

山西汾酒(600809.SH)

产品结构升级，省外核心市场加速拓展

推荐 (维持)

股价:245.58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/56.58%
实际控制人	山西省国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,220
流通A股(百万股)	1,220
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,996
流通A股市值(亿元)	2,996
每股净资产(元)	27.95
资产负债率(%)	31.5

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*内生动力充足，蓄力长期发展*推荐20231027

【平安证券】山西汾酒(600809.SH)*半年报点评*坚定青花汾酒战略，2Q23业绩符合预告*推荐20230824

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

王星云 投资咨询资格编号
S1060523100001
wangxingyun937@pingan.com.cn



事项:

山西汾酒发布2023年年报与2024年1季报，2023年实现营业收入319亿元，同比增长22%，归母净利104亿元，同比增长29%。1Q24实现营业收入153亿元，同比增长21%，归母净利63亿元，同比增长30%。2023年公司拟每10股派发现金股利43.70元(含税)，合计派发现金股利53亿元。

平安观点:

- 产品结构升级，中高价酒占比提升。**公司坚持青花汾酒战略，产品量价齐升，2023年青花系列销售占比达46%。具体来看，2023年公司中高价酒类收入232亿元，同比增长23%，其中量/价分别+11%/10%；其他酒类收入85亿元，同比增长20%，其中量/价分别+18%/+1%。1Q24公司中高价酒类收入119亿元，同比增长25%，其他酒类收入34亿元，同比增长10%，中高价酒类收入占比达77.5%，同比+2.3pct。
- 省外核心市场迅速突破，电商渠道快速放量。**公司坚持布局全国化，2023年10亿元级市场持续增加，长江以南核心市场同比增长超30%。2023年公司省内/省外分别实现营业收入121/197亿元，分别同比+20%/+23%；1Q24省内/省外分别实现营业收入56/97亿元，分别同比+11%/+28%。渠道方面，公司仍然以批发代理为主，但电商收入快速提升，“双十一”期间各主流电商平台官网旗舰店销量稳居行业前三，1Q24电商渠道实现收入10.2亿元，同比增长108%，占到收入整体的6.7%，同比+2.8pct。
- 精细化管控费用，盈利能力稳重有升。**2023年公司毛利率75.3%，同比-0.1%，1Q24为77.5%，同比+1.9pct。2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为10.1%/3.8%/0.3%/-0.02%，分别同比-2.9/-0.9/+0.05/+0.1pct，销售费用率优化，主要系广告投入更加精细化。1Q24销售/管理/研发/财务费用率分别为7.5%/2.0%/0.2%/0.0%，分别同比-0.5/-0.1/+0.01/+0.00pct，期间费用率整体稳定。截至1Q24，公

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,346	45,900	54,438
YOY(%)	31.3	21.8	20.1	19.7	18.6
净利润(百万元)	8,096	10,438	13,071	15,985	19,341
YOY(%)	52.4	28.9	25.2	22.3	21.0
毛利率(%)	75.4	75.3	76.9	77.9	78.9
净利率(%)	30.9	32.7	34.1	34.8	35.5
ROE(%)	38.0	37.5	35.4	33.3	31.4
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.71	13.10	15.85
P/E(倍)	37.0	28.7	22.9	18.7	15.5
P/B(倍)	14.1	10.8	8.1	6.2	4.9

司合同负债56亿元，同比/环比分别+14/-14亿元。

- **看好长期前景，维持“推荐”评级。**公司深化营销改革，加速渠道拓展，“一轮红日、五星灿烂、清香天下”市场结构逐渐形成，青花汾酒亦销售亮眼，品牌高端化亮点突出。考虑公司产品结构升级，全国化布局深化，我们维持2024-25年归母净利润预测131/160亿元，并预计2026年为193亿元。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济波动影响：白酒受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；2) 消费复苏不及预期：宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响白酒板块复苏。3) 行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定程度扰乱影响白酒行业定价，对行业造成不良影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34608	50744	66254	84509
现金	3775	22743	33462	46461
应收票据及应收账款	1601	3959	4739	5621
其他应收款	36	96	115	136
预付账款	114	215	257	305
存货	11573	13555	15510	17561
其他流动资产	17510	10176	12171	14425
非流动资产	9488	8823	8139	7435
长期投资	94	99	104	109
固定资产	2799	2477	2134	1768
无形资产	1247	1039	831	624
其他非流动资产	5348	5208	5070	4933
资产总计	44096	59567	74393	91944
流动负债	15147	21544	25244	29304
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2893	4084	4673	5291
其他流动负债	12254	17460	20571	24014
非流动负债	674	554	436	320
长期借款	534	413	295	179
其他非流动负债	140	140	140	140
负债合计	15821	22098	25680	29624
少数股东权益	438	542	668	821
股本	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	705	707
留存收益	25913	35003	46120	59571
归属母公司股东权益	27837	36927	48045	61498
负债和股东权益	44096	59567	74393	91944

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6874	22833	15412	18666
净利润	10459	13174	16111	19494
折旧摊销	253	670	692	715
财务费用	-8	-23	-81	-128
投资损失	-499	-300	-300	-300
营运资金变动	-2882	9230	-1092	-1196
其他经营现金流	-448	82	82	81
投资活动现金流	-10220	213	212	211
资本支出	432	0	3	6
长期投资	-10094	0	0	0
其他投资现金流	-558	213	209	205
筹资活动现金流	-4432	-4077	-4905	-5877
短期借款	0	0	0	0
长期借款	526	-120	-118	-116
其他筹资现金流	-4958	-3957	-4787	-5762
现金净增加额	-7777	18969	10719	12999

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31928	38346	45900	54438
营业成本	7884	8848	10125	11463
税金及附加	5832	7004	8384	9943
营业费用	3217	3710	4441	5267
管理费用	1202	1444	1728	2050
研发费用	88	106	127	150
财务费用	-8	-23	-81	-128
资产减值损失	0	-0	-0	-0
信用减值损失	-3	8	10	11
其他收益	15	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	1	2
投资净收益	499	300	300	300
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	14224	17579	21501	26019
营业外收入	5	27	27	27
营业外支出	24	12	12	12
利润总额	14205	17594	21516	26034
所得税	3747	4420	5405	6540
净利润	10459	13174	16111	19494
少数股东损益	20	103	127	153
归属母公司净利润	10438	13071	15985	19341
EBITDA	14451	18241	22127	26621
EPS (元)	8.56	10.71	13.10	15.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	21.8	20.1	19.7	18.6
营业利润(%)	30.8	23.6	22.3	21.0
归属于母公司净利润(%)	28.9	25.2	22.3	21.0
获利能力				
毛利率(%)	75.3	76.9	77.9	78.9
净利率(%)	32.7	34.1	34.8	35.5
ROE(%)	37.5	35.4	33.3	31.4
ROIC(%)	86.5	46.7	84.8	96.6
偿债能力				
资产负债率(%)	35.9	37.1	34.5	32.2
净负债比率(%)	-11.5	-59.6	-68.1	-74.3
流动比率	2.3	2.4	2.6	2.9
速动比率	0.4	1.2	1.5	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	19.9	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	3.46	3.01	3.01	3.01
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	8.56	10.71	13.10	15.85
每股经营现金流(最新摊薄)	5.63	18.72	12.63	15.30
每股净资产(最新摊薄)	22.82	30.27	39.38	50.41
估值比率				
P/E	28.7	22.9	18.7	15.5
P/B	10.8	8.1	6.2	4.9
EV/EBITDA	20	15	12	10

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2024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