

2023年04月28日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

320

### 公司基本资讯

|                 |                             |
|-----------------|-----------------------------|
| 产业别             | 食品饮料                        |
| A 股价(2023/4/27) | 244.12                      |
| 上证指数(2023/4/27) | 3285.88                     |
| 股价 12 个月高/低     | 333/227.31                  |
| 总发行股数(百万)       | 1219.96                     |
| A 股数(百万)        | 1217.71                     |
| A 市值(亿元)        | 2972.68                     |
| 主要股东            | 山西杏花村汾酒集团有限责<br>任公司(56.56%) |
| 每股净值(元)         | 21.43                       |
| 股价/账面净值         | 11.39                       |
|                 | 一个月 三个月 一年                  |
| 股价涨跌(%)         | -10.9 -13.2 -9.7            |

### 近期评等

|            |        |    |
|------------|--------|----|
| 出刊日期       | 前日收盘   | 评等 |
| 2023-01-20 | 298.48 | 买进 |

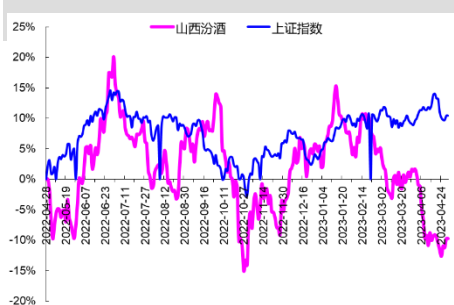
### 产品组合

|      |       |
|------|-------|
| 中高价酒 | 75.2% |
| 其他酒类 | 24.8% |

### 机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 14.1% |
| 一般法人 | 72.1% |

### 股价相对大盘走势



## 山西汾酒(600809.SH)

BUY 买进

### 业绩超预期，高质量发展值得期待

#### 结论与建议：

#### 业绩概要：

公司公告 2022 年实现收入 262.1 亿，同比增 31.3%，录得净利润 81 亿，同比增 52.4%，4Q 实现收入 40.7 亿，同比增 50%，录得净利润 9.9 亿，同比增 127%，4Q 业绩高增长受低基数、春节备货、全国市场拓展三重影响。

公司 23Q1 实现收入 126.8 亿，同比增 20.4%，录得净利润 48.2 亿，同比增 30%。公司业绩超预期。

分红方案：每 10 股派发现金派发 33.2 元

#### 点评：

- 2022 年公司酒类产品量价齐升，销量同比增 17%，价格同比增 12.4%。中高价酒实现收入 189.3 亿，同比增 39.5%，其中青花汾酒销售额突破百亿，同比增 60%，青花 20、青花 30 销售额持续提升，引领业绩高增长；其他酒类实现收入 71.1 亿，同比增 14%。区域来看，报告期公司全国化市场拓展步伐加快，省外市场实现收入 160 亿，同比增 36.4%（省内市场 100.4 亿，同比增 24.4%），期内公司持续深入推进“1357+10”的全国化市场布局，全国可控终端数量突破 112 万家，长江以南市场实现稳步突破，同比增长超 50%。23Q1 收入方面增速较 22Q4 有所回落，省内省外市场分别实现收入 50.2 亿和 76 亿，分别同比增 30.3%和 14.7%，主要受 22Q4 旺季备货及春节后公司主动控货影响。
- 毛利率来看，受青花系列占比提升影响，2022 年毛利率同比上升 0.5 个百分点至 75.4%，4Q 毛利率同比下降 3 个百分点至 69.1%，我们认为主要由于季度产品结构变化，玻汾等产品占比上升所致。23Q1 毛利率同比提升 0.8 个百分点至 75.6%。
- 费用上，2022 年期间费用率同比下降 3.91 个百分点至 17.7%（22Q4 费用率同比下降 7.78 个百分点至 18.77%），我们认为主要由于一方面公司推进国企改革，内部经营效率提升，使管理费用率同比下降 1.21 个百分点至 4.63%；另一方面品牌价值上升，营销效率上升，使销售费用率同比下降 2.84 个百分点至 12.98%。23Q1 费用率继续下行，期间费用率同比下降 3.44 个百分点至 10.16%，主要由于销售费用率同比下降 3.2 个百分点影响，我们认为销售费用下降主要与费用投放节奏有关。
- 从全年来看，公司将持续推进“1357+10”的市场拓展，精耕大基地、华东、华南三大市场；产品上以青花 20 拉动青花 30、青花 40 规模扩大，提升青花汾酒全系列市占率，并以玻汾作为消费者教育的基石，拉动老白汾等腰部产品发展。春节后公司主动控货以消化渠道库存，减轻渠道压力，对应来看 1Q 末合同负债余额 41.7 亿，同比增 7.5%，渠道轻装上阵也有利于后续全年战略推进。
- 预计 2023-2024 年将分别实现净利润 102 亿和 124.5 亿，分别同比增

