

事件：公司披露 2022 年年报 2023 年一季报，22 年实现营业收入 262.14 亿元，同比+31.26%，归母净利润 80.96 亿元，同比+52.36%，实际业绩超此前业绩预告。其中 22Q4 实现营业收入 40.7 亿元，同比+49.95%，归母净利润 9.88 亿元，同比+127.11%。22 年销售收现 287.13 亿元，同比+14.63%。23Q1 实现营业收入 126.82 亿元，同比+20.44%，归母净利润 48.19 亿元，同比+29.89%，实际业绩超此前业绩预告。扣非归母净利润 48.13 亿元，同比+29.83%，合同负债期末为 41.72 亿元，环比减少 27.36 亿元。

盈利水平稳步提升，汾酒全国化加速推进。2022 年，公司毛利率/净利率分别提升 0.45/4.29pcts 至 75.36%/30.88%，利润高增主因产品结构提升。分产品看，22 年中高价酒/其他酒分别收入 189.33/71.07 亿元，占比 72.22%/27.11%；分地区看，22 年省内/省外分别收入 100.36/160.04 亿元，同比增长 24.35%/36.35%，占比同比-2.13/+2.28pcts 至 38.28%/61.05%，公司深入推进“1357+10”全国化市场布局，加速汾酒省外市场拓展步伐，长江以南市场实现稳步突破，销售额同比增长超 50%，2022 年，青花汾酒系列销售额成功突破百亿，同比增长 60%，青花 20、青花 30 销售额持续提升。

22Q4 费用投放效率持续优化，利润增长亮眼。22Q4 销售费用率/管理费用率分别同比-5.25/-4.75pcts 至 8.57%/10.01%，销售费用下降主因促消费减少，费用投放效率持续优化。在 22Q4 疫情影响、消费承压的背景下，归母净利润同比增长 127.11%，归母净利率同比+8.24pcts 至 24.27%，体现出较强的经营韧性和费用管控能力。22Q4 经营性现金流同比变动+42.6%至 21.69 亿元。

23Q1 延续高增速增长，全方位推动营销更高质量发展。23Q1 公司实现营业收入/归母净利润同比+20.44%/+29.89%，延续 22 年高增速发展态势，毛利率/净利率同比提升 0.8/2.76pcts 至 75.56%/38%。23Q1 费用投放持续降低，销售费用率/管理费用率同比-3.2/-0.48pcts 至 7.95%/2.08%，力争实现更高费用投放效率。2023 年，公司将围绕“13348”汾酒营销改革纲领，“围绕一个中心、紧扣三大任务、推进三大行动、完善四个体系、做到八大坚持”，全方位推动汾酒营销实现更高质量发展。截至 23Q1，合同负债环比变动-27.36 亿元至 41.72 亿元，经销商共 3627 家，净增加 10 家。

投资建议：展望 2023 年，我们看好公司全国化、高端化发展，汾酒复兴已然在途。我们预计公司 2023~2025 年营收分别为 321/391/474 亿元，同比增长 23%/22%/21%，归母净利润分别为 104/130/160 亿元，同比增长 28%/25%/23%，当前股价对应 P/E 分别为 28/23/18 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：青花系列增长不及预期；省外扩张不及预期；食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	26214	32134	39094	47364
增长率 (%)	31.3	22.6	21.7	21.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	8096	10377	12984	16002
增长率 (%)	52.4	28.2	25.1	23.2
每股收益 (元)	6.64	8.51	10.64	13.12
PE	36	28	23	18
PB	13.8	10.3	7.9	6.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
240.40 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 山西汾酒 (600809.SH) 事件点评：2022 完美收官，增长动能强劲-2023/01/30
- 山西汾酒 (600809.SH) 2022 年三季报点评：产品结构持续升级，全国化进程稳步推进-2022/10/29
- 山西汾酒 (600809.SH) 2022 年中报点评：市场运营主动作为，期待青花系列圈层突围-2022/08/26
- 山西汾酒 (600809.SH) 2021 年报及 2022 年一季报点评：青花系列高增结构升级，单季度利润率创新高-2022/04/27
- 山西汾酒 (600809.SH) 2022 年一季度业绩预告点评：一季度业绩高速增长，结构升级带动利润率上行-2022/04/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	26214	32134	39094	47364
营业成本	6460	7243	8338	9702
营业税金及附加	4602	5784	6881	8336
销售费用	3404	4177	5082	6157
管理费用	1214	1446	1759	2131
研发费用	58	48	59	71
EBIT	10503	13452	16994	20986
财务费用	-37	-199	-97	-87
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	330	321	391	474
营业利润	10873	13972	17483	21548
营业外收支	3	4	4	4
利润总额	10876	13976	17487	21552
所得税	2719	3494	4372	5388
净利润	8157	10482	13115	16164
归属于母公司净利润	8096	10377	12984	16002
EBITDA	10717	13739	17388	21452

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11201	7386	6883	8368
应收账款及票据	1	1	2	2
预付款项	133	181	208	243
存货	9650	11510	13249	15417
其他流动资产	8218	17839	27243	36619
流动资产合计	29202	36917	47585	60649
长期股权投资	80	402	793	1266
固定资产	2125	2555	2959	3357
无形资产	1076	1123	1166	1209
非流动资产合计	7484	9392	10286	11295
资产合计	36686	46309	57870	71944
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2948	3572	4112	4785
其他流动负债	11898	12586	14803	17389
流动负债合计	14846	16159	18914	22173
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	94	1266	1244	1262
非流动负债合计	94	1266	1244	1262
负债合计	14941	17424	20159	23435
股本	1220	1220	1220	1220
少数股东权益	425	529	661	822
股东权益合计	21746	28885	37712	48509
负债和股东权益合计	36686	46309	57870	71944

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.26	22.58	21.66	21.15
EBIT 增长率	52.29	28.08	26.34	23.49
净利润增长率	52.36	28.18	25.12	23.24
盈利能力 (%)				
毛利率	75.36	77.46	78.67	79.52
净利润率	30.88	32.29	33.21	33.79
总资产收益率 ROA	22.07	22.41	22.44	22.24
净资产收益率 ROE	37.97	36.60	35.04	33.56
偿债能力				
流动比率	1.97	2.28	2.52	2.74
速动比率	0.90	0.61	0.51	0.52
现金比率	0.75	0.46	0.36	0.38
资产负债率 (%)	40.73	37.63	34.83	32.57
经营效率				
应收账款周转天数	0.01	0.01	0.01	0.01
存货周转天数	545.22	580.00	580.00	580.00
总资产周转率	0.79	0.77	0.75	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	6.64	8.51	10.64	13.12
每股净资产	17.48	23.24	30.37	39.09
每股经营现金流	8.45	8.12	11.11	13.76
每股股利	3.32	3.52	4.40	5.42
估值分析				
PE	36	28	23	18
PB	13.8	10.3	7.9	6.2
EV/EBITDA	26.32	20.90	16.54	13.34
股息收益率 (%)	1.38	1.46	1.83	2.26

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8157	10482	13115	16164
折旧和摊销	215	287	393	466
营运资金变动	2791	-670	386	581
经营活动现金流	10310	9909	13548	16781
资本开支	-826	-797	-841	-915
投资	-2433	1	1	1
投资活动现金流	-2894	-10315	-9640	-9814
股权募资	0	-1	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-2208	-3409	-4412	-5482
现金净流量	5209	-3815	-503	1485

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026