

山西汾酒(600809)

报告日期: 2023年08月24日

Q2 业绩符合预告, 青花高增带动结构向上

——山西汾酒 23H1 业绩点评报告

投资要点

- 山西汾酒发布中报, 23H1 公司实现营业总收入 190.11 亿元, 同比+24.0%; 实现归属于上市公司股东的净利润 67.67 亿元, 同比+35.0%。23Q2 公司实现营业总收入 63.29 亿元, 同比增长+31.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润 19.48 亿元, 同比+49.6%, 业绩符合前期业绩预告。
- 酒类收入延续高增, 中高端产品贡献主要增量
 23Q2 公司酒类业务实现收入 62.65 亿元 (+32.0%), 其中中高价酒类/其他酒类产品收入分别为 44.99 亿元/17.66 亿元, 占比分别为 71.8%/28.2%。尽管 Q2 白酒行业整体呈现弱复苏态势, 公司凭借品牌影响力及持续优化的产品结构, 依然保持较快增长, 其中青花系列增速高于公司整体, 贡献主要增量。从回款来看, 23H1 公司合同负债同比+18.8%至 57.53 亿元, 渠道回款进度优异。我们认为, 公司上半年延续高增, 随着促消费政策的落地, 叠加中秋/国庆旺季来临, 下半年公司酒类业务增长势能延续, 公司完成全年 20% 的收入增长目标的难度不大。
- 青花系列增速领先, 产品结构持续改善
 分产品来看:
 ①青花系列作为公司核心产品, 动销表现亮眼, 23H1 占比超 45% (根据测算同比增速在 35-40% 之间)。青花 20/青花 25 作为省内核心单品延续高增, 青花 20 省内表现优异+省外持续开拓 (预计增速略高于平均), 青花 25 加速省内布局 (预计增速高于青花 20); 青花 30 仍处于消费者教育的导入阶段 (预计保持平稳增长) 明年将加大力度推广。当前青花系列库存较为良性, 价盘稳定且增速领先于其他品类, 预计后续占比将持续提高;
 ②老白汾、巴拿马等产品持续深耕山西及环陕西市场, 具备动销惯性 (预计增速略低于平均), 下半年需求有望增加;
 ③玻汾作为全国化光瓶酒大单品, 库存处于较低水平, 上半年配额前置+提价预期带来量价齐升, 我们预计上半年双位数增长, 下半年增长态势将延续。
 整体来看, 公司此前对以青花系列为主的部分产品出厂价进行提价, 预计提价效果将在 Q3 显现, 带动价盘抬升及产品结构升级。
- 持续优化市场布局, 消费氛围逐步显现
 分市场来看, 23Q2 公司省内/省外分别收入 25.15 亿元 (+41.3%) /37.49 亿元 (+26.4%), 二季度省外收入占比为 59.8%, 同比/环比分别-2.6pct/-0.4pct。在全国化战略推动下, 公司精耕大基地、华东、华南“三大市场”, 持续加大长江以南重点市场的选商/优商/扶商力度, 目前除山西大本营市场外, 我们预计在山东/河南/内蒙古/北京等区域已形成较为浓厚的消费氛围。截至 23H1 全国可控的终端数量达 120 万家, 渠道和终端的掌控能力进一步加强。未来, 随着对南方空白市场的拓展以及青花系列主要产品的全国化推进, 公司市场布局将继续优化。
- 渠道稳定发力, 经销商提质增量
 分渠道看, 23Q2 公司直销 (含团购) /代理/电商平台分别实现收入 0.21 亿元 /59.00 亿元/3.43 亿元, 同比分别-72.7%/+31.4%/+92.0%, 占比分别同比-1.3pct/-0.4pct/+1.7pct 至 0.3%/94.2%/5.5%, 当前仍以经销商代理为主, 电商渠道占比提高。23H1 经销商数量环比增加 128 户至 3775 家, 平均经销商规模同比+21.0%, 经销商质量提升, 渠道结构有所改善。
- 费用率短期收缩, 盈利能力稳步提升
 23Q2 公司毛利率同比-0.6pct 至 77.8%。费用方面, 23Q2 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别-4.9pct/-0.1pct/+0.0pct 至 11.1%/4.9%/0.3%, 其中销售费用率的变动主要受费用收缩及费用投放节奏影响, 我们预计下半年公司将加强终端维护和品牌建设, 加码促销活动。综上, 23Q2 公司归母净利率同比+3.7pct 至 30.8%, 盈利能力呈现稳中向上。

投资评级: 买入(维持)

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

分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiashen@stocke.com.cn

研究助理: 潘俊汝
 panjunru@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|------------|
| 收盘价 | ¥ 229.92 |
| 总市值(百万元) | 280,494.17 |
| 总股本(百万股) | 1,219.96 |

股票走势图



相关报告

- 1 《Q2 业绩超预期, 看好三低筑底下的顺周期布局机会》 2023.07.25
- 2 《利润端表现超预期, 收入增速目标可达性强》 2023.05.02
- 3 《动销表现向好, 利润率或持续上行》 2023.02.17

□ 盈利预测及估值

公司管理层已实现平稳过渡，考虑到公司青花系列保持高速增长+产品矩阵不断优化+长江以南市场加速拓展+渠道结构持续升级，我们预计 2023~2025 年公司收入增速为 24.11%、22.63%、20.04%；归母净利润增速分别为 26.94%、28.19%、22.58%；EPS 分别为 8.42、10.80、13.24 元；PE 分别为 27.30、21.29、17.37 倍，维持买入评级。

