

山西汾酒（600809）2022年度股东大会点评

**全线发力，势能不减**

**事项:**

近日我们参加了山西汾酒 2022 年度股东大会，会上公司延续以往积极开放的风格，对 22 年经营成果、23 年战略规划等展开系统性阐述，并对市场高度关注的营销体系布局、产品策略等问题进行详实的回答。核心反馈如下：

**评论:**

- ❖ **“五个”聚焦持续复兴，营销体系平稳交接、战略延续，积极探寻新机。**本次股东大会上，袁董事长明确全方位践行复兴纲领，提出聚焦营销、品质、文化赋能、深化改革、管理优化五个“聚焦”，战略规划清晰，团队务实拼搏。营销体系层面，营销老将张永踊接棒销售公司总经理，张总在汾酒深耕三十载，拥有丰富的的一线实战经验与管理能力，营销团队平稳交接过渡。张总履新后，在延续以往渠道及市场营销政策的基础上，将进一步优化渠道管理提高效率，并进一步明确各品牌定位，持续放大品牌价值，保障公司持续快速增长。
- ❖ **全线发力，进一步释放品牌势能。**会上公司进一步强调汾酒、杏花村、竹叶青“三驾马车”全面发力，实现资源共享、渠道共建、市场共管。青花聚焦发力青 20 和青 30，青 20 坚持保障渠道利润增强动能，青 30 费用倾斜于品牌打造与点的深挖，聚焦局部区域、高端圈层，后期拟建设类博物馆式体验店，持续拉高品牌力。腰部产品推力或进一步加强，老白汾计划升级产品，数字化赋能强化宴席场景。巴拿马进一步做渠道深耕与全国布局。玻汾持续拓展终端网点覆盖，扩大清香消费群体。竹叶青及杏花村调整定位，竹叶青调整产品结构、加强消费者培育与全国推广，杏花村重塑品牌定位，划分重点市场提升销量。
- ❖ **渠道夯实精耕，持续提升效率。**公司持续加强渠道及终端掌控力，可掌控终端超 112 万家，全国化进程不断精耕。一是加快数字化赋能，强化产供销各环节溯源能力，提升终端扫码率与全产业链贯通。二是费投上将陈列/奖励/客情等费用与扫码挂钩，同时通过后台数据分析，进行费用的精准投放。三是考核上建立过程+结果双重考核机制，提升各环节沟通与执行效率，保障渠道质量。
- ❖ **渠道及终端保持较高景气度，可期待更多价格措施落地。**从当前行业内渠道及终端景气度对比来看，汾酒品牌口碑保持良好，渠道利润优于竞品，产品终端周转及开瓶保持优秀。目前回款进度已过半，其中玻汾配额前置执行，青花系列回款进度近半，二季度末预计可达 60%，同时各区域库存保持良性状态。价盘上，近期青 20 等价盘亦有小幅回升，后续或有更多价格措施落地，各单品价盘有望进一步好转，全年报表弹性及质量均具备较高保障。
- ❖ **投资建议：全年业绩弹性及质量均具保障，估值性价比凸显，维持“强推”评级。**公司持续深化改革，管理层保持务实拼搏状态，品牌势能仍强，渠道健康度及景气度在同业中实属优秀，全年业绩弹性及确定性仍强。短期受市场情绪扰动，公司估值对应 23 年仅 24 倍，已处悲观情绪底部。而公司实际经营情况优于预期，后续相关渠道措施推动下价盘、库存等指标有望改善。我们预计 23-25 年 EPS 为 8.63/11.00/13.92 元，维持目标价 350 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险因素：消费复苏进度不及预期，全国化进程及高端产品培育不及预期。**

**主要财务指标**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	26,214	32,661	40,476	49,932
同比增速(%)	31.3%	24.6%	23.9%	23.4%
归母净利润(百万)	8,096	10,532	13,414	16,980
同比增速(%)	52.4%	30.1%	27.4%	26.6%
每股盈利(元)	6.64	8.63	11.00	13.92
市盈率(倍)	32	24	19	15
市净率(倍)	12.1	8.1	5.9	4.5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 5 月 30 日收盘价

**强推（维持）**

目标价：350 元

当前价：210.69 元

华创证券研究所

证券分析师：沈昊

邮箱：shenhao@hcyjs.com  
执业编号：S0360521050001

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com  
执业编号：S0360520070001

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com  
执业编号：S0360522090005

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598  
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518040001

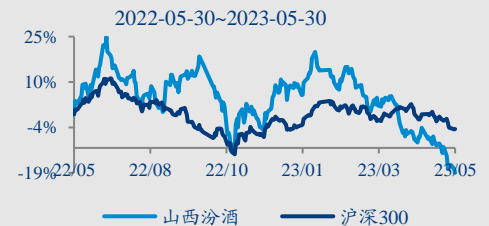
联系人：刘旭德

邮箱：liuxude@hcyjs.com

**公司基本数据**

总股本(万股)	121,996.42
已上市流通股(万股)	121,996.42
总市值(亿元)	2,570.34
流通市值(亿元)	2,570.34
资产负债率(%)	34.06
每股净资产(元)	21.43
12 个月内最高/最低价	324.80/210.69

**市场表现对比图(近 12 个月)**



**相关研究报告**

《山西汾酒（600809）2022 年报与 2023 年一季报点评：Q1 业绩超预期，全年弹性或延续》

2023-04-28

《山西汾酒（600809）2023 年 1-3 月经营情况点评：高质开局，疑云渐散》

2023-04-11

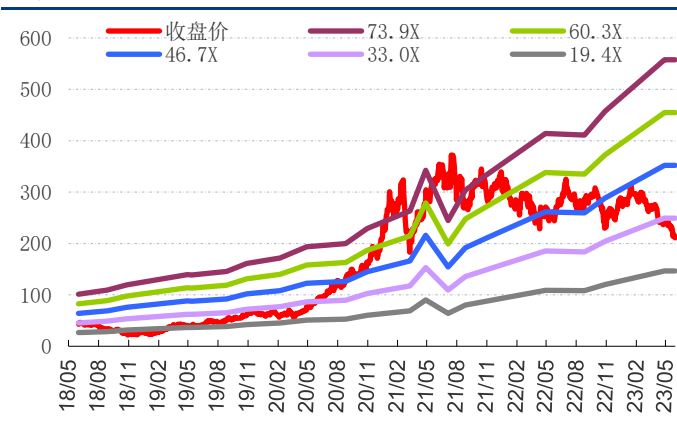
《山西汾酒（600809）跟踪分析报告：估值回落配置良机，经营向上坚定看好》

2023-03-12

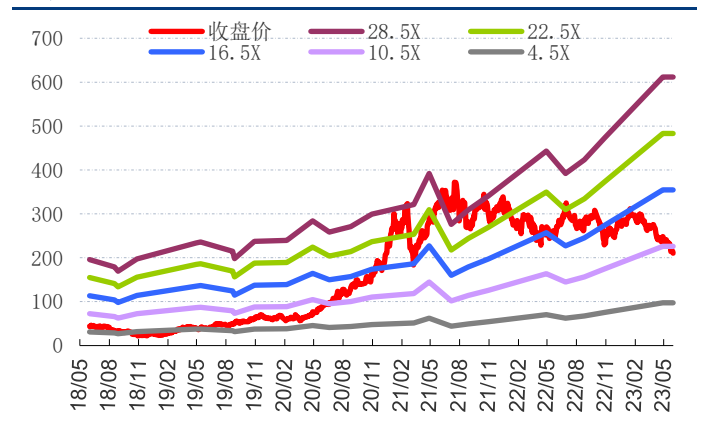
**图表 1 山西汾酒分季度拆分（百万元，%）**

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2021A	2022A
营业总收入	7,332	4,787	5,138	2,714	10,530	4,803	6,810	4,070	12,682	19,971	26,214
营业总成本	4,427	2,899	3,276	2,454	5,553	3,102	4,077	2,952	6,215	13,056	15,684
其中：营业成本	1,940	1,090	1,223	757	2,659	1,038	1,504	1,260	3,100	5,011	6,460
利息支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
手续费及佣金支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	916	877	1,023	914	1,452	1,057	1,159	932	1,826	3,730	4,602
销售费用	1,316	713	756	375	1,174	764	1,116	349	1,008	3,160	3,404
管理费用	234	237	295	400	270	239	299	407	264	1,167	1,214
研发费用	4	5	3	10	7	17	16	18	18	23	58
财务费用	-10	-23	-16	16	-8	-5	-14	-10	-2	-33	-37
信用减值损失	-27	0	9	20	2	8	3	5	0	2	17
其他收益	0	1	0	13	2	4	1	4	8	14	10
投资收益	0	-9	-2	84	6	74	70	180	-24	72	330
营业利润	2,904	1,879	1,861	385	4,985	1,779	2,804	1,305	6,450	7,029	10,873
加：营业外收入	2	2	1	66	3	1	1	2	1	71	6
减：营业外支出	0	0	0	9	0	0	1	1	1	10	3
利润总额	2,907	1,881	1,861	442	4,987	1,780	2,803	1,306	6,451	7,091	10,876
减：所得税	722	487	514	-21	1,259	453	705	301	1,617	1,701	2,719
净利润	2,185	1,394	1,348	463	3,728	1,327	2,098	1,004	4,833	5,390	8,157
减少数股东损益	3	33	12	28	18	24	2	17	14	76	61
归母净利润	2,182	1,362	1,335	435	3,710	1,303	2,096	988	4,819	5,314	8,096
EPS	2.5	1.1	1.1	0.4	3.0	1.1	1.7	0.8	3.9	5.1	6.6
毛利率	73.5%	77.2%	76.2%	72.1%	74.8%	78.4%	77.9%	69.1%	75.6%	74.9%	75.4%
营业税金率	12.5%	18.3%	19.9%	33.7%	13.8%	22.0%	17.0%	22.9%	14.4%	18.7%	17.6%
销售费用率	17.9%	14.9%	14.7%	13.8%	11.2%	15.9%	16.4%	8.6%	8.0%	15.8%	13.0%
管理费用率(含研发)	3.2%	5.1%	5.8%	15.1%	2.6%	5.3%	4.6%	10.5%	2.2%	0.0%	4.9%
营业利润率	39.6%	39.3%	36.2%	14.2%	47.3%	37.0%	41.2%	32.1%	50.9%	35.2%	41.5%
实际税率	24.8%	25.9%	27.6%	-4.9%	25.2%	25.5%	25.2%	23.1%	25.1%	24.0%	25.0%
净利率	29.8%	28.4%	26.0%	16.0%	35.2%	27.1%	30.8%	24.3%	38.0%	26.6%	30.9%
收入增长率	77.1%	73.4%	47.9%	-24.9%	43.6%	0.4%	32.5%	50.0%	20.4%	42.8%	31.3%
营业利润增长率	81.3%	234.8%	60.8%	-57.9%	71.6%	-5.3%	50.7%	239.3%	29.4%	66.0%	54.7%
归母净利润增长率	78.2%	258.2%	55.9%	-29.6%	70.0%	-4.3%	57.0%	127.1%	29.9%	72.6%	52.4%

