

2024年04月26日
顾向君
H70420@capital.com.tw
目标价(元) 285

山西汾酒(600809.SH)

BUY 买进

力争上游，青花腾飞

结论与建议:

业绩概要:

公司公告 2023 年实现营收 319.3 亿，同比增 21.8%，录得净利润 104.4 亿，同比增 29%；4Q 实现营收 51.8 亿，同比增 27.4%，录得净利润 10 亿，同比增 2%。公告 2024Q1 实现营收 153.4 亿，同比增 20.9%，录得净利润 62.6 亿，同比增 30%。23Q4 及 24Q1 业绩符合预期。

分红方案：每股派发现金股利 4.37 元

点评:

- 营收、利润跨越整数关。2023 年公司实现经营突破，收入超 300 亿，净利润超 100 亿。**以市场看**，全国化进程持续推进，省内实现营收 120.8 亿，同比增 20.4%，省外实现营收 196.6 亿，同比增 22.8%，其中 10 亿级市场数量进一步增加，长江以南核心市场同比增 30%+。4Q 省内营收同比下降 7.5%，我们认为主要受产品结构调整及春节延后影响；省外营收同比增 49%，保持高速增长。**以产品看**，全年中高价白酒实现营收 232 亿，同比增 22.6%，量价齐增，其他酒类实现营收 85.4 亿，同比增 20.2%；产品结构继续优化，青花系列收入破百亿，销售占比达 46%。
- 毛利持平，费用管控优化盈利。2023 年毛利率为 75.31%，同比基本持平。受益全年强化费用管控力度，期间费用率同比下降 3.61pcts 至 14.09%，其中，销售费用率同比下降 2.91pcts，管理费用率同比下降 0.87pcts，财务费用率同比增加 0.12pcts，研发费用率同比增加 0.06pcts。
- 23Q4 单季度看，受益产品结构优化，毛利率同比提升 3pcts 至 72.1%，但由于销售费用集中投放，期间费用率同比增加 1.48pcts（销售费用率 yoy+4.7pcts，管理费用率 yoy-3.58pcts），且实际税率较高（营业税及附加比率 yoy+5.89pcts、所得税率 yoy+8.5pcts），23Q4 利润增速慢于收入增速。
- 24Q1 公司实现开门红，春节期间多地青花 20 动销增速超 20%。整个一季度来看，中高价酒实现营收 118.6 亿，同比增 24.9%，其他酒类实现营收 34.4 亿，同比增 9.9%；省内实现营收 56 亿，同比增 11.4%，省外实现营收 97 亿，同比增 27.6%。成本费用方面，Q1 毛利率同比提升 1.9pcts 至 77.5%，期间费用率同比下降 0.54pcts，主要受益费用投放效率提升。
- 短期来看，春节后青花 20 维持增长势能，一季度末合同负债余额 55.9 亿，同比增 34%，受 3 月下旬提价催化，2Q 行业淡季有望保持稳健增长。展望全年，预计在“一体两翼”的品牌战略下，青花（50 做高、40 做实、30 做强、20 做大）、杏花村、竹叶青将齐步发展；此外，去年底开始五码合一产品启动落地推广，将进一步强化价格体系维护力度、稳定市场信心。
- 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 129.4 亿、154 亿和 182.2 亿，分别同比增 24%、19%和 18.4%，EPS 分别为 10.61 元、12.61 元和 14.93 元，当前股价对应 PE 分别为 23 倍、19 倍和 16 倍，维持“买进”。
- 风险提示：省外扩张不及预期，行业竞争加剧，费用投放超预期
..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2024/4/25)	245.58		
上证指数(2024/4/25)	3052.90		
股价 12 个月高/低	263.88/183.95		
总发行股数(百万)	1219.96		
A 股数(百万)	1219.96		
A 市值(亿元)	2995.99		
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司(56.58%)		
每股净值(元)	27.95		
股价/账面净值	8.79		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-1.8	20.2	5.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-27	242.88	买进
2023-07-25	209.30	买进
2023-06-05	212.00	买进
2023-04-25	244.12	买进
2023-01-20	298.48	买进

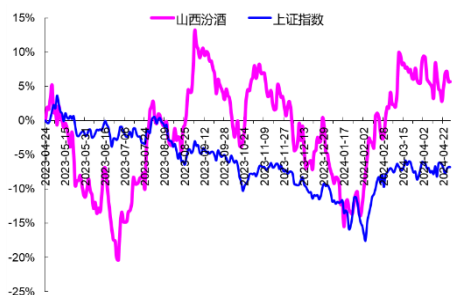
产品组合

中高价酒	73.1%
其他酒类	26.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	15.2%
一般法人	70.4%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5314	8096	10438	12940	15385	18216
同比增减	%	72.56	52.36	28.93	23.97	18.90	18.40
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.37	6.65	8.56	10.61	12.61	14.93
同比增减	%	23.22	51.99	28.78	23.87	18.90	18.40
市盈率(P/E)	X	56	37	29	23	19	16
股利 (DPS)	RMB 元	1.80	3.32	4.37	5.30	6.31	7.47
股息率 (Yield)	%	0.73	1.35	1.78	2.16	2.57	3.04

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	19971	26214	31928	38366	45547	53395
经营成本	5011	6460	7884	9412	11122	12962
营业税金及附加	3730	4602	5832	6408	7607	8918
销售费用	3160	3404	3217	3823	4513	5130
管理费用	1167	1214	1202	1602	1902	2230
财务费用	-33	-37	-8	-7	-8	-10
资产减值损失		0		0	0	0
投资收益	72	330	499	228	282	335
营业利润	7029	10873	14224	17260	20580	24364
营业外收入	71	6	5	4	4	4
营业外支出	10	3	24	12	13	13
利润总额	7091	10876	14205	17252	20572	24356
所得税	1701	2719	3747	4276	5143	6089
少数股东损益	76	61	20	36	43	51
归属于母公司所有者的净利润	5314	8096	10438	12940	15385	18216

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	6146	11201	3775	2624	5357	12298
应收账款	1	1	0	0	0	0
存货	8189	9650	11573	13308	15039	16542
流动资产合计	25286	29202	34608	39799	47759	59698
长期股权投资	76	80	94	104	109	111
固定资产	2247	2125	1926	2023	2124	2230
在建工程	247	355	829	1244	1617	1940
非流动资产合计	4669	7484	9488	10721	11794	12737
资产总计	29955	36686	44096	50520	59552	72436
流动负债合计	14265	14846	15147	15282	16527	20197
非流动负债合计	103	94	674	472	543	624
负债合计	14368	14941	15821	15753	17070	20821
少数股东权益	364	425	438	460	483	507
股东权益合计	15223	21321	27837	34307	42000	51107
负债及股东权益合计	29955	36686	44096	50520	59552	72436

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	7645	10310	7225	11510	15941	20290
投资活动产生的现金流量净额	-4837	-2894	-10220	-7,673	-6,832	-5,339
筹资活动产生的现金流量净额	-183	-2208	-4432	-4,988	-6,377	-8,009
现金及现金等价物净增加额	2625	5209	-7426	-1151	2733	6941

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。