

## 山西汾酒(600809.SH)

## 发展动能十足，全年持续向上可期

## 推荐 (维持)

股价:244.12元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.fenjiu.com.cn
大股东/持股	山西杏花村汾酒集团有限责任公司/56.56%
实际控制人	
总股本(百万股)	1,220
流通A股(百万股)	1,218
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,978
流通A股市值(亿元)	2,973
每股净资产(元)	21.43
资产负债率(%)	34.1

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】山西汾酒(600809.SH)\*季报点评\*青花势能持续释放，三季度盈利提速\*推荐20221027

## 证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号  
S1060522030001  
WANGMENG917@pingan.com.cn



## 事项:

公司发布2022年年报，2022全年实现营业收入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%。23Q1实现营业收入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%。公司利润分配预案：每10股派发现金红利33.2元（含税）。

## 平安观点:

- 22年业绩高增，23年开门红验证势能持续。公司2022年全年实现营业收入262.14亿元，同比增长31.26%；实现归母净利润80.96亿元，同比增长52.36%。面对国内疫情高压，公司持续优化渠道结构和产品结构，加速推进全国化布局，业绩实现持续较快增长，顺利完成22年公司营收目标。公司2023年营收目标增长20%左右。23Q1实现营业收入126.82亿元，同比增长20.44%；实现归母净利润48.19亿元，同比增长29.89%，公司稳扎稳打，做到了库存、动销、批价、回款的有效平衡，实现了开门红，验证公司良好的发展势能。
- 渠道结构优化，助力全国化布局。分地区看，22年省内市场营收达100.36亿，同比增加24.35%；省外市场营收为160.04亿，同比增加36.35%。23Q1省内市场营收达50.22亿，同比增加30.30%，主要系省内消费场景复苏加快及经济活跃拉动；省外市场营收为76.01亿，同比增加14.71%。总体来看，环山西市场、华东市场以及华南市场持续拓展，全国化势头不减。公司积极推行配额制，有效控制渠道库存，进一步激发渠道活力。
- 费用管控成效显著，盈利能力持续向好。2022年报告期内，公司实现销售毛利率75.36%，同比上升0.45pcts；销售/管理/财务费用率分别为12.98%/4.63%/-0.14%，同比下降2.84pcts/下降1.21pcts/上升0.03pcts；实现销售净利率31.12%，同比上升4.13pcts。23Q1报告期内，公司实现销售毛利率75.56%，同比上升0.81pcts；销售/管理/财务

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,971	26,214	32,873	40,415	49,024
YOY(%)	42.8	31.3	25.4	22.9	21.3
净利润(百万元)	5,314	8,096	10,371	13,144	16,510
YOY(%)	72.6	52.4	28.1	26.7	25.6
毛利率(%)	74.9	75.4	76.4	77.5	78.6
净利率(%)	26.6	30.9	31.5	32.5	33.7
ROE(%)	34.9	38.0	34.5	31.9	30.0
EPS(摊薄/元)	4.36	6.64	8.50	10.77	13.53
P/E(倍)	56.0	36.8	28.7	22.7	18.0
P/B(倍)	19.6	14.0	9.9	7.2	5.4

费用率分别为7.95%/2.08%/-0.01%，同比下降3.20pcts/下降0.48pcts/上升0.06pcts；实现销售净利率38.11%，同比上升2.71pcts。公司精细化运营优化费用结构，盈利能力持续改善。