资料来源：Wind，华创证券

**图表 2 山西汾酒 PE Band**


资料来源：Wind，华创证券

**图表 3 山西汾酒 PB Band**


资料来源：Wind，华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,201	26,533	37,204	50,416
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1	9	9	9
预付账款	133	223	258	309
存货	9,650	9,381	10,420	12,464
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	8,218	5,005	5,965	7,468
流动资产合计	29,202	41,151	53,857	70,665
其他长期投资	15	15	15	15
长期股权投资	80	80	80	80
固定资产	2,125	2,205	3,578	5,434
在建工程	355	1,755	2,355	2,155
无形资产	1,076	1,768	2,392	2,652
其他非流动资产	3,833	3,833	3,833	3,833
非流动资产合计	7,484	9,657	12,253	14,170
<b>资产合计</b>	<b>36,686</b>	<b>50,807</b>	<b>66,110</b>	<b>84,835</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	664	1,313	1,517	1,814
应付账款	2,284	2,806	3,242	3,878
预收款项	0	0	0	0
合同负债	6,908	8,607	10,667	13,159
其他应付款	1,801	1,801	1,801	1,801
一年内到期的非流动负债	9	9	9	9
其他流动负债	3,181	3,821	4,751	5,759
流动负债合计	14,846	18,356	21,985	26,419
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	95	95	95	95
非流动负债合计	95	95	95	95
<b>负债合计</b>	<b>14,941</b>	<b>18,451</b>	<b>22,080</b>	<b>26,514</b>
归属母公司所有者权益	21,321	31,852	43,424	57,588
少数股东权益	425	504	605	734
<b>所有者权益合计</b>	<b>21,746</b>	<b>32,357</b>	<b>44,030</b>	<b>58,322</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>36,686</b>	<b>50,807</b>	<b>66,110</b>	<b>84,835</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,310</b>	<b>17,670</b>	<b>15,357</b>	<b>18,371</b>
现金收益	8,321	10,875	13,860	17,632
存货影响	-1,461	269	-1,040	-2,044
经营性应收影响	31	-98	-35	-51
经营性应付影响	528	1,171	640	933
其他影响	2,890	5,454	1,932	1,900
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,894</b>	<b>-2,460</b>	<b>-2,960</b>	<b>-2,460</b>
资本支出	-901	-2,460	-2,960	-2,460
股权投资	-4	0	0	0
其他长期资产变化	-1,989	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,208</b>	<b>122</b>	<b>-1,725</b>	<b>-2,700</b>
借款增加	-5	0	0	0
股利及利息支付	-2,196	-1,858	-2,839	-2,927
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-7	1,981	1,114	228

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>26,214</b>	<b>32,661</b>	<b>40,476</b>	<b>49,932</b>
营业成本	6,460	7,220	8,341	9,977
税金及附加	4,602	5,781	7,245	8,938
销售费用	3,404	4,246	5,262	6,491
管理费用	1,214	1,372	1,700	2,097
研发费用	58	33	40	50
财务费用	-37	-24	-19	-18
信用减值损失	17	3	3	3
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	18	18	18
投资收益	330	80	80	80
其他收益	10	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>10,873</b>	<b>14,145</b>	<b>18,017</b>	<b>22,507</b>
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>10,876</b>	<b>14,148</b>	<b>18,020</b>	<b>22,510</b>
所得税	2,719	3,537	4,505	5,402
<b>净利润</b>	<b>8,157</b>	<b>10,611</b>	<b>13,515</b>	<b>17,108</b>
少数股东损益	61	80	101	128
<b>归属母公司净利润</b>	<b>8,096</b>	<b>10,532</b>	<b>13,414</b>	<b>16,980</b>
NOPLAT	8,129	10,593	13,501	17,094
EPS(摊薄) (元)	6.64	8.63	11.00	13.92

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	31.3%	24.6%	23.9%	23.4%
EBIT 增长率	53.6%	30.3%	27.5%	24.9%
归母净利润增长率	52.4%	30.1%	27.4%	26.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	75.4%	77.9%	79.4%	80.0%
净利率	31.1%	32.5%	33.4%	34.3%
ROE	38.0%	33.1%	30.9%	29.5%
ROIC	64.3%	51.4%	46.0%	42.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.7%	36.3%	33.4%	31.3%
债务权益比	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
流动比率	2.0	2.2	2.4	2.7
速动比率	1.3	1.7	2.0	2.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	113	127	131	128
存货周转天数	497	474	427	413
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	6.64	8.63	11.00	13.92
每股经营现金流	8.45	14.48	12.59	15.06
每股净资产	17.48	26.11	35.59	47.20
<b>估值比率</b>				
P/E	32	24	19	15
P/B	12	8	6	5
EV/EBITDA	23	18	14	11

## 食品饮料组团队介绍

### 组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

### ——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

#### 组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

#### 分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

#### 研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

### ——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

#### 组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

#### 研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

#### 助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

#### 助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

### ——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

#### 分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

### 华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522