

600809.SH

买入

原评级：买入

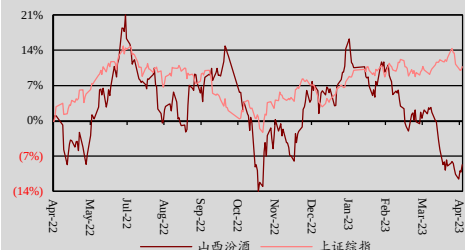
市场价格：人民币 244.12

板块评级：强于大市

本报告要点

- 山西汾酒 2022 年年报及 2023 年 1 季报业绩点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(11.5)	(10.1)	(17.6)	(9.2)
相对上证综指	(16.9)	(11.1)	(18.3)	(20.3)

发行股数 (百万)	1,219.96
流通股 (百万)	1,219.96
总市值 (人民币 百万)	297,817.67
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,305.85
主要股东	
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	56.56

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

以 2023 年 4 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《山西汾酒》20230413

《山西汾酒》20221214

《山西汾酒》20221103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

山西汾酒

1 季度业绩超出预告值，有望提振市场信心，继续重点推荐

山西汾酒公布 22 年报和 23 年 1 季报。2022 年实现营收 262.1 亿，同比增长 31.3%，归母净利 81.0 亿元，同比增 52.4%，每股收益 6.65 元/股。1Q23 实现营收 126.8 亿元，同比增长 20.4%，归母净利 48.2 亿元，同比增 29.9%，每股收益 3.95 元/股，业绩超出此前预告值，高基数上实现较快增长，我们判断 2 季度汾酒营收有望提速，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 中高端占比持续上升，青花系列高速增长，省外市场占比进一步提升，2022 年营收增 31.3%，高于年度目标规划。（1）分产品看，2022 年中高价酒类实现营收 189.3 亿元，同比增 39.5%。其他酒类收入 71.1 亿元，同比增 14.1%。汾酒中高端销售占比持续上升，品牌高端化实现突破，青花汾酒系列同比增长 60%，青花 20、青花 30 收入持续提升。我们判断巴拿马系列、老白汾系列增速与公司平均水平差不多，玻汾以稳量为主，竹叶青还处于调整期。（2）分区域来看，2022 年省内收入 100.4 亿元，同比增 24.4%，省外收入 160.0 亿元，同比增 36.4%。汾酒全国化市场拓展加速。长江以南市场同比增长超过 50%，维持较快增速。全国可掌控终端数量突破 112 万家，同比增加 7 万家左右。渠道精细化管理程度不断加深，实现了终端动销可视化溯源管理。

- 1Q23 收入增 20.4%，归母净利增 29.9%，超出前期预告值，高基数上实现较快增长。（1）我们认为公司取得该成绩实属不易，一方面 22 年 1 季度业绩基数高，另一方面 23 年春节全国性次高端酒复苏进度慢于高端酒和地产酒。（2）分产品看，1Q23 中高价酒类、其他酒类分别实现收入 95.0 亿元、31.3 亿元。公司产品策略是抓青花、强腰部、稳玻汾，我们判断 1 季度腰部产品增长较好，青 20、巴拿马、老白汾可实现较快增长。（3）分区域看，省内收入 50.2 亿元，同比增 30.3%，省外 76.0 亿元，同比增 14.7%。省内增速更快，我们判断一方面 2023 年初省内渠道库存较低，另一方面受益于春节返乡需求，类似于地产酒。（4）1Q23 合同负债 41.7 亿，同比增长 2.9 亿，环比年初降 27.4 亿，降幅低于上年同期。（5）1 季度归母净利率上升 2.8pct 至 38%，主要由于销售费用率同比下降 3.2pct。

- 2 季度汾酒营收有望提速，团队进取心强、次高端占比提升、深度推进全国化，未来 3 年有望维持较快增速。（1）我们预计次高端下一阶段可接力复苏，重现快速增长态势，向上弹性较高。2Q22 汾酒收入基数较低，同比基本持平。受益于次高端需求复苏和低基数，预计 23 年 2 季度营收有望提速。（2）根据新浪财经，2-3 月份董事长袁清茂带领核心销售团队赴北京、深圳、山东等地进行调研，高管和销售团队进取心强，积极推动市场发展。（3）分产品看，多价格带同时发力，特别是次高端以上价格带成为主要增长点。分区域看，环山西市场精耕细作，全国化深度推进，增长的确性强。

