

# 山西汾酒 (600809.SH) 基本面趋势良好，管理风波平稳过渡

2023年08月29日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**张宇光（分析师）**
**逢晓娟（分析师）**
**张恒玮（联系人）**

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

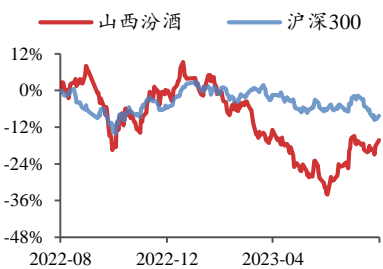
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790122020008

日期	2023/8/28
当前股价(元)	235.00
一年最高最低(元)	318.80/183.95
总市值(亿元)	2,866.92
流通市值(亿元)	2,866.92
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.20
近3个月换手率(%)	33.52

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《经营势能不减，利润加速释放——公司信息更新报告》-2023.4.29

《长期发展抱有信心，配置价值逐步显现——公司信息更新报告》-2023.4.13

《稳中求进，势头不减——公司信息更新报告》-2022.11.1

### ● 业绩增速符合预期，增长势能持续释放，维持“买入”评级

公司2023年上半年营收190.1亿元，同比+24.0%，归母净利润67.7亿元，同比+35.0%。2023Q2营收63.3亿元，同比+31.8%，归母净利润19.5亿元，同比+49.6%。我们维持2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年净利润分别为104.6亿元、133.1亿元、167.7亿元，同比分别+29.2%、+27.2%、+26.0%，EPS分别为8.58、10.91、13.75元，当前股价对应PE分别为27.4、21.5、17.1倍。受益于香型和品牌优势，公司产品动销良好，库存压力较轻，管理波动平稳度过，下半年会以更积极的姿态参与市场竞争，看好业绩增长确定性和弹性，维持“买入”评级。

### ● 上半年中高档占比持续提升，省内外市场稳步增长

2023年上半年中高价位酒收入139.9亿元，其他酒类48.9亿元。Q2公司中高档酒收入45.0亿元，其他酒收入17.7亿元。2023年上半年省内收入75.4亿元，同比+33.8%；省外收入113.5亿元，同比+18.3%。Q2省内收入25.2亿元，同比+41.3%；省外收入37.5亿元，同比+26.4%。省外增速低于省内一方面基数原因，另一方面环山西市场上半年略有控制节奏，下半年省外进度会更快。

### ● 合同负债表现良好，现金流情况与收入一致

2023年Q2合同负债57.5亿元，环比+15.8亿元。2023年上半年销售收现为177.1亿元，同比+20.5%。2023年Q2销售收现为78.9亿元，同比+35.5%。现金流情况和收入情况基本保持一致，公司报表真实良性。

### ● 毛利率微降，费用率下降带来利润弹性

高端产品增速放缓，同时折扣计入成本，导致2023年Q2毛利率-0.61pct至77.79%。Q2税金及附加/销售/管理/研发/财务同比-1.88pct/-4.85pct/-0.07pct/+0.01pct/+0.10pct。销售费用率下降较大，一方面费用投放更加严格，另一方面特殊事件致使部分费用投入有滞后，下半年公司会根据竞争环境，合理进行费用投放。净利率+3.34pct至30.96%。

### ● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,971	26,214	32,564	40,343	48,184
YOY(%)	42.8	31.3	24.2	23.9	19.4
归母净利润(百万元)	5,314	8,096	10,463	13,312	16,770
YOY(%)	72.6	52.4	29.2	27.2	26.0
毛利率(%)	74.9	75.4	76.2	77.2	79.3
净利率(%)	27.0	31.1	32.1	33.0	34.8
ROE(%)	34.6	37.5	37.2	34.7	32.5
EPS(摊薄/元)	4.36	6.64	8.58	10.91	13.75
P/E(倍)	54.0	35.4	27.4	21.5	17.1
P/B(倍)	18.8	13.4	10.3	7.6	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	25286	29202	35930	45816	58473
现金	6146	11201	15621	23727	35792
应收票据及应收账款	1	1	2	1	2
其他应收款	103	32	135	72	176
预付账款	163	133	235	221	323
存货	8189	9650	11752	13610	13994
其他流动资产	10684	8186	8186	8186	8186
<b>非流动资产</b>	4669	7484	8426	9458	10386
长期投资	76	80	89	97	105
固定资产	2247	2125	2852	3632	4323
无形资产	363	1076	1214	1378	1562
其他非流动资产	1983	4203	4272	4352	4396
<b>资产总计</b>	29955	36686	44356	55274	68859
<b>流动负债</b>	14265	14846	16102	16831	17230
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2812	2948	3963	4227	4687
其他流动负债	11453	11898	12140	12603	12544
<b>非流动负债</b>	103	94	94	94	94
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	103	94	94	94	94
<b>负债合计</b>	14368	14941	16197	16925	17325
少数股东权益	364	425	426	427	429
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	452	592	592	592	592
留存收益	13499	19399	26097	34808	45958
<b>归属母公司股东权益</b>	15223	21321	27733	37922	51105
<b>负债和股东权益</b>	29955	36686	44356	55274	68859

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	7645	10310	9533	12372	16526
净利润	5390	8157	10464	13314	16772
折旧摊销	171	201	218	293	373
财务费用	-33	-37	-93	-168	-412
投资损失	-72	-330	-4	-4	-4
营运资金变动	2368	2650	-1053	-1066	-207
其他经营现金流	-178	-332	2	4	4
<b>投资活动现金流</b>	-4837	-2894	-1147	-1312	-1286
资本支出	156	826	1151	1317	1293
长期投资	-4788	-2433	-8	-8	-8
其他投资现金流	107	365	12	14	16
<b>筹资活动现金流</b>	-183	-2208	-3966	-2955	-3175
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	349	-0	0	0	0
资本公积增加	248	140	0	0	0
其他筹资现金流	-779	-2348	-3966	-2955	-3175
<b>现金净增加额</b>	2625	5209	4420	8105	12066

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19971	26214	32564	40343	48184
营业成本	5011	6460	7750	9184	9996
营业税金及附加	3730	4602	5699	7060	8432
营业费用	3160	3404	3745	4639	5541
管理费用	1167	1214	1303	1614	1927
研发费用	23	58	52	62	78
财务费用	-33	-37	-93	-168	-412
资产减值损失	0	-0	0	0	0
其他收益	14	10	12	11	11
公允价值变动收益	28	3	8	10	12
投资净收益	72	330	4	4	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	7029	10873	14141	17990	22664
营业外收入	71	6	6	6	6
营业外支出	10	3	6	5	6
<b>利润总额</b>	7091	10876	14141	17991	22665
所得税	1701	2719	3677	4678	5893
<b>净利润</b>	5390	8157	10464	13314	16772
少数股东损益	76	61	1	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	5314	8096	10463	13312	16770
EBITDA	7077	10741	13956	17695	22145
EPS(元)	4.36	6.64	8.58	10.91	13.75

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	42.8	31.3	24.2	23.9	19.4
营业利润(%)	66.0	54.7	30.1	27.2	26.0
归属于母公司净利润(%)	72.6	52.4	29.2	27.2	26.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	74.9	75.4	76.2	77.2	79.3
净利率(%)	27.0	31.1	32.1	33.0	34.8
ROE(%)	34.6	37.5	37.2	34.7	32.5
ROIC(%)	181.0	108.5	109.8	113.6	129.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.0	40.7	36.5	30.6	25.2
净负债比率(%)	-39.0	-51.3	-55.3	-61.8	-69.4
流动比率	1.8	2.0	2.2	2.7	3.4
速动比率	1.2	0.9	1.1	1.5	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	13601.1	29182.9	29182.9	29182.9	29182.9
应付账款周转率	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.36	6.64	8.58	10.91	13.75
每股经营现金流(最新摊薄)	6.27	8.45	7.81	10.14	13.55
每股净资产(最新摊薄)	12.48	17.48	22.73	31.08	41.89
<b>估值比率</b>					
P/E	54.0	35.4	27.4	21.5	17.1
P/B	18.8	13.4	10.3	7.6	5.6
EV/EBITDA	38.9	25.6	19.4	14.8	11.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn