

证券研究报告

公司研究

点评报告

山西汾酒 (600809. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

山西汾酒 (600809. SH): 主动控速, 保持势能 2023. 10. 27

山西汾酒 (600809. SH): 提价加速回款, 下半年从容应对 2023. 08. 25

山西汾酒 (600809. SH): 势能不减, 坚定信心 2023. 07. 24

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

健康跨越 300 亿, 营销加码谋新局

2024 年 04 月 26 日

事件: 2023 年, 公司实现营收 319.28 亿元, 同比+21.8%; 归母净利润 104.38 亿元, 同比+28.93%。2024 年一季度, 实现营收 153.38 亿元, 同比+20.94%; 归母净利润 62.62 亿元, 同比+29.95%。

点评:

➤ **一、年报亮点: 全年首次实现 300 亿+收入&100 亿+利润。**

(1) **从产品结构看**, 酒类收入 317.43 亿元, 同比+21.9%, 其中①中高价白酒收入 232.03 亿元, 同比+22.6%, 销量同比+11.3%, 吨价同比+10.1%, 毛利率同比+0.11pct 至 84.09%; ②低价白酒收入 85.4 亿元, 同比+20.2%, 销量同比+18.5%, 吨价同比+1.4%, 毛利率同比-1.09pct 至 51.65%。青花系列销售占比达到 46%, 收入约 146 亿元, 青花 20 成为百亿大单品, 品牌高端化亮点突出; 杏花村酒持续强化与汾酒的补位联动; 竹叶青酒牢牢把控产品价格生命线, 强化终端建设。

(2) **从区域分布看**, ①省内收入 120.84 亿元, 同比+20.41%, 销量同比+17.7%, 吨价同比+2.3%, 公司持续筑牢份额领先地位, 引导消费升级趋势; ②省外收入 196.59 亿元, 同比+22.84%, 销量同比+15.6%, 吨价同比+6.3%, 目前“清香天下”的市场布局已经初步形成, 公司 10 亿元级市场持续增加, 长江以南核心市场同比增长超 30%, 全国化进程进一步扩大。

(3) **从盈利能力看**, 23 年毛利率同比-0.05pct, 营业税金率同比+0.71pct, 销售费用率同比-2.91pct, 管理费用率同比-0.87pct, 研发费用率同比+0.05pct, 财务费用率同比+0.12pct, 归母净利率同比+1.81pct 至 32.69%。2023 年为公司“管理现代化提升年”, 在营收实现 20%增长基础上, 全年广告及业务宣传费金额仍有所下降, 费效比明显提升, 持续提升精细化管理水平, 实现利润端的弹性释放。

➤ **二、一季报亮点: 增长势能不减, 现金流充沛。**

(1) **产品结构升级趋势仍然明显**, 酒类收入 152.96 亿元, 同比+21.2%, 其中①中高价白酒收入 118.6 亿元, 同比+24.9%; ②低价白酒收入 34.36 亿元, 同比+9.9%。目前公司已在多个核心价位实现大单品布局, 协同发力, 共筑增长势能, ①清香酒培育市场增加玻汾投放, 清香酒成熟市场玻汾以稳量为主; ②青花 20 要“又快又好”的进行更大突破; ③青花 30 及以上产品要探索打造符合高品质生活场景文化、消费文化的成功发展模式。

(2) **全国化进程势能持续**, ①省内收入 55.97 亿元, 同比+11.44%; ②省外收入 97 亿元, 同比+27.61%, 省外收入占比创新高, 同比+3.19pct 至 63.41%。我们认为, 结合当前“汾享礼遇”的推进, 便于公司更好管控渠道利润分配结构与产品价盘, 有助于渠道动能的改善, 实现发展势能的延续。当前, 公司在长江以南的市场氛围持续提升, 获得商务消费的进一步认可, 大单品在核心价位带的动销优势突出。

(3) 归母净利率突破 40%，一季度毛利率同比+1.9pct，营业税金率同比-1.05pct，销售费用率同比-0.48pct，管理费用率同比-0.09pct，盈利能力创新高，归母净利率同比+2.83pct 至 40.83%。

(4) 现金流保持充沛，销售收现 142.02 亿元，同比+44.66%，经营净现金流 70.41 亿元，同比+105.1%，一季度末合同负债 55.9 亿元，同比+14.18 亿元。

- **盈利预测与投资评级：**2024 年公司力争营业收入同比增长 20%左右，我们预计公司 2024-2026 年摊薄每股收益分别为 10.96 元、13.46 元、16.38 元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**商务需求恢复不及预期；行业竞争加剧；市场开拓不及预期