估值

- 根据公司业绩及最新行业变化，我们调整此前盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 8.74、11.11、13.42 元，同比增 32%、27%、21%，维持买入评级，继续重点推荐。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动影响需求。茅五价格出现回落，影响次高端价格带。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	19,971	26,214	34,167	42,821	51,504
增长率(%)	42.8	31.3	30.3	25.3	20.3
EBITDA(人民币 百万)	7,064	10,708	14,273	18,126	21,856
归母净利润(人民币 百万)	5,314	8,096	10,664	13,559	16,375
增长率(%)	72.6	52.4	31.7	27.1	20.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	4.36	6.64	8.74	11.11	13.42
原先股本摊薄每股收益(人民币)			8.54	10.87	
变化幅度			2.3	2.2	
市盈率(倍)	56.0	36.8	27.9	22.0	18.2
市净率(倍)	19.6	14.0	11.2	8.9	7.2
EV/EBITDA(倍)	52.8	31.2	19.7	14.8	12.1
每股股息 (人民币)	1.8	3.3	4.4	5.6	6.7
股息率(%)	0.6	1.2	1.8	2.3	2.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2022 年年报及 2023 年一季度业绩概览

(人民币, 百万元)	FY2021	FY2022	同比 (%)	1Q22	1Q23	同比 (%)
营业收入	19,971	26,214	31.3	10,530	12,682	20.4
营业成本	5,011	6,460	28.9	2,659	3,100	16.6
毛利率(%)	74.9	75.4	0.4	74.8	75.6	0.8
毛利	14,960	19,754	32.0	7,872	9,583	21.7
税金及附加	3,730	4,602	23.4	1,452	1,826	25.7
销售费用	3,160	3,404	7.7	1,174	1,008	(14.1)
管理费用	1,167	1,214	4.1	270	264	(2.1)
研发费用	23	58	152.2	7	18	146.0
财务费用	(33)	(37)	11.1	(8)	(2)	(78.6)
资产减值损失	0	(0)	-	0	0	-
公允价值变动收益	28	3	(88.6)	0	0	-
投资收益	72	330	357.4	6	(24)	(527.8)
营业利润	7,029	10,873	54.7	4,985	6,450	29.4
营业利润率(%)	35.2	41.5	6.3	47.3	50.9	3.5
营业外收入	71	6	(91.2)	2.7	1.0	(62.6)
营业外支出	10	3	(69.5)	0.3	0.8	157.6
利润总额	7,091	10,876	53.4	4,987	6,451	29.3
所得税	1,701	2,719	59.9	1,259	1,617	28.5
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	24	26	1.3	25	25	(0.3)
少数股东权益	76	61	(19.6)	18	14	(21.1)
归属于母公司净利润	5,314	8,096	52.4	3,710	4,819	29.9
净利率(%)	26.6	30.9	4.3	35.2	38.0	2.8
EPS (元/股)	4.36	6.64	52.4	3.04	3.95	29.9

资料来源：万得，中银证券

注：毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,971	26,214	34,167	42,821	51,504
营业收入	19,971	26,214	34,167	42,821	51,504
营业成本	5,011	6,460	7,903	9,610	11,451
营业税金及附加	3,730	4,602	6,048	7,494	9,013
销售费用	3,160	3,404	4,613	5,909	7,108
管理费用	1,167	1,214	1,558	1,927	2,318
研发费用	23	58	41	51	62
财务费用	(33)	(37)	(101)	(162)	(220)
其他收益	14	10	9	10	10
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	2	17	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	28	3	0	0	0
投资收益	72	330	200	200	200
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,029	10,873	14,317	18,204	21,984
营业外收入	71	6	4	4	4
营业外支出	10	3	3	3	3
利润总额	7,091	10,876	14,318	18,205	21,985
所得税	1,701	2,719	3,436	4,369	5,276
净利润	5,390	8,157	10,882	13,836	16,709
少数股东损益	76	61	218	277	334
归母净利润	5,314	8,096	10,664	13,559	16,375
EBITDA	7,064	10,708	14,273	18,126	21,856
EPS(最新股本摊薄, 元)	4.36	6.64	8.74	11.11	13.42

