

2023 年 04 月 28 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩持续超预期，清香龙头持续向上

—山西汾酒（600809.SH）公司事件点评报告 买入（维持）事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

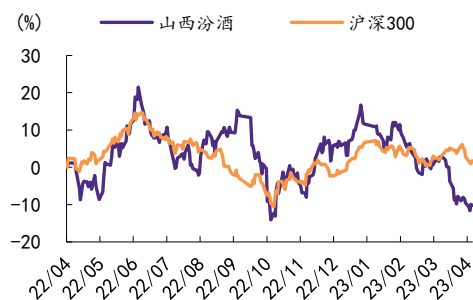
2023 年 4 月 27 日，山西汾酒发布 2022 年年报和 2023 年一季度报。

基本数据

2023-04-27

当前股价（元）	244.12
总市值（亿元）	2978
总股本（百万股）	1220
流通股本（百万股）	1220
52 周价格范围（元）	229.7-324.8
日均成交额（百万元）	1477.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《山西汾酒（600809）：一季度实现开门红，青花势能持续向上》2023-04-11
- 2、《山西汾酒（600809）：动销反馈良好，营销思路清晰》2023-02-10
- 3、《山西汾酒（600809）：2022 年顺利收官，青花持续引领》2023-01-20

投资要点

业绩超预期，结构持续提升

2022 年营收 262 亿元（同增 31%），归母净利润 81 亿元（同增 52%）。其中 2022Q4 总营收 40.7 亿元（同增 50%），归母净利润 9.88 亿元（同增 127%）。2023Q1 总营收 126.82 亿元（同增 20%），归母净利润 48.19 亿元（同增 30%），业绩持续超预期。2022 年毛利率 75.36%（同增 0.5pct），2023Q1 毛利率 75.56%（同增 1pct），系产品结构提升所致。2022 年净利率 31.12%（同增 4pct），2023Q1 净利率 38.11%（同增 3pct）。2022 年销售费用率 12.98%（同减 3pct），2023Q1 为 7.95%（同减 3pct）。2022 年管理费用率为 4.63%（同减 1pct），2023Q1 为 2.08%（同减 0.5pct）。2022 年销售回款 287.13 亿元（同增 15%），2023Q1 为 98.17 亿元（同增 11%）。2022 年经营活动现金流净额 103 亿元（同增 35%），2023Q1 为 34.33 亿元（同减 3%）。截至 2023Q1 末，合同负债 41.72 亿元，环减 27.36 亿元。

青花势能释放，全国化继续深入

分产品看，2022 年中高价酒类/其他酒类营收分别为 189.33/71.07 亿元，同比+39%/+14%，分别占比 73%/27%。2023Q1 中高价酒类/其他酒类营收分别 94.96/31.27 亿元，分别占比 75%/25%。青花系列持续放量，预计占比 35%以上，其中青花 20、25 贡献主要增长；玻汾、老白汾巴拿马继续深化清香型消费者教育，预计各占 25%-30%。分渠道看，2022 年直销/批发代理/电商营收分别 1.56/241.68/17.16 亿元，分别同比-65%/+31%/+80%，分别占比 1%/93%/6%。2023Q1 直销/批发代理/电商营收分别 2.04/119.28/4.92 亿元，分别同比+26%/+22%/-13%。分区域看，2022 年省内/省外营收分别为 100.36/160.04 亿元，分别同比+24%/+26%，分别占比 39%/61%。2023Q1 省内/省外营收分别为 50.22/76.01 亿元，分别同比+30%/+15%，分别占比 40%/60%，继续推进“1357+10”战略深入全国化。量价拆分来看，2022 年中高价酒类/其他酒类销量分别为 5.39/12.31 万千升，分别同比+31%/+80%；吨价分别为 35.14/5.78 万元/千升，同比

+6%/+2%。截至 2023Q1，经销商 3647 家。公司持续释放清香龙头红利，2023 年营收同增 20%目标达成可期。

■ 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 8.63/10.69/13.05 元，当前股价对应 PE 分别为 28/23/19 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、青花 20 增长不及预期、献礼版玻汾进度不及预期、青花 30 批价恢复不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	26,214	32,704	39,822	47,643
增长率（%）	31.3%	24.8%	21.8%	19.6%
归母净利润（百万元）	8,096	10,534	13,043	15,926
增长率（%）	52.4%	30.1%	23.8%	22.1%
摊薄每股收益（元）	6.64	8.63	10.69	13.05
ROE（%）	37.2%	34.8%	32.0%	29.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	26,214	32,704	39,822	47,643
现金及现金等价物	11,201	19,396	30,008	42,359	营业成本	6,460	7,990	9,586	11,292
应收款	33	45	55	65	营业税金及附加	4,602	5,723	6,929	8,242
存货	9,650	10,144	10,407	10,704	销售费用	3,404	4,219	5,097	6,051
其他流动资产	8,318	8,631	9,104	9,730	管理费用	1,214	1,472	1,752	2,049
流动资产合计	29,202	38,216	49,573	62,858	财务费用	-37	-543	-840	-1,186
非流动资产：					研发费用	58	72	88	105
金融类资产	1,059	1,109	1,139	1,154	费用合计	4,639	5,220	6,097	7,019
固定资产	2,125	2,196	2,135	2,027	资产减值损失	17	14	12	10
在建工程	355	142	57	23	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	1,076	1,022	968	917	投资收益	330	280	200	170
长期股权投资	80	80	80	80	营业利润	10,873	14,074	17,429	21,277
其他非流动资产	3,848	3,848	3,848	3,848	加：营业外收入	6	60	45	30
非流动资产合计	7,484	7,289	7,089	6,895	减：营业外支出	3	9	8	7
资产总计	36,686	45,505	56,662	69,754	利润总额	10,876	14,125	17,466	21,300
流动负债：					所得税费用	2,719	3,517	4,332	5,261
短期借款	0	0	0	0	净利润	8,157	10,608	13,135	16,039
应付账款、票据	2,948	3,006	3,167	3,211	少数股东损益	61	74	92	112
其他流动负债	4,990	4,990	4,990	4,990	归母净利润	8,096	10,534	13,043	15,926
流动负债合计	14,846	15,164	15,794	16,033					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	94	94	94	94	营业收入增长率	31.3%	24.8%	21.8%	19.6%
非流动负债合计	94	94	94	94	归母净利润增长率	52.4%	30.1%	23.8%	22.1%
负债合计	14,941	15,258	15,889	16,127	盈利能力				
所有者权益					毛利率	75.4%	75.6%	75.9%	76.3%
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	四项费用/营收	17.7%	16.0%	15.3%	14.7%
股东权益	21,746	30,247	40,773	53,626	净利率	31.1%	32.4%	33.0%	33.7%
负债和所有者权益	36,686	45,505	56,662	69,754	ROE	37.2%	34.8%	32.0%	29.7%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	40.7%	33.5%	28.0%	23.1%
净利润	8157	10608	13135	16039	营运能力				
少数股东权益	61	74	92	112	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	201	195	198	191	应收账款周转率	799.6	730.0	730.0	730.0
公允价值变动	3	0	0	0	存货周转率	0.7	1.4	1.6	1.8
营运资金变动	1888	-452	-84	-681	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	10310	10426	13340	15661	EPS	6.64	8.63	10.69	13.05
投资活动现金净流量	-2894	92	116	127	P/E	36.8	28.3	22.8	18.7
筹资活动现金净流量	778	-2107	-2609	-3185	P/S	11.4	9.1	7.5	6.3
现金流量净额	8,195	8,410	10,848	12,603	P/B	14.0	10.0	7.4	5.6

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。