



山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 业绩超预期，高质量发展持续进攻

业绩简评

2024年4月25日公司披露23年年报&24年一季度报。23年实现营收319.3亿，同比+21.8%；实现归母净利润104.4亿，同比+28.9%；24Q1实现营收153.4亿，同比+20.9%；实现归母净利润62.6亿，同比+30.0%。

经营分析

分产品看，23年中高价位/其他酒类分别实现营收232.0/85.4亿，同比+23%/+20%，其中销量分别+11%/+18%，价分别+10%/+1%，青花系列销售占比已达46%；24Q1中高价位/其他酒类分别实现营收118.6/34.4亿，同比+25%/+10%，结构持续优化，对应去年同期玻汾投放节奏前置，带动24Q1毛利率同比+1.9pct至77.5%，预计青花系列高于整体，玻汾增速10%左右。此外，24Q1省内/省外分别实现营收56.0/97.0亿，同比+11.4%/+27.6%，去年同期省内节奏靠前，今年全国化节奏逐步理顺。

从经营质量来看：1) 24Q1末合同负债55.9亿，同比+14.2亿，考虑合同负债环比变化后营业收入+40%；2) 24Q1销售收现142亿，同比+45%，应收款项融资环比+3.2亿变化不大，现金回款节奏优秀，预计与3月下旬提价催化相关；3) 24Q1归母净利率+2.8pct至40.8%达新高，除毛利率+1.9pct驱动外，销售费用率/营业税金及附加占比同比-0.5pct/-1.1pct。

汾酒的增长逻辑在于省内夯实底盘稳步升级+省外依赖品牌&香型优势持续渗透。目前公司推广“汾享礼遇”营销模式，本质是信息化赋能下的传统控盘分利+后置模糊返利，旨在持续推进全国化外拓步伐中终端&消费者精细化建设工程，公司的优势在于经销商过往盈利水平不错、配合度高，Q1实际终端兑付也不错，保持了不错的口碑。

盈利预测、估值与评级

我们预计24-26年收入分别+20.8%/+19.4%/+18.2%；归母净利润分别+24.8%/+22.5%/+20.5%，对应归母净利润分别130/160/192亿元；EPS为10.68/13.08/15.76元，公司股票现价对应PE估值分别为23.0/18.8/15.6倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

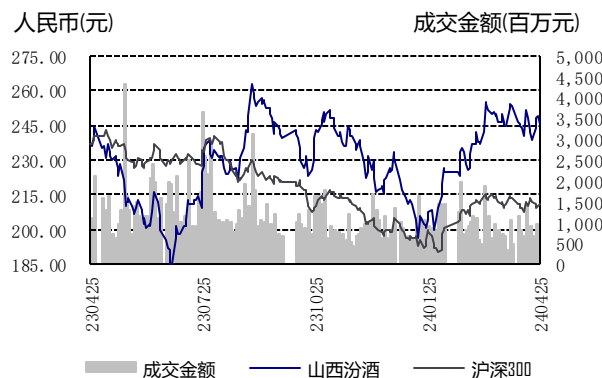
分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：245.58元

相关报告：

- 《山西汾酒公司点评：业绩符合预期，清香势下笃定前行》，2023.10.27
- 《山西汾酒公司点评：业绩高质量落地，清香禀赋势能可期》，2023.8.25
- 《山西汾酒公司点评：Q2业绩超预期，经营稳中向好》，2023.7.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,555	46,038	54,400
营业收入增长率	31.26%	21.80%	20.76%	19.41%	18.16%
归母净利润(百万元)	8,096	10,438	13,029	15,956	19,222
归母净利润增长率	52.36%	28.93%	24.82%	22.47%	20.47%
摊薄每股收益(元)	6.636	8.556	10.680	13.079	15.756
每股经营性现金流净额	8.45	5.92	24.66	13.14	15.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.97%	37.50%	38.07%	37.95%	37.35%
P/E	42.95	26.97	23.00	18.78	15.59
P/B	16.31	10.11	8.75	7.13	5.82