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	25,286	29,202	37,702	49,733	60,797
货币资金	6,146	11,201	15,899	27,612	31,249
应收账款	1	1	2	1	2
应收票据	0	0	0	0	0
存货	8,189	9,650	12,174	14,363	17,258
预付账款	163	133	229	211	313
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	10,787	8,218	9,399	7,546	11,974
非流动资产	4,669	7,484	6,483	6,835	6,396
长期投资	89	92	92	92	92
固定资产	2,247	2,125	2,234	2,209	2,110
无形资产	363	1,076	1,060	1,044	1,028
其他长期资产	1,970	4,192	3,097	3,490	3,165
资产合计	29,955	36,686	44,185	56,568	67,193
流动负债	14,265	14,846	16,795	22,128	24,236
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,780	2,284	2,687	3,358	3,846
其他流动负债	12,485	12,563	14,108	18,770	20,391
非流动负债	103	94	99	97	98
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	103	94	99	97	98
负债合计	14,368	14,941	16,894	22,225	24,334
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
少数股东权益	364	425	642	919	1,253
归属母公司股东权益	15,223	21,321	26,649	33,424	41,606
负债和股东权益合计	29,955	36,686	44,185	56,568	67,193

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,390	8,157	10,882	13,836	16,709
折旧摊销	182	215	266	295	302
营运资金变动	2,715	(3,246)	(2,895)	5,016	(5,319)
其他	(641)	5,184	763	(894)	(154)
经营活动现金流	7,645	10,310	9,015	18,252	11,538
资本支出	(156)	(826)	(329)	(129)	(129)
投资变动	(6,039)	4,972	1,040	15	0
其他	1,359	(7,040)	200	200	200
投资活动现金流	(4,837)	(2,894)	911	86	71
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(245)	(2,231)	(5,336)	(6,784)	(8,193)
其他	62	24	107	159	221
筹资活动现金流	(183)	(2,208)	(5,228)	(6,625)	(7,971)
净现金流	2,625	5,209	4,697	11,713	3,637

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	42.8	31.3	30.3	25.3	20.3
营业利润增长率(%)	66.0	54.7	31.7	27.2	20.8
归属于母公司净利润增长率(%)	72.6	52.4	31.7	27.1	20.8
息税前利润增长率(%)	63.4	52.5	33.5	27.3	20.9
息税折旧前利润增长率(%)	61.8	51.6	33.3	27.0	20.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	72.6	52.4	31.7	27.1	20.8
获利能力					
息税前利润率(%)	34.5	40.0	41.0	41.6	41.9
营业利润率(%)	35.2	41.5	41.9	42.5	42.7
毛利率(%)	74.9	75.4	76.9	77.6	77.8
归母净利润率(%)	26.6	30.9	31.2	31.7	31.8
ROE(%)	34.9	38.0	40.0	40.6	39.4
ROIC(%)	158.7	101.9	102.0	252.1	156.6
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(0.7)
流动比率	1.8	2.0	2.2	2.2	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
应收账款周转率	13,601.1	29,182.9	29,182.9	29,182.9	29,182.9
应付账款周转率	12.3	12.9	13.7	14.2	14.3
费用率					
销售费用率(%)	15.8	13.0	13.5	13.8	13.8
管理费用率(%)	5.8	4.6	4.6	4.5	4.5
研发费用率(%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.4	6.6	8.7	11.1	13.4
每股经营现金流(最新摊薄)	6.3	8.5	7.4	15.0	9.5
每股净资产(最新摊薄)	12.5	17.5	21.8	27.4	34.1
每股股息	1.8	3.3	4.4	5.6	6.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	56.0	36.8	27.9	22.0	18.2
P/B(最新摊薄)	19.6	14.0	11.2	8.9	7.2
EV/EBITDA	52.8	31.2	19.7	14.8	12.1
价格/现金流(倍)	39.0	28.9	33.0	16.3	25.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371