

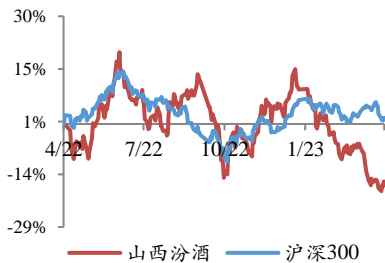
利润端大超预期，收入结构再提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价(元)	244.12
近12个月最高/最低(元)	349.33/247.04
总股本(百万股)	1,220
流通股本(百万股)	1,218
流通股比例(%)	99.82
总市值(亿元)	2,978
流通市值(亿元)	2,973

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

4月27日，汾酒发布2022年年报及2023年一季报。经公司核算，22Q4/22全年/23Q1公司实现营业总收入40.70/262.14/126.82亿元，同比增加50.0%/31.3%/20.4%；22Q4/22全年/23Q1实现归母净利润9.88/80.96/48.19亿元，同比分别增加127.1%/52.4%/29.9%。其中23Q1利润端增长大超此年一季度经营公告预期。

● 青花系列破百亿，省外市场高增长

2022年营收分产品来看，中高档酒（代表：青花汾酒系列、巴拿马汾酒系列、老白汾酒系列、青享竹叶青系列等）全年实现收入189.33亿元，同比+39.5%；其他酒类（代表：普通汾酒系列、普通竹叶青系列、杏花村酒系列等）全年实现收入71.07亿元，同比+14.1%。量价拆分来看，整体实现了量价齐升，其中中高档酒销量+31.6%、吨价+6.0%，其他酒类销量+11.6%、吨价+2.2%。青花系列继续高歌猛进，销售额成功突破百亿，同比增长60%（前三季度青花系列营收同比增长55.79%），青20、青30成为拉动销量和单价上涨的重要大单品。23Q1中高档酒/其他酒类收入分别为94.96/31.27亿元，中高档酒占收入比例较22年进一步提升2.7pct至74.9%。

其他收入结构方面，省外市场22Q4/22全年/23Q1分别实现增长70.2%/36.3%/14.7%，2022年四季度及全年，省外增长超过省内，尤其长江以南市场实现稳步突破，同比增长超过50%。今年一季度受消费结构整体影响，巴拿马、老白汾等腰部产品动销相对更旺，他们的主销区聚焦山西环山西基地，导致省内增长更快。

经销商方面，去年公司净增经销商113家，经销商结构进一步优化，全国可掌控终端数量突破112万家；截至今年3月底，公司经销商数量3647家，较去年底再增加10家。

● 销售费用下降带动盈利能力提升

盈利能力方面，公司2022年/23Q1综合毛利率分别为75.36%/75.56%，同比增加0.45/0.80pct。预计青花及腰部产品结构提升带动毛利率走高。费用方面，2022年及23Q1期间费用率同比均有3pct以上下降，主要都体现在销售费用率有较大减少，预计与疫情影响下费用投放活动受阻有关。综合来看，公司2022全年/23Q1归母净利润率分别达到30.88%/38.00%，同比提升4.28/2.76pct，盈利能力持续改善。

其他方面，公司2022年/23Q1经营活动净现金流103.10/34.33亿元，分别同比变动+34.9%/-3.0%，其中销售收现分别增长14.6%/10.7%。2022年末及今年3月末合同负债分别为69.08/41.72

亿元，环比减少 21.83 亿元/增加 27.36 亿元。

● 投资建议

今年汾酒坚持稳中求进工作总基调，力争营业收入较上年增长 20% 左右。当前公司内部调整进入尾声阶段，未来仍将深入推汾酒“1357+10”全国化市场拓展，坚持以青 20 拉青 30、青 40，推动青花系列市占率提升，夯实玻汾消费基础，拉动老白汾等腰部产品的全面发展。我们预测公司 2023 年-2025 年营业收入增速为 24.1%/22.3%/20.7%，归母净利润增速为 26.3%/25.3%/24.7%，对应 EPS 预测为 8.38/10.51/13.10 元，对应 PE 分别 29/23/19 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济不确定性风险；
- (2) 全国化、高端化进程不及预期；
- (3) 青花系列增长不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26214	32525	39766	47988
收入同比 (%)	31.3%	24.1%	22.3%	20.7%
归属母公司净利润	8096	10229	12822	15984
净利润同比 (%)	52.4%	26.3%	25.3%	24.7%
毛利率 (%)	75.4%	75.4%	75.8%	76.6%
ROE (%)	38.0%	35.1%	32.9%	31.5%
每股收益 (元)	6.65	8.38	10.51	13.10
P/E	42.86	29.12	23.23	18.63
P/B	16.31	10.22	7.65	5.88
EV/EBITDA	31.40	20.64	16.11	12.21

