94	EBITDA	10717	13836	17060	21351
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	6.65	8.59	10.76	13.41
其他非流动负债	94	94	94	94					
负债合计	14941	21498	20481	29155					
少数股东权益	425	504	603	726					
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积	592	591	591	591					
留存收益	19509	27568	37676	49804					
归属母公司股东权益	21321	29378	39486	51614					
负债和股东权益	36686	51380	60570	81496					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10310	10518	14199	18341
净利润	8157	10553	13227	16479
折旧摊销	215	230	278	254
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-330	-163	-199	0
营运资金变动	2791	-98	898	1613
其他经营现金流	4843	10646	12323	14861
投资活动现金流	-2894	-134	-442	-45
资本支出	-826	-296	-641	-45
长期投资	-2433	0	0	0
其他投资现金流	365	163	199	0
筹资活动现金流	-2208	-2417	-3020	-4228
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	140	-1	0	0
其他筹资现金流	-2348	-2416	-3020	-4228
现金净增加额	5209	7967	10737	14068

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	31.3%	24.1%	22.3%	20.7%
营业利润	54.7%	27.7%	23.7%	24.6%
归属于母公司净利	52.4%	29.4%	25.3%	24.6%
获利能力				
毛利率 (%)	75.4%	75.4%	75.8%	76.6%
净利率 (%)	30.9%	32.2%	33.0%	34.1%
ROE (%)	38.0%	35.7%	33.2%	31.7%
ROIC (%)	36.2%	34.6%	32.2%	31.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.7%	41.8%	33.8%	35.8%
净负债比率 (%)	68.7%	71.9%	51.1%	55.7%
流动比率	1.97	2.05	2.58	2.54
速动比率	0.90	1.04	1.62	1.65
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.74	0.71	0.68
应收账款周转率	29182.88	—	—	—
应付账款周转率	3.18	2.40	3.00	3.00
每股指标 (元)				
每股收益	6.65	8.59	10.76	13.41
每股经营现金流 (摊)	8.45	8.62	11.64	15.03
每股净资产	17.48	24.08	32.37	42.31
估值比率				
P/E	42.86	26.78	21.37	17.15
P/B	16.31	9.55	7.10	5.43
EV/EBITDA	31.40	18.89	14.69	11.08

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。