

白酒

山西汾酒（600809.SH）

买入-A(维持)

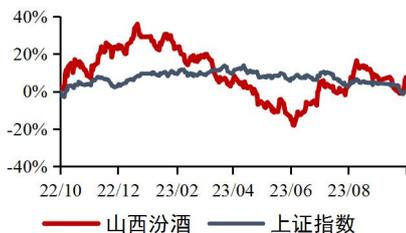
三季报点评

主动调整节奏，蓄势长期发展

2023年10月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年10月26日

收盘价（元）：	242.88
年内最高/最低（元）：	318.80/183.95
流通A股/总股本（亿）：	12.20/12.20
流通A股市值（亿）：	2,963.05
总市值（亿）：	2,963.05

基础数据：2023年9月30日

基本每股收益：	7.73
摊薄每股收益：	7.73
每股净资产（元）：	22.29
净资产收益率：	34.76

资料来源：最闻

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

公司发布2023年第三季度报告，前三季度实现营业收入267.44亿元，同比增长20.78%；归母净利润为94.31亿元，同比增长32.68%。

事件点评

➤ **Q3青花控货挺价，省外增速超过省内。**公司前三季度实现营业收入267.44亿元，同比增长20.78%；归母净利润为94.31亿元，同比增长32.68%；其中，单Q3实现营业收入77.33亿元，同比增长13.55%；归母净利润26.64亿元，同比增长27.12%，业绩增速放缓，主要在于公司主动控制青花系列发货节奏稳定价盘。具体来看：1）分产品来看，前三季度预计青花汾酒全系列同比增长25%-30%，其中青花25增速最高，腰部产品巴拿马和老白汾合计增长20%+，玻汾预计增长20%+，其中Q3青花系列增速放缓，腰部产品发力。2）分市场来看，单三季度省外增速较快，上半年公司动态布局省内和省外市场，以稳定价格和省外市场的健康发展，预计四季度省外市场继续发力。23年前三季度省内/省外分别实现营收106.6/159.4亿，同比+25.4%/+18.0%，其中Q3省内/省外同比分别+9.1%/+17.1%。

➤ **产品结构变化影响毛利率，费用管控精细化驱动净利率提高。**公司前三季度销售净利率为35.34%，同比+3.04pct，其中23Q3净利率为34.40%，同比+3.6pct。具体来看：1）前三季度公司毛利率为75.94%，同比-0.58%，其中3Q23公司毛利率为75.04%，同比-2.87pct，主要受产品结构波动影响，巴拿马、老白汾、玻汾等产品环比提速所致，目前青花20治理凸显成效，市场表现良好，预计4季度青花汾酒环比提速&控玻汾的节奏，毛利率有望提升；2）前三季度销售期间费用率12.90%，同比减少4.60pct，主要在于公司强化渠道费用精细化管控，随量费用减少，转为模糊返利，后续通过季返方式后置体现，有利于价格管控。其中前三季度销售费用率为9.46%，同比-4.33pct；管理费用率为3.45%，同比-0.37pct。截至23Q3末，公司合同负债为51.72亿元，同比增长4.47亿元/环比减少5.81亿元。

➤ **策略灵活可控，竞争优势延续。**前三季度公司通过采取灵活的策略、管理精准可控、产品组合和区域结构轮动出牌等综合因素，在保证稳健增长的前提下，市场秩序恢复较好，库存良性，价盘稳中有升，全年20%收入增长目标达成无虞，充分彰显公司的实力。虽然受经济周期波动以及人事变动，汾酒的核心竞争优势延续：1）从香型发展来看，在清香龙头汾酒的引领下，清香型白酒已爆发出强劲的增长势能，清香品类正加速扩容，而培育杏花村



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

汾酒专业镇正是塑造产区概念，龙头公司有望乘势而上，大清香强势而归；  
2) 青花系列已具备体量优势，高端化可持续。目前青花系列已经过百亿，其中汾酒青花 20、和青花 25 收入突破 80 亿，在次高端价位已经具备体量优势。中期维度看，新周期下白酒高端化及消费升级的趋势大概率将延续，青花系列需求天花板将打开。3) 从 2017 年汾酒开启国企改革，品牌力、渠道力、管理体系等基本已经搭起来，市场化机制已经内化为企业文化，而公司人员对于汾酒复兴总纲领、十四五目标以及营销战略已形成共识。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**展望下半年，公司将围绕“13348”经营思路，经营策略灵活可控，产品和区域结构逐渐演绎，助力公司高质量发展。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。因此，未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率有望不断提高。预计 2023-2025 年公司归母净利润 104.92 亿、137.06 亿、176.02 亿，EPS 分别为 8.60 元、11.23 元、14.43 元，对应当前股价，PE 分别为 28.2 倍、21.6 倍、16.8 倍。维持“买入-A”评级。