26%和 22%，EPS 分别为 8.37 元和 10.21 元，当前股价对应 PE 分别为 29 倍和 24 倍，公司内部改革效果显着，汾酒发展动力十足，当前估值合理，维持“买进”投资建议。

- 风险提示：省外扩张不及预期，行业竞争加剧，费用投放超预期  
..... 接续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 3079  | 5314  | 8096  | 10208 | 12453 |
| 同比增减            | %       | 56.39 | 72.56 | 52.36 | 26.09 | 21.99 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 3.55  | 4.37  | 6.65  | 8.37  | 10.21 |
| 同比增减            | %       | 58.93 | 23.22 | 51.99 | 25.83 | 21.99 |
| 市盈率(P/E)        | X       | 68.76 | 55.80 | 36.71 | 29.18 | 23.92 |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.20  | 1.80  | 3.32  | 4.18  | 5.10  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 0.08  | 0.74  | 1.36  | 1.71  | 2.09  |

**【投资评等说明】**

**评等定义**

|                    |                                       |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq 35\%$                    |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$           |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$            |
| 中立 (Neutral)       | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 百万元           | 2020  | 2021  | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 13990 | 19971 | 26214 | 31770 | 37944 |
| 经营成本          | 3896  | 5011  | 6460  | 7694  | 9038  |
| 营业税金及附加       | 2503  | 3730  | 4602  | 5536  | 6508  |
| 销售费用          | 2276  | 3160  | 3404  | 3603  | 4250  |
| 管理费用          | 1089  | 1167  | 1214  | 1417  | 1647  |
| 财务费用          | -68   | -33   | -37   | -23   | -27   |
| 资产减值损失        |       |       | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | -49   | 72    | 330   | 236   | 245   |
| 营业利润          | 4235  | 7029  | 10873 | 13706 | 16678 |
| 营业外收入         | 6     | 71    | 6     | 3     | 3     |
| 营业外支出         | 4     | 10    | 3     | 4     | 4     |
| 利润总额          | 4237  | 7091  | 10876 | 13706 | 16678 |
| 所得税           | 1121  | 1701  | 2719  | 3431  | 4169  |
| 少数股东损益        | 37    | 76    | 61    | 66    | 55    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3079  | 5314  | 8096  | 10208 | 12453 |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2020  | 2021  | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 4607  | 6146  | 11201 | 16920 | 24129 |
| 应收账款      | 2     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 存货        | 6354  | 8189  | 9650  | 11097 | 12207 |
| 流动资产合计    | 15808 | 25286 | 29202 | 32122 | 34692 |
| 长期股权投资    | 39    | 76    | 80    | 82    | 84    |
| 固定资产      | 1762  | 2247  | 2125  | 2231  | 2343  |
| 在建工程      | 527   | 247   | 355   | 426   | 469   |
| 非流动资产合计   | 3971  | 4669  | 7484  | 8607  | 9296  |
| 资产总计      | 19779 | 29955 | 36686 | 40729 | 43988 |
| 流动负债合计    | 9629  | 14265 | 14846 | 17073 | 18781 |
| 非流动负债合计   | 84    | 103   | 94    | 104   | 109   |
| 负债合计      | 9714  | 14368 | 14941 | 17177 | 18890 |
| 少数股东权益    | 288   | 364   | 425   | 446   | 468   |
| 股东权益合计    | 9777  | 15223 | 21321 | 23106 | 24630 |
| 负债及股东权益合计 | 19779 | 29955 | 36686 | 40729 | 43988 |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2020  | 2021  | 2022F | 2023F  | 2024F  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 2010  | 7645  | 10310 | 12708  | 15178  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -740  | -4837 | -2894 | -3,812 | -4,174 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1369 | -183  | -2208 | -3,177 | -3,794 |
| 现金及现金等价物净增加额  | -101  | 2625  | 5209  | 5719   | 7209   |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。