

利润超预期，青花系列突破百亿

山西汾酒(600809)

| | | | |
|--------|--------|-------------|--------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 600809 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 333.0/227.31 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 2,915.84 |
| 最新收盘价: | 239.01 | 自由流通市值(亿) | 2,915.84 |
| | | 自由流通股数(百万) | 1,219.96 |

事件概述

公司发布22年年报及23年一季报，22年实现营业总收入262.14亿元，同比+31.3%；归母净利润80.96亿元，同比+52.4%。其中22Q4实现营业总收入40.70亿元，同比+50.0%；归母净利润9.88亿元，同比+127.1%。23Q1实现营业总收入126.82亿元，同比+20.4%；归母净利润48.19亿元，同比+29.9%。年报和一季报均超过市场预期。

分析判断:

► 22年青花系列突破百亿，省内外量价齐升

22年中高价酒实现营业收入189.33亿元，同比+39.5%，其中量价分别贡献+31.6%/+6.0%；其他酒实现营业收入71.07亿元，同比+14.1%，其中量价分别贡献+11.6%/+2.2%，白酒业务量价齐升。分产品来看，22年青花系列突破百亿，同比+60%，占比接近40%成为公司最大品牌；我们判断其中青花20增速有望超过青花系列整体增速，带动高端产品增长；玻汾持续控量预计全年个位数增长；巴拿巴+老白汾预计增速略低于公司整体。

分区域来看，22年省内实现营业收入100.36亿元，同比+24.4%，其中量价分别贡献+5.6%/+17.8%，经销商768家，同比+40家；省外实现营业收入160.04亿元，同比+36.3%，其中量价分别贡献+23.7%/+10.2%，经销商2869家，同比+73家。省内外量价齐升，我们认为公司有望在省内大本营市场打造价格标杆；在省外深入推进“1357+10”全国化市场布局，长江以南市场实现稳步突破，同比增长50%，加速汾酒全国化市场拓展步伐。截止22年末，全国可掌控终端数量突破112万家，渠道精细化管理程度不断加深。

► 23Q1中高档收入有望率先恢复，青花系列高增持续

我们认为23Q1巴拿马和老白汾所在的中高档价格带白酒有望率先恢复，收入增速有望超过公司整体；23Q1青花系列批价稳定因此预计23Q1有望维持高速增长。分区域来看，23Q1省内外分别实现收入50.22/76.01亿元，分别同比+30.3%/+14.7%；经销商3647家，同比+10家。大本营市场恢复速度相对较快，经销商数量仍在提升。2023年公司整体战略延续，仍以高质量发展为主线，围绕汾酒复兴八大纲领，在“一体两翼”品牌发展战略下实现公司目标营业收入同比+20%左右。我们认为全年维度公司收入增长手段充足、青花系列仍有渠道深度布局和终端拓展空间，带动全年收入业绩增长确定性较强。

► 产品结构持续提升，费用率优化下释放业绩

22年毛利率75.4%，同比+0.4pct；其中中高价酒/其他酒毛利率分别84.0%/52.7%，分别同比+0.02/-2.6pct，中高价酒毛利率基本持平，我们认为产品结构提升带动公司整体毛利率上行。23Q1毛利率75.6%，同比+0.8pct，我们认为主因吨价相对较高的省内占比提升拉动。22年税金及附加占营业收入/销售费用率/管理费用率分别17.6%/13.0%/4.6%，分别同比-1.1/-2.8/1.2pct；23Q1税金及附加占营业收入/销售费用率/管理费用率分别14.4%/8.0%/2.2%，分别同比+0.6/-3.2/-0.4pct。我们认为公司收入持续快速增长，费效比持续优化的条件下持续释放业绩增量。综上，22年/23Q1净利率分别31.1%/38.1%，分别同比+4.1/+3.7pct。

投资建议

根据公司年报及一季报情况调整盈利预测，23-24 年营业收入由 322/395 亿元上调至 328/405 亿元，新增 25 年营业总收入 488 亿元；23-24 年归母净利润由 100/127 亿元上调至 105/136 亿元，新增 25 年归母净利润 170 亿元；23-24 年 EPS 由 8.23/10.38 元上调至 8.64/11.13 元，新增 25 年 EPS 13.95 元，2023 年 5 月 4 日收盘价 239.01 元对应估值分别为 28/21/17 倍。维持“买入”评级。

风险提示

经济复苏情况不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 19,971 | 26,214 | 32,850 | 40,472 | 48,758 |
| YoY (%) | 42.8% | 31.3% | 25.3% | 23.2% | 20.5% |
| 归母净利润(百万元) | 5,314 | 8,096 | 10,539 | 13,580 | 17,019 |
| YoY (%) | 72.6% | 52.4% | 30.2% | 28.9% | 25.3% |
| 毛利率 (%) | 74.9% | 75.4% | 77.0% | 78.6% | 79.9% |
| 每股收益 (元) | 4.37 | 6.65 | 8.64 | 11.13 | 13.95 |
| ROE | 34.9% | 38.0% | 35.5% | 33.6% | 31.7% |
| 市盈率 | 54.63 | 35.95 | 27.66 | 21.47 | 17.13 |