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	26,214	31,928	38,616	46,398	55,371
增长率 YoY %	31.3%	21.8%	20.9%	20.2%	19.3%
归属母公司净利润 (百万元)	8,096	10,438	13,374	16,417	19,978
增长率 YoY%	52.4%	28.9%	28.1%	22.8%	21.7%
毛利率%	75.4%	75.3%	75.8%	76.0%	76.6%
净资产收益率ROE%	38.0%	37.5%	36.1%	34.1%	32.4%
EPS(摊薄)(元)	6.65	8.56	10.96	13.46	16.38
市盈率 P/E(倍)	42.86	26.95	22.40	18.25	15.00
市净率 P/B(倍)	16.31	10.11	8.09	6.23	4.86

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29,202	34,608	48,282	63,104	80,373
货币资金	11,201	3,775	15,906	28,461	43,615
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1	0	1	1	2
预付账款	133	114	187	223	259
存货	9,650	11,573	13,324	15,272	17,024
其他	8,218	19,147	18,864	19,147	19,473
非流动资产	7,489	9,488	9,679	9,866	10,036
长期股权投资	80	94	94	94	94
固定资产	2,125	1,926	2,185	2,410	2,606
无形资产	1,076	1,247	1,277	1,307	1,337
其他	4,207	6,221	6,123	6,054	5,999
资产总计	36,691	44,096	57,961	72,969	90,408
流动负债	14,846	15,147	20,345	24,204	28,125
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	664	614	897	1,069	1,241
应付账款	2,284	2,279	3,331	3,971	4,611
其他	11,898	12,254	16,118	19,164	22,273
非流动负债	99	674	140	140	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他	99	674	140	140	140
负债合计	14,945	15,821	20,486	24,344	28,266
少数股东权益	425	438	465	498	538
归属母公司股东权益	21,321	27,837	37,011	48,127	61,605
负债和股东权益	36,691	44,096	57,961	72,969	90,408

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,214	31,928	38,616	46,398	55,371
同比 (%)	31.3%	21.8%	20.9%	20.2%	19.3%
归属母公司净利润	8,096	10,438	13,374	16,417	19,978
同比	52.4%	28.9%	28.1%	22.8%	21.7%
毛利率 (%)	75.4%	75.3%	75.8%	76.0%	76.6%
ROE%	38.0%	37.5%	36.1%	34.1%	32.4%
EPS (摊薄)(元)	6.65	8.56	10.96	13.46	16.38
P/E	42.86	26.95	22.40	18.25	15.00
P/B	16.31	10.11	8.09	6.23	4.86
EV/EBITDA	31.40	19.45	16.12	12.59	9.79

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,214	31,928	38,616	46,398	55,371
营业成本	6,460	7,884	9,352	11,148	12,946
营业税金及附加	4,602	5,832	6,758	8,120	9,690
销售费用	3,404	3,217	3,669	4,176	4,983
管理费用	1,214	1,202	1,352	1,531	1,717
研发费用	58	88	77	93	111
财务费用	-37	-8	-49	-111	-180
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	330	499	386	464	554
其他	30	12	19	23	28
营业利润	10,873	14,224	17,863	21,929	26,686
营业外收支	3	-19	4	4	4
利润总额	10,876	14,205	17,867	21,933	26,690
所得税	2,719	3,747	4,467	5,483	6,673
净利润	8,157	10,459	13,400	16,449	20,018
少数股东损	61	20	27	33	40
归属母公司净利润	8,096	10,438	13,374	16,417	19,978
EBITDA	10,717	14,321	17,625	21,564	26,175
EPS (当年)(元)	6.65	8.56	10.96	13.46	16.38

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10,310	7,225	16,833	17,807	21,516
净利润	8,157	10,459	13,400	16,449	20,018
折旧摊销	215	604	217	234	250
财务费用	1	39	0	0	0
投资损失	-330	-499	-386	-464	-554
营运资金变动	2,791	-2,881	3,605	1,592	1,806
其它	-523	-497	-4	-4	-4
投资活动现金流	-2,894	10,220	32	48	138
资本支出	-826	-482	-416	-416	-416
长期投资	-2,433	-	62	0	0
其他	365	356	386	464	554
筹资活动现金流	-2,208	-4,432	-4,734	-5,300	-6,500
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-2,196	-4,032	-4,200	-5,300	-6,500
现金流净增加额	5,209	-7,426	12,131	12,555	15,153

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。