



## 增持（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：230.85

### 证券分析师

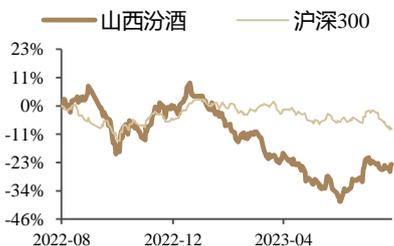
熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.29	18.02	7.97
相对涨幅(%)	6.35	20.66	11.65

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《山西汾酒(600809.SH)：一季度开门红顺利，业绩稳健增长》，2023.4.12
- 《山西汾酒(600809.SH)：营销改革不断深化，高质量发展持续》，2022.12.26
- 《山西汾酒(600809.SH)：品牌上升，省内外并进，盈利亦增强》，2022.10.28
- 《山西汾酒(600809.SH)：封藏大典彰显汾酒文化魅力，看好Q3确定性较高标的之山西汾酒》，2022.9.27

# 山西汾酒（600809）2023 中报点评：上半年经营稳健，业绩高增主因费用投入少

## 投资要点

- Q2 收入业绩高增长，预收款健康，经营节奏稳健。**23H1，公司实现收入/业绩 190.11/67.67 亿元，同比+23.98%/+35.00%，其中 23Q2 实现收入/业绩 63.29/19.48 亿元，同比+31.75%/+49.57%，收入业绩高增，符合前期预告，主要系同期基数较低叠加青花系列高增带动。Q2 末合同负债 57.53 亿元，同比+18.77%，环比+15.81 亿元，预收款与收入基本保持同步增长，经营节奏稳健。
- 青花汾酒围绕长期战略，占比提升至 45% 以上。**23Q2 公司中高价酒类/其他酒类分别实现营收 44.99/17.66 亿元，分别占营业收入的 71.08%/27.90%，结构环比 Q1 看，中高价位酒/其他酒类占营业收入比重分别-3.80pcts/+3.24pcts，结构环比一季度略有向下，主要系春节期间涉及更多送礼需求，结构偏高所致，但青花汾酒围绕长期战略，进一步做实营销动作、做大销售规模、做好群体培育，上半年青花收入占比达 45% 以上，我们预计结构略有向下系两头化所致。
- 省内受益于精耕恢复更好，经销体系持续完善。**23Q2，公司省内/省外销售分别实现收入 25.15/17.80 亿元，同比+41.28%/+26.42%，得益于大基地市场持续精耕，省内增速高于省外。Q2 期末共有经销商 3775 家，上半年新增经销商 138 家，经销体系持续完善。
- 广宣投入少销售费用缩减，费用率下降为净利率提升主因。**23Q2，公司毛利率/销售净利率分别为 77.79%/30.96%，分别同比-0.61pct/+3.34pcts，毛利率受结构小幅影响，净利率显著提升主要系期间费用率下降。23Q2，公司销售/管理费用率分别为 11.06%/4.90%，同比-4.85pcts/-0.07pct，其中销售费用上半年合计减少 2.30 亿元，仅广宣投入即减少 2.28 亿元。
- 投资建议：**上半年公司统筹生产经营与改革发展各项工作，优化市场管理，深耕大基地、华东、华南“三大市场”，提升品牌价值，全面释放品牌势能，加速项目落地，深化改革创新。我们认为公司同时作为地产龙头+全国化名酒，经营业绩上“进可攻退可守”，预计 2023-2025 年实现营收 320.4/401.5/488.2 亿元，实现归母净利润 105.4/134.8/167.8 亿元，当前股价对应 PE 为 26.7x/20.9x/16.8x。
- 风险提示：**消费税落地，结构升级不及预期，经济恢复不及预期

### 股票数据

总股本(百万股):	1,219.96
流通 A 股(百万股):	1,219.96
52 周内股价区间(元):	185.07-329.98
总市值(百万元):	281,628.74
总资产(百万元):	39,374.16
每股净资产(元):	19.74

