

山西汾酒(600809)

报告日期: 2023年05月01日

利润端表现超预期, 收入增速目标可达性强

——山西汾酒 2022 年年报&2023Q1 业绩点评

投资要点

□ 事件

公司发布 2022&2023Q1 业绩: 2022 年公司收入/归母净利润分别为 262.14/80.96 亿元 (+31.26%/+52.36%), 其中 2022Q4 公司收入/归母净利润分别为 40.70/9.88 亿元 (+49.95%/+127.11%), 实际业绩超此前业绩预告。2023Q1 公司收入/归母净利润分别为 126.82/48.19 亿元 (+20.44%/+29.89%), 实际业绩超此前业绩预告。

□ 22 年青花系列仍为主要驱动力, 省外发展亮眼

①产品结构方面: 青花系列仍为主要发展驱动力。2022 年公司白酒业务收入 260.40 亿元 (+31.46%), 销量/吨价分别同比+16.98%/+12.38%至 147.17 万元/升, 其中青花系列销售额成功突破百亿, 青花 20 增速表现亮眼。受益于青花 20 驱动青花系列占比提升+费用率下行 (销售费用率/管理费用率分别同比-2.84/-1.21 个百分点至 12.98%/4.63%), 22 年公司毛利率/净利率分别同比+0.45/+4.13 个百分点至 75.36%/31.12%。

②市场/渠道方面: 省外收入占比/经销商数量&质量均表现亮眼; 省内收入占比下降, 结构持续抬升。1) 22 年省内以价为驱动力: 收入同比增长 24.35% (占比下降 2.2 个百分点至 38.54%), 销量/吨价分别+5.56%/+17.80%; 2) 22 年省外以量为驱动力: 收入同比增长 36.35%, 销量/吨价+23.72%/+10.21%, 22 年长江以南市场同比增长超过 50%。3) 22 年全国可掌控终端数量突破 112 万家, 省外经销商数量&质表现出色: 省内/外经销商数量同比变动+40/+73 家至 768/2869 家, 平均经销商规模同比变动+17.88%/+32.88%。

③财务: 22 年经营性现金流同比+34.86%至 103.10 亿元; 合同负债同比/环比分别-4.68/+21.83 亿元至 69.08 亿元, 表现优秀。

□ 23Q1 大众消费推动中档酒表现优异, 利润端超预期

①收入端: 考虑到 23Q1 大众消费价位表现优异, 预计青花 20/老白汾/巴拿马等产品均增速优秀。

②利润端: 23Q1 公司毛利率/净利率分别同比+0.81/+2.71 个百分点至 75.56%/38.11%, 盈利超预期主因费用后移确认 (渠道精细化, 返利奖励后移兑现) 导致费用率下行 (23Q1 销售费用率/管理费用率分别同比-3.20/-0.48 个百分点至 7.95%/2.08%) +青花 20 驱动产品结构抬升。

③市场/渠道方面: 省内 23Q1 表现强劲, 经销商质量持续提升。23Q1 省内/外收入分别 50.22/76.01 亿元 (+30.30%/+14.71%), 其中省内收入占比提升 3.01 个百分点至 39.78%。23Q1 报告期内, 公司经销商数量变动+30 家至 3647 家, 平均经销商规模同比+19.45%至 346.13 万元/家。

④财务: 23Q1 经营性现金流同比-2.98%至 34.33 亿元; 合同负债同比/环比分别+2.92/-27.36 亿元至 41.72 亿元, 表现优异稳定性强。

□ 预计 23 年业绩确定性强, 利润率有望持续上行

短期看, 考虑到: ①22Q1 公司产品结构高叠加费用率下降显著, 利润基数较高; ②23Q1 在疫情下公司仍保持强劲动销, 但中价位产品表现亮眼使得结构同比或略降, 我们认为 23Q1 公司利润率或保持稳定, 随着经济&消费加速发展, 青花 30 复兴版等高价产品动销环比加速提升+费用率管控优异或推升利润率进入持续上行通道; 中长期来看, 公司将围绕营销高质量发展 1 大中心, 落地“品牌价值再提升; 国际化战略调整转型; 产品优化任务”3 大任务, “维护市场秩序/国际化/全方位产品矩阵打造, 实现全产品市占率突破”3 大行动等营销思路, 在构建以经销商盈利水平为导向的利润方案不动摇基础上, 持续推进高端化/全国化, 品牌复兴目标正加速实现。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥

执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师: 张潇倩

执业证书号: S1230520090001
zhangxiaolian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥248.46
总市值(百万元)	303,112.31
总股本(百万股)	1,219.96