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	19,971	26,214	31,928	38,555	46,038	54,400
增长率		31.3%	21.8%	20.8%	19.4%	18.2%
主营业务成本	-5,011	-6,460	-7,884	-9,325	-10,812	-12,563
%销售收入	25.1%	24.6%	24.7%	24.2%	23.5%	23.1%
毛利	14,960	19,754	24,044	29,231	35,225	41,837
%销售收入	74.9%	75.4%	75.3%	75.8%	76.5%	76.9%
营业税金及附加	-3,730	-4,602	-5,832	-6,940	-8,149	-9,520
%销售收入	18.7%	17.6%	18.3%	18.0%	17.7%	17.5%
销售费用	-3,160	-3,404	-3,217	-3,817	-4,512	-5,222
%销售收入	15.8%	13.0%	10.1%	9.9%	9.8%	9.6%
管理费用	-1,167	-1,214	-1,202	-1,427	-1,657	-1,904
%销售收入	5.8%	4.6%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
研发费用	-23	-58	-88	-106	-127	-150
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	6,881	10,476	13,705	16,941	20,780	25,040
%销售收入	34.5%	40.0%	42.9%	43.9%	45.1%	46.0%
财务费用	33	37	8	40	106	206
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	2	17	-3	0	0	0
公允价值变动收益	28	3	0	0	0	0
投资收益	72	330	499	524	550	578
%税前利润	1.0%	3.0%	3.5%	3.0%	2.6%	2.2%
营业利润	7,029	10,873	14,224	17,515	21,446	25,834
营业利润率	35.2%	41.5%	44.5%	45.4%	46.6%	47.5%
营业外收支	61	3	-19	0	0	0
税前利润	7,091	10,876	14,205	17,515	21,446	25,834
利润率	35.5%	41.5%	44.5%	45.4%	46.6%	47.5%
所得税	-1,701	-2,719	-3,747	-4,466	-5,469	-6,588
所得税率	24.0%	25.0%	26.4%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	5,390	8,157	10,459	13,049	15,978	19,247
少数股东损益	76	61	20	20	22	25
归属于母公司的净利润	5,314	8,096	10,438	13,029	15,956	19,222
净利率	26.6%	30.9%	32.7%	33.8%	34.7%	35.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,390	8,157	10,459	13,049	15,978	19,247
少数股东损益	76	61	20	20	22	25
非现金支出	180	198	607	319	418	529
非经营收益	-531	-836	-960	-539	-1,044	-1,181
营运资金变动	2,607	2,791	-2,881	17,262	680	699
经营活动现金净流	7,645	10,310	7,225	30,089	16,032	19,294
资本开支	-156	-826	-482	-1,380	-1,827	-1,913
投资	-4,788	-2,433	-10,094	-20,000	-1,000	-1,000
其他	107	365	356	524	550	578
投资活动现金净流	-4,837	-2,894	-10,220	-20,856	-2,277	-2,335
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-345	0	0
其他	-183	-2,208	-4,432	-6,677	-8,161	-9,820
筹资活动现金净流	-183	-2,208	-4,432	-7,022	-8,161	-9,820
现金净流量	2,625	5,209	-7,426	2,212	5,594	7,139

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,146	11,201	3,775	5,841	11,329	18,391
应收款项	4,515	1,045	1,637	1,827	2,182	2,578
存货	8,189	9,650	11,573	12,774	14,515	16,521
其他流动资产	6,435	7,306	17,623	20,190	21,212	22,239
流动资产	25,286	29,202	34,608	40,632	49,239	59,729
%总资产	84.4%	79.6%	78.5%	79.3%	79.7%	80.4%
长期投资	105	107	121	121	121	121
固定资产	2,493	2,480	2,756	3,595	4,535	5,362
%总资产	8.3%	6.8%	6.2%	7.0%	7.3%	7.2%
无形资产	363	1,076	1,247	1,332	1,416	1,499
非流动资产	4,669	7,484	9,488	10,596	12,522	14,526
%总资产	15.6%	20.4%	21.5%	20.7%	20.3%	19.6%
资产总计	29,955	36,686	44,096	51,229	61,761	74,256
短期借款	13	9	345	0	0	0
应付款项	4,223	4,751	3,847	4,347	4,900	5,518
其他流动负债	10,029	10,087	10,955	11,680	13,925	16,435
流动负债	14,265	14,846	15,147	16,027	18,825	21,953
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	103	94	674	523	417	340
负债	14,368	14,941	15,821	16,549	19,241	22,293
普通股股东权益	15,223	21,321	27,837	34,221	42,039	51,458
其中：股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
未分配利润	12,941	18,841	25,229	31,613	39,431	48,850
少数股东权益	364	425	438	458	480	505
负债股东权益合计	29,955	36,686	44,096	51,229	61,761	74,256

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	4.355	6.636	8.556	10.680	13.079	15.756
每股净资产	12.476	17.475	22.818	28.051	34.459	42.180
每股经营现金净流	6.266	8.450	5.922	24.664	13.141	15.815
每股股利	1.800	3.320	4.370	5.447	6.670	8.036
回报率						
净资产收益率	34.91%	37.97%	37.50%	38.07%	37.95%	37.35%
总资产收益率	17.74%	22.07%	23.67%	25.43%	25.83%	25.89%
投入资本收益率	33.45%	36.04%	35.26%	36.39%	36.41%	35.90%
增长率						
主营业务收入增长率	42.75%	31.26%	21.80%	20.76%	19.41%	18.16%
EBIT增长率	63.47%	52.26%	30.82%	23.61%	22.67%	20.50%
净利润增长率	72.56%	52.36%	28.93%	24.82%	22.47%	20.47%
总资产增长率	51.45%	22.47%	20.20%	16.18%	20.56%	20.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	529.7	504.0	491.2	500.0	490.0	480.0
应付账款周转天数	117.8	114.8	105.6	95.0	90.0	85.0
固定资产周转天数	41.1	29.6	22.0	23.3	24.6	24.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-78.03%	-56.34%	-12.31%	-16.99%	-26.76%	-35.49%
EBIT利息保障倍数	-207.7	-284.7	-1,726.6	-422.5	-197.0	-121.6
资产负债率	47.97%	40.73%	35.88%	32.30%	31.15%	30.02%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	27	63	89	206
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究