

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山西汾酒(600809)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

山西汾酒(600809.SH): 高质量收官, 奋进再出发 2023.01.20

山西汾酒(600809.SH): 凝聚力量, 提振信心 2022.12.26

山西汾酒(600809.SH): 如期兑现, 发展稳健 2022.10.31

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

超预期成长, 坚定复兴方略

2023年04月27日

事件: 公司 2022 年实现营收 262.14 亿元, 同比增长 31.26%; 归母净利润 80.96 亿元, 同比增长 52.36%。2023 年一季度实现营收 126.82 亿元, 同比增长 20.44%; 归母净利润 48.19 亿元, 同比增长 29.89%。

点评:

- **一季度费用收窄, 利润大超预期。** 相较此前披露预告, 2022 年收入及利润略超预期 (30%/49%→31%/52%), 2023 年一季度利润大超预期 (20%→30%)。22Q4 公司营收 40.7 亿元, 同比增长 49.95%, 归母净利润 9.88 亿元, 同比增长 127.11%, 在低基数上实现较高增长。2022 年, 公司毛利率同比+0.45pct 至 75.36%, 主要系产品结构提升, 青花汾酒系列销售额突破百亿, 同比增长 60%, 青花 20、青花 30 销售额持续提升, 大单品打造成效凸显; 税金占比同比-1.13pct, 销售费用率同比-2.84pct, 管理费用率同比-1.21pct, 归母净利率同比+4.27pct 至 30.88%。其中 22Q4 公司毛利率同比-3.06pct 至 69.05%, 税金占比同比-10.78pct, 销售费用率同比-5.25pct, 管理费用率同比-4.74pct, 归母净利率同比+8.25pct 至 24.27%。一季度, 公司毛利率同比+0.81pct 至 75.56%, 税金占比同比+0.61pct, 销售费用率同比-3.20pct, 一季度销售费用同比-14.13%, 管理费用率同比-0.48pct, 归母净利率同比+2.77pct 至 38.00%, 利润弹性释放。截至一季度末, 公司合同负债 41.72 亿元, 同比+2.91 亿元, 环比-27.36 亿元。
- **青花战略持续推进, “一体两翼”协同发展。** 2022 年, 公司总共销售白酒 17.69 万吨, 同比+17%, 平均吨价 14.72 万元/吨, 同比+12.38%。其中, 中高价酒 (130 元以上) 及其他酒分别收入 189.33 亿元、71.07 亿元, 同比+39%、+14%; 销售量分别为 5.39 万吨、12.31 万吨, 同比+32%、+12%; 吨价分别为 35.1 万元/吨、5.8 万元/吨, 同比+6%、+2%; 毛利率分别为 83.98%、52.74%, 同比+0pct、-2.65pct。2023 年, 公司全面优化产品结构, 打造全方位产品矩阵, 推进青花系列品牌发展, 1) 以青花 20 汾酒为发展基准线, 向上提升青花 30、青花 40 产品的档次和规模, 推动青花汾酒全系列产品市场占有率的重大突破; 2) 以玻汾为发展基准线, 扩大清香消费群体, 拉动老白汾等腰部产品的全面发展。汾酒、竹叶青酒、杏花村酒三大品牌协同发展, 夯实渠道基础, 统筹渠道和资源, 做好市场深耕和挖潜。一季度, 中高价酒及其他酒分别收入 94.96 亿元、31.27 亿元。
- **深耕“三大市场”, 扎实推进全国化布局。** 围绕精耕大基地、华东、华南“三大市场”, 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。山西大本营市场稳定发展, 2022 年省内收入同比+24.35%至 100.36 亿元, 首次突破百亿; 省外市场稳步突破, 2022 年收入 160.04 亿元, 同比+36.35%, 其中长江以南市场收入同比增长超过 50%, 省外收入占比同比+2.2pct 至 61.46%。2022 年省内新增经销商 40 家至 768 家, 省外新增经销商 73 家至 2869 家, 合计 3637 家。一季度, 省内发展势头良好, 收入同比+30.3%至 50.22 亿元, 我们预计系青花 25 引领的结构升级

效果渐显；省外收入 76.01 亿元，同比+14.71%，主要系公司应对价格波动采取控货措施，稳定市场。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 **2023-2025 年摊薄每股收益分别为 8.43 元、10.66 元、13.18 元，维持对公司的“买入”评级。**
- **风险因素：**宏观经济不确定性风险；全国化拓张不及预期