股票走势图



相关报告

- 《动销表现向好, 利润率或持续上行》2023.02.17
- 《2022 年经营成绩亮眼, “13348” 引领新征程方向——山西汾酒事件点评报告》2022.12.30
- 《青花系列势能持续释放, 利润端表现超预期——山西汾酒 22Q3 业绩点评报告》2022.10.29

□ 盈利预测及估值

我们认为汾酒将受益于青花表现强劲、省外拓展加速，预计 2023-2025 年收入增速分别为 25.04%/22.56%/20.67%；归母净利润增速分别为 28.29%/26.25%/23.61%；EPS 分别为 8.51/10.75/13.28 元；PE 分别为 29/23/19 倍。

长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ 催化剂：消费升级持续、高价位产品导入顺利。

□ 风险提示：消费恢复不及预期；食品质量安全风险。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	26214	32777	40171	48474
(+/-) (%)	31.26%	25.04%	22.56%	20.67%
归母净利润	8096	10386	13112	16208
(+/-) (%)	52.36%	28.29%	26.25%	23.61%
每股收益(元)	6.64	8.51	10.75	13.28
P/E	37.45	29.19	23.12	18.70

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	29202	40920	54255	69977
现金	11201	20313	33224	46645
交易性金融资产	1059	3545	2302	2923
应收账款	1	6	9	13
其它应收款	32	180	159	172
预付账款	133	208	227	233
存货	9650	11213	12589	13882
其他	7126	5456	5745	6109
非流动资产	7484	6583	7556	8265
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	80	65	74	73
固定资产	2125	2302	2497	2556
无形资产	1076	1318	1635	2054
在建工程	355	604	723	659
其他	3848	2294	2626	2923
资产总计	36686	47503	61811	78242
流动负债	14846	15723	17488	18384
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2948	4031	4367	4683
预收账款	0	0	0	0
其他	11898	11692	13120	13701
非流动负债	94	94	97	95
长期借款	0	0	0	0
其他	94	94	97	95
负债合计	14941	15817	17585	18479
少数股东权益	425	503	602	724
归属母公司股东权益	21321	31183	43624	59039
负债和股东权益	36686	47503	61811	78242

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10310	12583	12584	14642
净利润	8157	10464	13211	16330
折旧摊销	201	156	177	195
财务费用	(37)	(231)	(396)	(594)
投资损失	(330)	(118)	(173)	(207)
营运资金变动	(1797)	2333	1473	512
其它	4115	(21)	(1707)	(1594)
投资活动现金流	(2894)	(3178)	600	(1021)
资本支出	13	(569)	(477)	(175)
长期投资	(4)	14	(8)	1
其他	(2903)	(2623)	1085	(847)
筹资活动现金流	(2208)	(294)	(272)	(200)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(2208)	(294)	(272)	(200)
现金净增加额	5209	9112	12911	13420

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	26214	32777	40171	48474
营业成本	6460	7506	8428	9293
营业税金及附加	4602	5754	7052	8509
营业费用	3404	4425	5624	7271
管理费用	1214	1475	2009	2424
研发费用	58	73	89	107
财务费用	(37)	(231)	(396)	(594)
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	3	3	3	3
投资净收益	330	118	173	207
其他经营收益	10	9	11	10
营业利润	10873	13949	17612	21770
营业外收支	3	3	3	4
利润总额	10876	13952	17615	21774
所得税	2719	3488	4404	5443
净利润	8157	10464	13211	16330
少数股东损益	61	78	99	122
归属母公司净利润	8096	10386	13112	16208
EBITDA	10909.14	13872.45	17390.55	21369.86
EPS (最新摊薄)	6.64	8.51	10.75	13.28

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	31.26%	25.04%	22.56%	20.67%
营业利润	54.67%	28.29%	26.26%	23.61%
归属母公司净利润	52.36%	28.29%	26.25%	23.61%
获利能力				
毛利率	75.36%	77.10%	79.02%	80.83%
净利率	31.12%	31.93%	32.89%	33.69%
ROE	43.37%	38.88%	34.55%	31.17%
ROIC	37.61%	32.95%	29.57%	26.88%
偿债能力				
资产负债率	40.73%	33.30%	28.45%	23.62%
净负债比率	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
流动比率	1.97	2.60	3.10	3.81
速动比率	1.32	1.89	2.38	3.05
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.78	0.73	0.69
应收账款周转率	29182.88	23671.33	18886.60	22676.98
应付账款周转率	3.18	3.01	2.95	2.94
每股指标(元)				
每股收益	6.64	8.51	10.75	13.28
每股经营现金	8.45	10.31	10.31	12.00
每股净资产	17.48	25.56	35.75	48.39
估值比率				
P/E	37.45	29.19	23.12	18.70
P/B	14.22	9.72	6.95	5.13
EV/EBITDA	30.79	20.17	15.43	11.90

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>