- **产品结构优化，推动汾酒品牌崛起。**分产品来看，22年中高档酒收入同比增长39.45%至189.33亿，销量5.39万千升，同比增长31.55%，平均价格35.14万元/千升，同比增长6.01%。青花系列延续了高增态势，带动产品结构持续优化，巴拿马系列持续深耕环山西市场，献礼版玻汾积极铺市，产品提价趋势明显。22年其他酒收入同比增长14.05%至71.07亿，销量12.31万千升，同比增长11.56%，平均价格5.78万元/千升，同比增长2.23%。公司对于产品体系梳理成效显著，杏花村系列、竹叶青系列获得长足发展，彰显汾酒品牌复苏趋势。
- **业绩验证，未来发展可期，维持“推荐”评级。**公司持续推动产品结构升级，资源重点向青花系列倾斜，省内外协同发展，我们看好公司持续改革驱动的发展能力。我们调整2023-2024年EPS预测为8.50、10.77元（原2023-2024年EPS预测为7.94、10.11元），并新增2025年EPS预测为13.53元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济不确定性风险。当前，国内经济虽呈现出稳中恢复、稳中向好的态势，但世界经济增长持续放缓，经济下行压力较大，给白酒行业发展带来一定风险。2) 市场竞争加剧风险。白酒市场总体呈现挤压态势发展，随着市场集中度持续提升，行业将逐步进入加速竞争阶段，白酒企业间的竞争将愈加激烈。3) 疫情反复的风险。当前国外二次感染率持续提高，国内疫情二次感染仍存在不确定性风险，对白酒需求总量与消费场景造成一定影响，进而给白酒行业的成长带来不确定性。4) 政策风险。白酒行业需求、税率受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	29202	44094	59874	78571
现金	11201	22656	35359	50223
应收票据及应收账款	1013	4733	4919	5652
其他应收款	32	180	221	269
预付账款	133	236	291	352
存货	9650	12300	14423	16646
其他流动资产	7173	3989	4661	5429
<b>非流动资产</b>	7484	7211	6923	6571
长期投资	80	81	81	81
固定资产	2147	2114	2066	1954
无形资产	1076	897	717	538
其他非流动资产	4181	4120	4059	3997
<b>资产总计</b>	36686	51305	66797	85141
<b>流动负债</b>	14846	20604	24864	29101
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2948	4164	4883	5635
其他流动负债	11898	16440	19982	23466
<b>非流动负债</b>	94	93	91	89
长期借款	7	5	4	2
其他非流动负债	87	87	87	87
<b>负债合计</b>	14941	20696	24955	29190
少数股东权益	425	541	689	875
股本	1220	1220	1220	1220
资本公积	592	592	592	592
留存收益	19509	28255	39341	53265
<b>归属母公司股东权益</b>	21321	30067	41152	55076
<b>负债和股东权益</b>	36686	51305	66797	85141

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	10297	13195	14863	17496
净利润	8157	10487	13292	16696
折旧摊销	201	574	638	702
财务费用	-37	-59	-101	-150
投资损失	-330	-180	-211	-220
营运资金变动	2650	2320	1184	405
其他经营现金流	-345	53	61	63
<b>投资活动现金流</b>	-2894	-173	-200	-193
资本支出	825	300	350	350
长期投资	-2433	0	0	0
其他投资现金流	-1286	-473	-550	-543
<b>筹资活动现金流</b>	-2208	-1567	-1959	-2438
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-9	-2	-2	-2
其他筹资现金流	-2199	-1565	-1958	-2436
<b>现金净增加额</b>	5196	11454	12703	14864

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	26214	32873	40415	49024
营业成本	6460	7753	9092	10493
税金及附加	4602	5753	6992	8334
营业费用	3404	4109	5011	6030
管理费用	1214	1479	1859	2206
研发费用	58	50	61	74
财务费用	-37	-59	-101	-150
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
信用减值损失	17	11	14	17
其他收益	10	10	11	10
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	330	180	211	220
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	10873	13988	17736	22283
营业外收入	6	28	28	28
营业外支出	3	6	6	6
<b>利润总额</b>	10876	14010	17758	22305
所得税	2719	3523	4466	5609
<b>净利润</b>	8157	10487	13292	16696
少数股东损益	61	117	148	186
<b>归属母公司净利润</b>	8096	10371	13144	16510
EBITDA	11040	14525	18294	22857
EPS (元)	6.64	8.50	10.77	13.53

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	31.3	25.4	22.9	21.3
营业利润(%)	54.7	28.7	26.8	25.6
归属于母公司净利润(%)	52.4	28.1	26.7	25.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	75.4	76.4	77.5	78.6
净利率(%)	30.9	31.5	32.5	33.7
ROE(%)	38.0	34.5	31.9	30.0
ROIC(%)	150.2	86.2	129.7	175.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	40.7	40.3	37.4	34.3
净负债比率(%)	-51.5	-74.0	-84.5	-89.8
流动比率	2.0	2.1	2.4	2.7
速动比率	0.9	1.4	1.7	2.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	25.9	6.9	8.2	8.7
应付账款周转率	2.83	2.77	2.77	2.77
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	6.64	8.50	10.77	13.53
每股经营现金流(最新摊薄)	8.44	10.82	12.18	14.34
每股净资产(最新摊薄)	17.48	24.65	33.73	45.15
<b>估值比率</b>				
P/E	36.8	28.7	22.7	18.0
P/B	14.0	9.9	7.2	5.4
EV/EBITDA	31	19	15	11

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层