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 26,214 | 32,850 | 40,472 | 48,758 | 净利润 | 8,157 | 10,645 | 13,683 | 17,130 |
| YoY (%) | 31.3% | 25.3% | 23.2% | 20.5% | 折旧和摊销 | 215 | 329 | 322 | 357 |
| 营业成本 | 6,460 | 7,558 | 8,673 | 9,788 | 营运资金变动 | 2,791 | -2,732 | -3,690 | -3,511 |
| 营业税金及附加 | 4,602 | 5,749 | 7,042 | 8,435 | 经营活动现金流 | 10,310 | 7,911 | 9,909 | 13,486 |
| 销售费用 | 3,404 | 4,205 | 5,140 | 6,095 | 资本开支 | -826 | -939 | -598 | -676 |
| 管理费用 | 1,214 | 1,478 | 1,781 | 2,097 | 投资 | -2,433 | -3,218 | -2,956 | -3,043 |
| 财务费用 | -37 | -56 | -65 | -85 | 投资活动现金流 | -2,894 | -3,829 | -3,150 | -3,232 |
| 研发费用 | 58 | 66 | 81 | 98 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 330 | 328 | 405 | 488 | 筹资活动现金流 | -2,208 | -2,197 | -2,867 | -3,660 |
| 营业利润 | 10,873 | 14,192 | 18,242 | 22,838 | 现金净流量 | 5,209 | 1,886 | 3,892 | 6,594 |
| 营业外收支 | 3 | 2 | 2 | 2 | | | | | |
| 利润总额 | 10,876 | 14,194 | 18,244 | 22,840 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | 2,719 | 3,548 | 4,561 | 5,710 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 8,157 | 10,645 | 13,683 | 17,130 | 营业收入增长率 | 31.3% | 25.3% | 23.2% | 20.5% |
| 归属于母公司净利润 | 8,096 | 10,539 | 13,580 | 17,019 | 净利润增长率 | 52.4% | 30.2% | 28.9% | 25.3% |
| YoY (%) | 52.4% | 30.2% | 28.9% | 25.3% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 6.65 | 8.64 | 11.13 | 13.95 | 毛利率 | 75.4% | 77.0% | 78.6% | 79.9% |
| | | | | | 净利率 | 31.1% | 32.4% | 33.8% | 35.1% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | 22.1% | 22.6% | 23.1% | 23.1% |
| | | | | | 净资产收益率 ROE | 38.0% | 35.5% | 33.6% | 31.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 偿债能力 | | | | |
| 货币资金 | 11,201 | 13,087 | 16,979 | 23,573 | 流动比率 | 1.97 | 2.36 | 2.85 | 3.41 |
| 预付款项 | 133 | 174 | 191 | 215 | 速动比率 | 1.31 | 1.70 | 2.20 | 2.75 |
| 存货 | 9,650 | 10,561 | 11,406 | 12,336 | 现金比率 | 0.75 | 0.80 | 0.96 | 1.24 |
| 其他流动资产 | 8,218 | 14,654 | 21,818 | 28,767 | 资产负债率 | 40.7% | 35.2% | 30.2% | 26.0% |
| 流动资产合计 | 29,202 | 38,476 | 50,394 | 64,891 | 经营效率 | | | | |
| 长期股权投资 | 80 | 80 | 80 | 80 | 总资产周转率 | 0.71 | 0.71 | 0.69 | 0.66 |
| 固定资产 | 2,125 | 2,762 | 3,031 | 3,248 | 每股指标 (元) | | | | |
| 无形资产 | 1,076 | 1,258 | 1,361 | 1,503 | 每股收益 | 6.65 | 8.64 | 11.13 | 13.95 |
| 非流动资产合计 | 7,484 | 8,097 | 8,375 | 8,697 | 每股净资产 | 17.48 | 24.32 | 33.10 | 44.06 |
| 资产合计 | 36,686 | 46,573 | 58,769 | 73,588 | 每股经营现金流 | 8.45 | 6.49 | 8.12 | 11.06 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股股利 | 0.00 | 1.80 | 2.35 | 3.00 |
| 应付账款及票据 | 2,948 | 3,210 | 3,374 | 3,754 | 估值分析 | | | | |
| 其他流动负债 | 11,898 | 13,074 | 14,290 | 15,259 | PE | 35.95 | 27.66 | 21.47 | 17.13 |
| 流动负债合计 | 14,846 | 16,284 | 17,665 | 19,014 | PB | 16.31 | 10.22 | 7.51 | 5.64 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他长期负债 | 94 | 94 | 94 | 94 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 94 | 94 | 94 | 94 | | | | | |
| 负债合计 | 14,941 | 16,379 | 17,759 | 19,108 | | | | | |
| 股本 | 1,220 | 1,220 | 1,220 | 1,220 | | | | | |
| 少数股东权益 | 425 | 531 | 634 | 745 | | | | | |
| 股东权益合计 | 21,746 | 30,194 | 41,010 | 54,480 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 36,686 | 46,573 | 58,769 | 73,588 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。