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,971	26,214	32,038	40,152	48,824
(+/-)YOY(%)	42.8%	31.3%	22.2%	25.3%	21.6%
净利润(百万元)	5,314	8,096	10,538	13,477	16,782
(+/-)YOY(%)	72.6%	52.4%	30.2%	27.9%	24.5%
全面摊薄 EPS(元)	4.36	6.64	8.64	11.05	13.76
毛利率(%)	74.9%	75.4%	79.0%	79.4%	79.7%
净资产收益率(%)	34.9%	38.0%	37.9%	32.6%	28.9%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	6.65	8.64	11.05	13.76
每股净资产	17.48	22.79	33.84	47.60
每股经营现金流	8.45	6.81	10.98	16.66
每股股利	3.32	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	42.86	26.73	20.90	16.78
P/B	16.31	10.13	6.82	4.85
P/S	10.74	8.79	7.01	5.77
EV/EBITDA	31.40	18.34	13.82	10.24
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	75.4%	79.0%	79.4%	79.7%
净利润率	31.1%	33.3%	33.9%	34.7%
净资产收益率	38.0%	37.9%	32.6%	28.9%
资产回报率	22.1%	22.7%	21.4%	19.9%
投资回报率	36.2%	37.6%	32.4%	28.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	31.3%	22.2%	25.3%	21.6%
EBIT 增长率	52.3%	36.2%	26.7%	24.9%
净利润增长率	52.4%	30.2%	27.9%	24.5%
偿债能力指标				
资产负债率	40.7%	38.9%	33.3%	30.1%
流动比率	2.0	2.2	2.6	3.0
速动比率	0.9	1.2	1.7	2.2
现金比率	0.8	0.8	1.3	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	497.1	527.2	515.5	513.3
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
固定资产周转率	12.3	14.3	17.1	20.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	8,096	10,538	13,477	16,782
少数股东损益	61	118	149	167
非现金支出	198	238	253	259
非经营收益	-836	-0	-0	-0
营运资金变动	2,791	-2,586	-479	3,123
经营活动现金流	10,310	8,308	13,400	20,331
资产	-826	-516	-613	-672
投资	-2,433	-29	-25	-20
其他	365	0	0	0
投资活动现金流	-2,894	-545	-638	-692
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	-1	0	0
其他	-2,208	-4,050	0	0
融资活动现金流	-2,208	-4,051	0	0
现金净流量	5,209	3,711	12,762	19,639

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 25 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	26,214	32,038	40,152	48,824
营业成本	6,460	6,742	8,271	9,902
毛利率%	75.4%	79.0%	79.4%	79.7%
营业税金及附加	4,602	5,735	7,245	8,706
营业税金率%	17.6%	17.9%	18.0%	17.8%
营业费用	3,404	3,684	4,617	5,371
营业费用率%	13.0%	11.5%	11.5%	11.0%
管理费用	1,214	1,538	1,847	2,148
管理费用率%	4.6%	4.8%	4.6%	4.4%
研发费用	58	49	65	87
研发费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	10,503	14,304	18,126	22,631
财务费用	-37	0	0	0
财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	330	0	0	0
营业利润	10,873	14,304	18,126	22,631
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	10,876	14,304	18,126	22,631
EBITDA	10,717	14,541	18,379	22,890
所得税	2,719	3,647	4,501	5,683
有效所得税率%	25.0%	25.5%	24.8%	25.1%
少数股东损益	61	118	149	167
归属母公司所有者净利润	8,096	10,538	13,477	16,782

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,201	14,912	27,674	47,313
应收账款及应收票据	1	8	-2	10
存货	9,650	10,096	13,593	14,641
其它流动资产	8,351	13,578	13,533	13,728
流动资产合计	29,202	38,594	54,799	75,691
长期股权投资	80	107	130	148
固定资产	2,125	2,236	2,346	2,351
在建工程	355	263	175	152
无形资产	1,076	1,330	1,661	2,093
非流动资产合计	7,484	7,792	8,177	8,610
资产总计	36,686	46,387	62,976	84,301
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,948	4,203	3,999	5,718
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	11,898	13,739	16,906	19,564
流动负债合计	14,846	17,942	20,905	25,282
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	94	94	94	94
非流动负债合计	94	94	94	94
负债总计	14,941	18,036	21,000	25,376
实收资本	1,220	1,220	1,220	1,220
普通股股东权益	21,321	27,807	41,284	58,066
少数股东权益	425	543	692	859
负债和所有者权益合计	36,686	46,387	62,976	84,301

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。