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	29202	43577	52091	72846	营业收入	26214	32525	39766	47988
现金	11201	18921	29350	43044	营业成本	6460	7991	9623	11247
应收账款	1	0	0	0	营业税金及附加	4602	5692	6959	8398
其他应收款	32	365	121	466	销售费用	3404	4228	5170	6238
预付账款	133	280	337	394	管理费用	1214	1301	1591	1440
存货	9650	15211	13122	19370	财务费用	-37	-112	-189	-293
其他流动资产	8186	8799	9161	9572	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	7484	7556	7924	7720	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	80	80	80	80	投资净收益	330	163	199	0
固定资产	2125	2186	2555	2361	营业利润	10873	13555	16772	20910
无形资产	1076	1086	1086	1076	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	4203	4203	4203	4203	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	36686	51133	60015	80567	利润总额	10876	13561	16778	20916
流动负债	14846	21404	20386	29061	所得税	2719	3255	3859	4811
短期借款	0	0	0	0	净利润	8157	10306	12919	16105
应付账款	2284	4375	2040	5458	少数股东损益	61	77	97	121
其他流动负债	12563	17028	18347	23602	归属母公司净利润	8096	10229	12822	15984
非流动负债	94	94	94	94	EBITDA	10717	13511	16662	20871
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	6.65	8.38	10.51	13.10
其他非流动负债	94	94	94	94					
负债合计	14941	21498	20481	29155					
少数股东权益	425	502	599	719					
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积	592	591	591	591					
留存收益	19509	27322	37125	48881					
归属母公司股东权益	21321	29133	38935	50692					
负债和股东权益	36686	51133	60015	80567					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10310	10271	13891	17967
净利润	8157	10306	12919	16105
折旧摊销	215	230	278	254
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-330	-163	-199	0
营运资金变动	2791	-98	898	1613
其他经营现金流	4843	10398	12015	14487
投资活动现金流	-2894	-134	-442	-45
资本支出	-826	-296	-641	-45
长期投资	-2433	0	0	0
其他投资现金流	365	163	199	0
筹资活动现金流	-2208	-2417	-3020	-4228
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	140	-1	0	0
其他筹资现金流	-2348	-2416	-3020	-4228
现金净增加额	5209	7720	10429	13694

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	31.3%	24.1%	22.3%	20.7%
营业利润	54.7%	24.7%	23.7%	24.7%
归属于母公司净利	52.4%	26.3%	25.3%	24.7%
获利能力				
毛利率 (%)	75.4%	75.4%	75.8%	76.6%
净利率 (%)	30.9%	31.4%	32.2%	33.3%
ROE (%)	38.0%	35.1%	32.9%	31.5%
ROIC (%)	36.2%	34.0%	31.9%	30.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.7%	42.0%	34.1%	36.2%
净负债比率 (%)	68.7%	72.5%	51.8%	56.7%
流动比率	1.97	2.04	2.56	2.51
速动比率	0.90	1.03	1.60	1.62
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.74	0.72	0.68
应收账款周转率	29182.88	—	—	—
应付账款周转率	3.18	2.40	3.00	3.00
每股指标 (元)				
每股收益	6.65	8.38	10.51	13.10
每股经营现金流 (摊)	8.45	8.42	11.39	14.73
每股净资产	17.48	23.88	31.91	41.55
估值比率				
P/E	42.86	29.12	23.23	18.63
P/B	16.31	10.22	7.65	5.88
EV/EBITDA	31.40	20.64	16.11	12.21

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。