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	19,971	26,214	32,857	40,179	48,257
增长率 YoY %	42.8%	31.3%	25.3%	22.3%	20.1%
归属母公司净利润 (百万元)	5,314	8,096	10,290	13,007	16,086
增长率 YoY%	72.6%	52.4%	27.1%	26.4%	23.7%
毛利率%	74.9%	75.4%	76.6%	77.5%	78.2%
净资产收益率ROE%	34.9%	38.0%	37.5%	37.0%	36.0%
EPS(摊薄)(元)	4.37	6.65	8.43	10.66	13.18
市盈率 P/E(倍)	72.18	42.86	28.94	22.90	18.52
市净率 P/B(倍)	25.31	16.31	10.86	8.48	6.66

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 27 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	25,286	29,202	37,905	48,491	61,266
货币资金	6,146	11,201	7,989	16,852	27,863
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1	1	1	1	1
预付账款	163	133	154	181	210
存货	8,189	9,650	10,970	12,399	13,840
其他	10,787	8,218	18,791	19,057	19,351
非流动资产	4,669	7,484	7,695	7,892	8,073
长期股权投资	76	80	80	80	80
固定资产	2,247	2,125	2,297	2,456	2,602
无形资产	363	1,076	1,106	1,136	1,166
其他	1,983	4,203	4,212	4,219	4,225
资产总计	29,955	36,686	45,601	56,382	69,340
流动负债	14,265	14,846	16,750	19,727	22,977
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	1,032	664	738	868	1,009
应付账款	1,780	2,284	2,742	3,224	3,748
其他	11,453	11,898	13,270	15,636	18,219
非流动负债	103	94	912	912	912
长期借款	0	0	0	0	0
其他	103	94	912	912	912
负债合计	14,368	14,941	17,662	20,639	23,889
少数股东权益	364	425	502	601	722
归属母公司股东权益	15,223	21,321	27,436	35,143	44,729
负债和股东权益	29,955	36,686	45,601	56,382	69,340

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,971	26,214	32,857	40,179	48,257
同比 (%)	42.8%	31.3%	25.3%	22.3%	20.1%
归属母公司净利润	5,314	8,096	10,290	13,007	16,086
同比 (%)	72.6%	52.4%	27.1%	26.4%	23.7%
毛利率 (%)	74.9%	75.4%	76.6%	77.5%	78.2%
ROE%	34.9%	38.0%	37.5%	37.0%	36.0%
EPS (摊薄)(元)	4.37	6.65	8.43	10.66	13.18
P/E	72.18	42.86	28.94	22.90	18.52
P/B	25.31	16.31	10.86	8.48	6.66
EV/EBITDA	53.57	31.40	21.32	16.38	12.76

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,971	26,214	32,857	40,179	48,257
营业成本	5,011	6,460	7,700	9,051	10,524
营业税金及附加	3,730	4,602	5,914	7,232	8,686
销售费用	3,160	3,404	4,271	5,022	5,791
管理费用	1,167	1,214	1,479	1,808	2,172
研发费用	23	58	66	80	97
财务费用	-33	-37	-48	-62	-112
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	72	330	329	402	483
其他	44	30	16	20	24
营业利润	7,029	10,873	13,820	17,469	21,606
营业外收支	61	3	4	4	4
利润总额	7,091	10,876	13,824	17,473	21,610
所得税	1,701	2,719	3,456	4,368	5,403
净利润	5,390	8,157	10,368	13,105	16,208
少数股东损益	76	61	78	98	122
归属母公司净利润	5,314	8,096	10,290	13,007	16,086
EBITDA	7,078	10,717	13,636	17,209	21,226
EPS (当年)(元)	4.37	6.65	8.43	10.66	13.18

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,645	10,310	1,365	14,177	17,445
净利润	5,390	8,157	10,368	13,105	16,208
折旧摊销	181	215	209	224	238
财务费用	-1	1	0	0	0
投资损失	-83	-330	-329	-402	-483
营运资金变动	2,607	2,791	-8,880	1,254	1,485
其它	-449	-523	-4	-4	-4
投资活动现金流	-4,837	-2,894	-1,219	-14	67
资本支出	-156	-826	-416	-416	-416
长期投资	-4,788	-2,433	-1,131	0	0
其他	107	365	329	402	483
筹资活动现金流	-183	-2,208	-3,358	-5,300	-6,500
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-174	-2,196	-4,200	-5,300	-6,500
现金流净增加额	2,625	5,209	-3,212	8,863	11,011

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。产业理解接地气，立足长期，重视估值和安全边际的思考。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。