□ **催化剂：**白酒需求恢复超预期；中秋国庆宴席表现超预期；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；核心产品批价上涨不及预期；全国化进展不及预期。

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 26213.86 | 32533.09 | 39893.82 | 47888.49 |
| (+/-) (%) | 31.26% | 24.11% | 22.63% | 20.04% |
| 归母净利润 | 8095.85 | 10277.26 | 13174.46 | 16149.43 |
| (+/-) (%) | 52.46% | 26.94% | 28.19% | 22.58% |
| 每股收益(元) | 6.64 | 8.42 | 10.80 | 13.24 |
| P/E | 34.65 | 27.30 | 21.29 | 17.37 |

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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 29202 | 42184 | 56933 | 74016 |
| 现金 | 11201 | 21834 | 34071 | 49693 |
| 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 | 178 | 158 | 170 |
| 预付账款 | 133 | 212 | 232 | 252 |
| 存货 | 9650 | 12132 | 13556 | 15563 |
| 其他 | 7126 | 5456 | 5745 | 6109 |
| 非流动资产 | 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 |
| 资产总计 | 36686 | 48035 | 63113 | 80651 |
| 流动负债 | 14846 | 15816 | 17616 | 18885 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 2948 | 4107 | 4470 | 5058 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 11898 | 11709 | 13146 | 13827 |
| 非流动负债 | 94 | 94 | 97 | 95 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 94 | 94 | 97 | 95 |
| 负债合计 | 14941 | 15910 | 17713 | 18980 |
| 少数股东权益 | 425 | 502 | 602 | 724 |
| 归属母公司股东权益 | 21321 | 31623 | 44798 | 60947 |
| 负债和股东权益 | 36686 | 48035 | 63113 | 80651 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 10310 | 11620 | 12651 | 14244 |
| 净利润 | 8157 | 10355 | 13274 | 16271 |
| 折旧摊销 | 201 | 146 | 146 | 147 |
| 财务费用 | (37) | (243) | (414) | (624) |
| 投资损失 | (330) | (118) | (100) | (100) |
| 营运资金变动 | (1797) | 2423 | 1507 | 872 |
| 其它 | 4115 | (943) | (1762) | (2323) |
| 投资活动现金流 | (2894) | (1254) | (831) | 755 |
| 资本支出 | 13 | 173 | 197 | 128 |
| 长期投资 | (4) | 14 | (8) | 1 |
| 其他 | (2903) | (1441) | (1019) | 627 |
| 筹资活动现金流 | (2208) | 266 | 417 | 623 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (2208) | 266 | 417 | 623 |
| 现金净增加额 | 5209 | 10633 | 12237 | 15622 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 26214 | 32533 | 39894 | 47888 |
| 营业成本 | 6460 | 7648 | 8626 | 10037 |
| 营业税金及附加 | 4602 | 5711 | 7003 | 8406 |
| 营业费用 | 3404 | 4164 | 5266 | 6226 |
| 管理费用 | 1214 | 1497 | 1835 | 2203 |
| 研发费用 | 58 | 55 | 71 | 87 |
| 财务费用 | (37) | (243) | (414) | (624) |
| 资产减值损失 | (17) | (3) | (8) | (15) |
| 公允价值变动损益 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 投资净收益 | 330 | 118 | 100 | 100 |
| 其他经营收益 | 10 | 9 | 11 | 10 |
| 营业利润 | 10873 | 13834 | 17630 | 21681 |
| 营业外收支 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 10876 | 13837 | 17633 | 21684 |
| 所得税 | 2719 | 3482 | 4359 | 5413 |
| 净利润 | 8157 | 10355 | 13274 | 16271 |
| 少数股东损益 | 61 | 78 | 99 | 122 |
| 归属母公司净利润 | 8096 | 10277 | 13174 | 16149 |
| EBITDA | 10909 | 13736 | 17361 | 21204 |
| EPS (最新摊薄) | 6.64 | 8.42 | 10.80 | 13.24 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 31.26% | 24.11% | 22.63% | 20.04% |
| 营业利润 | 54.75% | 27.24% | 27.44% | 22.98% |
| 归属母公司净利润 | 52.46% | 26.94% | 28.19% | 22.58% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 75.36% | 76.49% | 78.38% | 79.04% |
| 净利率 | 31.12% | 31.83% | 33.27% | 33.98% |
| ROE | 43.37% | 38.16% | 33.99% | 30.17% |
| ROIC | 37.61% | 32.12% | 28.90% | 25.91% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 40.73% | 33.12% | 28.07% | 23.53% |
| 净负债比率 | 0.06% | 0.05% | 0.05% | 0.04% |
| 流动比率 | 1.97 | 2.67 | 3.23 | 3.92 |
| 速动比率 | 1.32 | 1.90 | 2.46 | 3.10 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.79 | 0.77 | 0.72 | 0.67 |
| 应收账款周转率 | 29183 | 23637 | 18892 | 22621 |
| 应付账款周转率 | 3.18 | 3.03 | 2.96 | 3.02 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 6.64 | 8.42 | 10.80 | 13.24 |
| 每股经营现金 | 8.45 | 9.52 | 10.37 | 11.67 |
| 每股净资产 | 17.48 | 25.92 | 36.72 | 49.95 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 34.65 | 27.30 | 21.29 | 17.37 |
| P/B | 13.16 | 8.87 | 6.26 | 4.60 |
| EV/EBITDA | 30.79 | 18.70 | 14.05 | 10.82 |

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>