**风险提示：**商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

**财务数据与估值：**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,971	26,214	32,459	39,372	47,903
YoY(%)	42.8	31.3	23.8	21.3	21.7
净利润(百万元)	5,314	8,096	10,492	13,706	17,602
YoY(%)	72.6	52.4	29.6	30.6	28.4
毛利率(%)	74.9	75.4	78.4	79.8	80.9
EPS(摊薄/元)	4.36	6.64	8.60	11.23	14.43
ROE(%)	34.6	37.5	37.8	34.4	31.8
P/E(倍)	55.8	36.6	28.2	21.6	16.8
P/B(倍)	19.5	13.9	10.7	7.5	5.4
净利率(%)	26.6	30.9	32.3	34.8	36.7

数据来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	25286	29202	36890	49510	66882
现金	6146	11201	18620	28745	45281
应收票据及应收账款	1	1	2	1	2
预付账款	163	133	233	211	330
存货	8189	9650	9714	12299	12904
其他流动资产	10787	8218	8320	8253	8364
<b>非流动资产</b>	4669	7484	8396	9306	10329
长期投资	76	80	85	89	93
固定资产	2247	2125	2828	3504	4277
无形资产	363	1076	1213	1381	1566
其他非流动资产	1983	4203	4270	4332	4393
<b>资产总计</b>	29955	36686	45286	58815	77211
<b>流动负债</b>	14265	14846	16766	18292	20924
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2812	2948	3305	3804	4335
其他流动负债	11453	11898	13461	14488	16589
<b>非流动负债</b>	<b>103</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>94</b>
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	16860	18386	21019
少数股东权益	364	425	665	858	1117
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	452	592	592	592	592
留存收益	13499	19399	26442	35775	46555
归属母公司股东权益	15223	21321	27762	39571	55075
<b>负债和股东权益</b>	29955	36686	45286	58815	77211

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	7645	10310	12266	12649	19010
净利润	5390	8157	10731	13900	17860
折旧摊销	171	201	216	287	365
财务费用	-33	-37	-285	-514	-871
投资损失	-72	-330	-30	-30	-116
营运资金变动	2368	2650	1659	-969	1796
其他经营现金流	-178	-332	-25	-25	-25
<b>投资活动现金流</b>	-4837	-2894	-1073	-1141	-1248
<b>筹资活动现金流</b>	-183	-2208	-3774	-1384	-1226
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.36	6.64	8.60	11.23	14.43
每股经营现金流(最新摊薄)	6.27	8.45	10.05	10.37	15.58
每股净资产(最新摊薄)	12.48	17.48	22.76	32.44	45.15

**利润表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19971	26214	32459	39372	47903
营业成本	5011	6460	7012	7972	9127
营业税金及附加	3730	4602	5696	6772	8239
营业费用	3160	3404	4057	4725	5509
管理费用	1167	1214	1542	1831	2180
研发费用	23	58	39	47	57
财务费用	-33	-37	-285	-514	-871
资产减值损失	2	17	3	4	5
公允价值变动收益	28	3	25	25	25
投资净收益	72	330	30	30	116
<b>营业利润</b>	7029	10873	14449	18590	23797
营业外收入	71	6	21	26	31
营业外支出	10	3	5	5	6
<b>利润总额</b>	7091	10876	14466	18611	23823
所得税	1701	2719	3734	4711	5963
<b>税后利润</b>	5390	8157	10731	13900	17860
少数股东损益	76	61	240	194	258
<b>归属母公司净利润</b>	5314	8096	10492	13706	17602
EBITDA	7077	10741	14235	18187	23077

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	42.8	31.3	23.8	21.3	21.7
营业利润(%)	66.0	54.7	32.9	28.7	28.0
归属于母公司净利润(%)	72.6	52.4	29.6	30.6	28.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	74.9	75.4	78.4	79.8	80.9
净利率(%)	26.6	30.9	32.3	34.8	36.7
ROE(%)	34.6	37.5	37.8	34.4	31.8
ROIC(%)	34.3	37.0	37.4	33.7	30.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.0	40.7	37.2	31.3	27.2
流动比率	1.8	2.0	2.2	2.7	3.2
速动比率	0.9	0.8	1.2	1.6	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	13601.1	29182.9	29182.9	29182.9	29182.9
应付账款周转率	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>估值比率</b>					
P/E	55.8	36.6	28.2	21.6	16.8
P/B	19.5	13.9	10.7	7.5	5.4
EV/EBITDA	40.2	26.5	19.5	14.7	10.9

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

