

山西汾酒（600809）

22 年年报及 23Q1 季报业绩点评：开门红表现亮眼，增长动能充足

买入（维持）

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001
wangyj@dwzq.com.cn

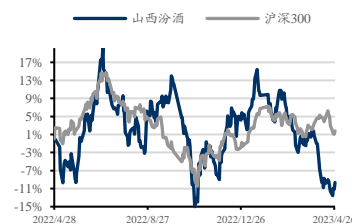
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	26,214	32,280	38,999	46,267
同比	31%	23%	21%	19%
归属母公司净利润（百万元）	8,096	10,502	13,121	15,964
同比	52%	30%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	6.64	8.61	10.76	13.09
P/E（现价&最新股本摊薄）	36.79	28.36	22.70	18.66

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **事件：**22 年总营收 262.14 亿元，同比+31.26%，归母净利润 80.96 亿元，同比+52.36%。23Q1 总营收 126.82 亿元，同比+20.44%，归母净利润 48.19 亿元，同比+29.89%。
- **22 年顺利收官，产品结构持续上移：**22 年酒类业务收入 260.4 万元/+31.46%，其中量同比+17%，价同比+12%，其中青花系列销售额突破百亿，销售额同比+60%，青花 20、30 销售额持续提升，产品结构持续上移。分区域看，省内收入 100.4 亿元，同比+24.4%，截至 22 年省内经销商 768 家，同比+40 家，单个经销商平均贡献同比+18%至 1307 万元，省外收入 160 亿元，同比+36.4%，全国化市场拓展步伐加速，其中长江以南市场同比+50%+，截至 22 年省外经销商 2869 家，同比+73 家，单个经销商平均贡献+33%至 558 万元，经销商结构进一步优化，全国可掌控终端数量突破 112 万家，渠道精细化管理持续加强。利润方面，23 年毛利率 75.4%，同比+0.5pct，其中中高档产品毛利率 84%，销售、管理费用率分别为 13%/5%，同比-2.8pct/-1.2pct，净利率同比+4.1pct 至 31%，盈利能力持续增强。
- **23Q1 利润超预期，主系青花系列占比提升+费控。**23Q1 归母净利润 48 亿/+30%，业绩超此前公司披露 1-3 月主要经营情况公告，一方面系销售费用率 7.95%，同比-3.2pct；另一方面，省内收入 50 亿元，同比+30%，省外收入 76 亿元，同比+15%，23Q1 表现更多来自于省内基地市场的发展，经销商反馈省内复兴版已按照目标完成，青花 25 持续成为省内招待主要用酒。同时，省外将持续优化布局，23Q1 经销商增加 30 家至 3647 家，单商平均贡献 346 万，同比+19%，秉承 1357+10 全国化市场持续拓展。
- **盈利预测与投资评级：**23 年开局表现亮眼，实际经营优秀，我们上调 2023-24 年归母净利润为 105、131 亿元（前值为 101、127 亿元），同比增长 30%、25%（前值为 28%、26%），给予 2025 年归母净利润 160 亿元，同比+22%，当前市值对应 PE 为 28/23/19 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期，省外开拓不及预期，食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	244.12
一年最低/最高价	227.31/333.00
市净率(倍)	11.39
流通 A 股市值(百万元)	297,817.67
总市值(百万元)	297,817.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.43
资产负债率(%，LF)	34.06
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

相关研究

《山西汾酒(600809): 2023 年 1-3 月主要经营情况点评: 1 季度目标顺利完成，高质量发展动力充足》

2023-04-11

《山西汾酒(600809): 2022 年度业绩预告点评: 全年顺利收官，业绩表现略超预期》

2023-01-20

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	29,202	41,938	56,965	73,401	营业总收入	26,214	32,280	38,999	46,267
货币资金及交易性金融资产	12,260	13,266	24,129	35,149	营业成本(含金融类)	6,460	7,501	8,460	9,360
经营性应收款项	1,146	10,989	14,375	16,536	税金及附加	4,602	5,552	6,747	8,097
存货	9,650	11,365	12,123	15,413	销售费用	3,404	4,196	5,148	6,385
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,214	1,501	1,774	2,082
其他流动资产	6,146	6,317	6,338	6,304	研发费用	58	65	70	93
非流动资产	7,484	7,618	7,798	8,016	财务费用	-37	-336	-452	-755
长期股权投资	80	80	80	80	加:其他收益	10	14	19	20
固定资产及使用权资产	2,147	2,227	2,404	2,607	投资净收益	330	323	390	463
在建工程	355	391	404	426	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	1,076	1,093	1,083	1,077	减值损失	17	3	5	4
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	10,873	14,140	17,666	21,493
其他非流动资产	3,826	3,826	3,826	3,826	营业外净收支	3	1	1	1
资产总计	36,686	49,555	64,763	81,417	利润总额	10,876	14,140	17,666	21,493
流动负债	14,846	18,041	21,904	25,183	减:所得税	2,719	3,535	4,417	5,373
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	净利润	8,157	10,605	13,250	16,120
经营性应付款项	2,948	4,419	5,238	6,232	减:少数股东损益	61	103	129	156
合同负债	6,908	4,126	5,713	6,987	归属母公司净利润	8,096	10,502	13,121	15,964
其他流动负债	4,981	9,488	10,943	11,955	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.64	8.61	10.76	13.09
非流动负债	94	94	94	94	EBIT	10,503	13,464	16,800	20,250
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	10,717	13,726	17,094	20,555
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.36	76.76	78.31	79.77
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	30.88	32.54	33.65	34.50
其他非流动负债	87	87	87	87	收入增长率(%)	31.26	23.14	20.81	18.64
负债合计	14,941	18,136	21,998	25,277	归母净利润增长率(%)	52.36	29.73	24.93	21.66
归属母公司股东权益	21,321	30,892	42,109	55,328					
少数股东权益	425	528	656	812					
所有者权益合计	21,746	31,419	42,765	56,140					
负债和股东权益	36,686	49,555	64,763	81,417					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10,310	2,009	12,851	13,824	每股净资产(元)	17.48	19.69	26.84	35.27
投资活动现金流	-2,894	-72	-85	-59	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	-2,208	-931	-1,904	-2,745	ROIC(%)	42.15	37.97	33.95	30.70
现金净增加额	5,209	1,006	10,863	11,020	ROE-摊薄(%)	37.97	34.00	31.16	28.85
折旧和摊销	215	262	295	304	资产负债率(%)	40.73	36.60	33.97	31.05
资本开支	-826	-392	-473	-520	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.79	28.36	22.70	18.66
营运资本变动	2,650	-12,867	-1,732	-3,179	P/B(现价)	13.97	12.40	9.09	6.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

