

买入（维持）

## 青花势能延续，2024年顺利实现开门红

山西汾酒（600809）2023年年报与2024年一季报点评

2024年4月26日

## 投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

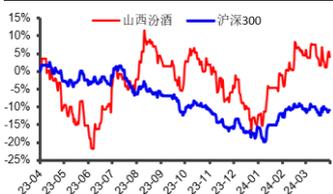
huangdongyi@dgzq.com.cn

## 主要数据

2024年4月25日

收盘价(元)	245.58
总市值(亿元)	2995.99
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.20
ROE(TTM)	34.85%
12月最高价(元)	262.82
12月最低价(元)	183.95

## 股价走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

## 相关报告

事件：公司发布2023年度报告与2024年一季报。

点评：

- **公司2023年顺利收官，青花势能延续。**公司2023年实现营业总收入319.28亿元，同比增长21.80%；实现归母净利润104.38亿元，同比增长28.93%，2023年顺利收官。单季度看，公司作为清香型龙头，去年四季度动销表现稳健，在同期高基数下业绩实现增长。2023Q4，公司实现营业收入51.84亿元，同比增长27.38%；实现归母净利润10.07亿元，同比增长1.95%。分产品看，公司在发展过程中坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，产品结构持续优化。2023年，公司中高价酒类实现营收232.03亿元，同比增长22.56%；其他酒类实现营收85.40亿元，同比增长20.15%。其中，青花系列产品收入占比达46%，势能延续。
- **2024年开门红业绩亮眼。**今年春节作为疫后首个完全不受疫情的春节，居民返乡、宴请等热情高涨，带动公司一季度顺利实现开门红。2024Q1，公司实现营业收入153.38亿元，同比增长20.94%；实现归母净利润62.62亿元，同比增长29.95%。公司规划力争2024年营收同比增长20%左右，一季度的优异表现为全年业绩奠定了坚实基础。
- **2024Q1公司盈利水平再上行。**公司2023年实现毛利率75.31%，同比下降0.05个百分点。费用方面，公司费用结构持续优化，2023年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为10.08%/3.77%/-0.02%，同比分别下降2.90个百分点/下降0.86个百分点/增加0.12个百分点。综合毛利率与费用率的情况，公司2023年实现净利率32.76%，同比增加1.64个百分点。今年一季度，受益于产品结构优化，公司实现毛利率77.46%，同比增加1.90个百分点。费用方面，公司加强费用管控、减少部分宣传支出，2024Q1销售费用率同比下降0.48个百分点至7.47%，管理费用率同比下降0.09个百分点至1.99%。综合毛利率与费用率的情况，公司2024Q1实现净利率40.86%，同比增加2.75个百分点，盈利水平再上行。
- **维持买入评级。**预计公司2024/2025年每股收益分别为10.76元和13.21元，对应PE估值分别为23倍和19倍。作为清香型白酒龙头，公司持续优化产品与渠道结构，青花势能有望延续，品牌影响力有望进一步提高。维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示。**产品升级不及预期，渠道扩张不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31928	38793	46746	56095
营业总成本	18215	21960	25952	30699
营业成本	7884	9466	11079	13014
营业税金及附加	5832	6789	8134	9761
销售费用	3217	4267	5049	5946
管理费用	1202	1397	1636	1907
财务费用	-8	-36	-39	-41
研发费用	88	78	93	112
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	14224	17310	21245	25823
加：营业外收入	5	5	5	4
减：营业外支出	24	3	3	2
利润总额	14205	17312	21247	25825
减：所得税	3747	4155	5099	6198
净利润	10459	13157	16147	19627
减：少数股东损益	20	26	32	39
归母公司所有者的净利润	10438	13131	16115	19588
摊薄每股收益(元)	8.56	10.76	13.21	16.06
PE（倍）	28.70	22.82	18.59	15.30

数据来源：同花顺，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn