

山西汾酒 (600809)

2023 年报及 2024Q1 点评：青花凤举云飞，盈利稳步提升

买入 (维持)

2024 年 04 月 26 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

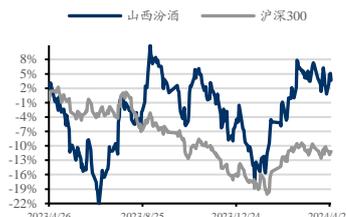
研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26,214	31,928	38,632	47,617	57,516
同比 (%)	31.26	21.80	21.00	23.26	20.79
归母净利润 (百万元)	8,096	10,438	13,284	17,034	21,442
同比 (%)	52.36	28.93	27.26	28.23	25.88
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.64	8.56	10.89	13.96	17.58
P/E (现价&最新摊薄)	37.01	28.70	22.55	17.59	13.97

股价走势



投资要点

- **事件：**23 年营收/归母净利润分别 319.28/104.38 亿元，同比+22%/+29%。23Q4 营收/归母净利分别 51.84/10.07 亿元，同比+27%/+2%。24Q1 营收/归母净利润 153.38/62.62 亿元，同比+21%/30%。
- **23 年如期兑现，青花阔步向前。**分产品：1) 青花收入 140+亿元，同增 30%+，占比 46%。青 25+青 20 增速强势，突破百亿；复兴版温和增长。2) 腰部收入 80+亿元，增速 20%左右。省内消费升级下，巴拿马增速与青 25 此起彼伏，老白汾在环山西市场基础稳固，保持维持 20%+增长。3) 玻汾收入 70+亿元，维持约 15%增速。分区域：省内省外齐头并进，全年分别同增 20.4%、22.8%。省内 23 年青 25 提价顺利过渡，站上 400 元价位，进一步引领结构升级；省外继青 20 于 23Q3 提价控货实现渠道状态优化以来，Q4 有所提速。
- **全年销售费率改善明显，税费波动略微拉低利润。**23 年销售净利率同比 +1.6pct 至 32.8%，主因费率改善贡献。1) 销售费用同比 -5.5%，费率同比 -2.9pct 至 10.1%，1 则上半年费用投放不畅，费用少投；2 则强势的价盘表现下公司返利有一定回收。管理研发费用合计仅同比 +1.4%，人效持续提升。2) 营业税金率同比 +0.7pct 至 18.3%，所得税率同比 +1.4pct 至 26.4%，合计影响利润约 3.7 亿元。23Q4 利润增速明显慢于收入，主因年底销售费用及税费集中兑付。
- **24Q1 结构强势，盈利持续提升。**收入端：1) 青花维持同比 30%+增速，20/25 齐驱并进；2) 腰部增速慢于整体；3) 玻汾维持同比 10%+增速。盈利端：利润增速超预期主因毛、销改善，1) 毛利率同比显著提升 1.9pct，与结构提升及 23 年提价贡献有关，估算青花占比同增约 3~4pct。2) 销售费率低基数下仍同比 -0.5pct，汾享礼遇模式下，费用投放更趋精准。现金流端：在 3 月提价刺激下，24Q1 汾酒回款进度超前(省内 45%、省外 50%+)，23Q4+24Q1 公司收入+Δ 预收同增 29.3% (快于 23Q4+24Q1 收入同比增速 22.5%)。
- **盈利预测与投资评级：**公司管理层高效务实，营销推进再奏凯歌，考虑清香红利持续释放、汾酒全国化乘风而上，看好汾酒发展速度与质量兼具，我们预计略上调 24/25 年归母净利润为 133、170 亿元 (前值 132、169 亿元)，同比+27%、28%，预计 26 年归母净利润为 214 亿元，同比 +26%，当前市值对应 PE 为 23/18/14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观压力加大、竞争加剧、青花增速放缓、食品安全问题。

市场数据

收盘价(元)	245.58
一年最低/最高价	183.95/263.88
市净率(倍)	8.79
流通 A 股市值(百万元)	299,598.81
总市值(百万元)	299,598.81

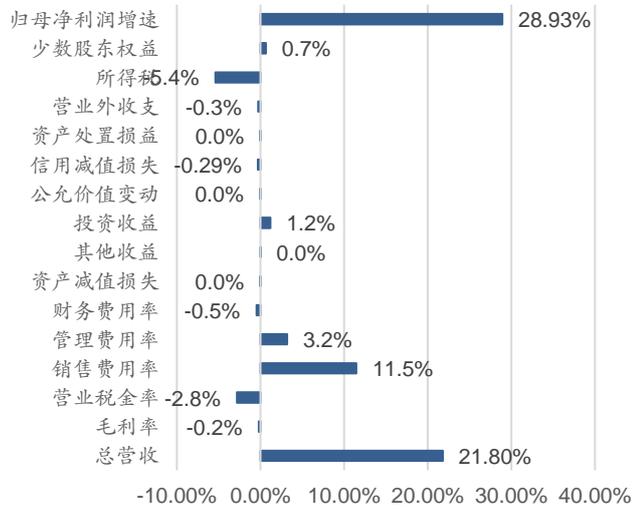
基础数据

每股净资产(元,LF)	27.95
资产负债率(%,LF)	31.51
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

相关研究

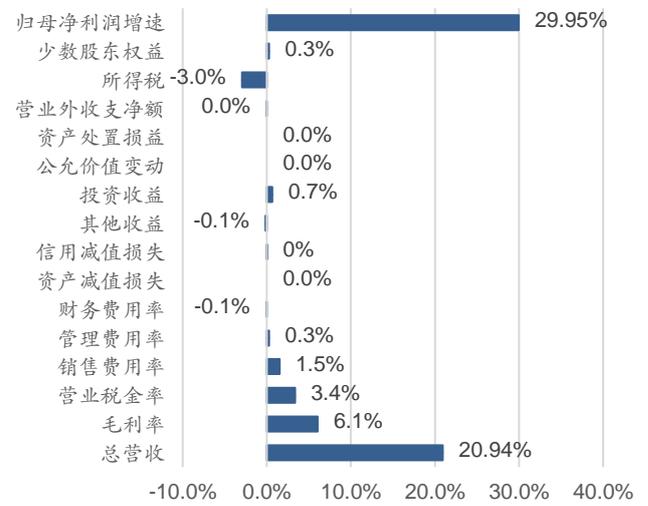
- 《山西汾酒(600809)：从容把握经营节奏，持续夯实高质量发展》
2024-03-01
- 《山西汾酒(600809)：三大势能成共识，速度质量兼具》
2023-12-08

图1: 山西汾酒 2023 年归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 山西汾酒 2024Q1 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34,608	46,959	48,859	54,238	营业总收入	31,928	38,632	47,617	57,516
货币资金及交易性金融资产	3,825	12,861	8,199	11,659	营业成本(含金融类)	7,884	8,744	10,355	12,012
经营性应收款项	1,714	2,152	2,513	3,006	税金及附加	5,832	6,734	8,262	9,893
存货	11,573	12,670	16,613	18,035	销售费用	3,217	3,740	4,335	4,855
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,202	1,639	1,821	1,978
其他流动资产	17,496	19,276	21,534	21,539	研发费用	88	84	94	102
非流动资产	9,488	9,398	11,273	12,927	财务费用	(8)	(9)	(50)	(27)
长期股权投资	94	0	0	0	加:其他收益	15	4	5	5
固定资产及使用权资产	2,799	4,046	5,332	6,371	投资净收益	499	154	200	100
在建工程	829	812	474	717	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,247	1,557	1,929	2,300	减值损失	(3)	30	8	10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	14,224	17,888	23,013	28,818
其他非流动资产	4,519	2,984	3,538	3,538	营业外净收支	(19)	15	0	(1)
资产总计	44,096	56,358	60,131	67,165	利润总额	14,205	17,904	23,012	28,816
流动负债	15,147	21,269	20,089	22,426	减:所得税	3,747	4,476	5,818	7,172
短期借款及一年内到期的非流动负债	345	0	0	0	净利润	10,459	13,428	17,195	21,644
经营性应付款项	2,893	4,620	3,836	5,706	减:少数股东损益	20	144	161	202
合同负债	7,029	10,006	8,802	8,408	归属母公司净利润	10,438	13,284	17,034	21,442
其他流动负债	4,879	6,642	7,450	8,312	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.56	10.89	13.96	17.58
非流动负债	674	1,019	1,019	1,019	EBIT	13,717	17,665	22,746	28,671
长期借款	0	345	345	345	EBITDA	14,321	17,998	23,176	29,181
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.31	77.37	78.25	79.12
租赁负债	534	534	534	534	归母净利率(%)	32.69	34.39	35.77	37.28
其他非流动负债	140	140	140	140	收入增长率(%)	21.80	21.00	23.26	20.79
负债合计	15,821	22,288	21,108	23,446	归母净利润增长率(%)	28.93	27.26	28.23	25.88
归属母公司股东权益	27,837	33,488	38,280	42,774					
少数股东权益	438	582	743	945					
所有者权益合计	28,275	34,070	39,024	43,719					
负债和股东权益	44,096	56,358	60,131	67,165					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,225	18,288	9,148	22,492	每股净资产(元)	22.82	27.45	31.38	35.06
投资活动现金流	(10,220)	(550)	(1,550)	(2,065)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(4,432)	(7,642)	(12,260)	(16,967)	ROIC(%)	39.67	41.34	45.41	50.97
现金净增加额	(7,426)	10,095	(4,661)	3,459	ROE-摊薄(%)	37.50	39.67	44.50	50.13
折旧和摊销	604	333	430	510	资产负债率(%)	35.88	39.55	35.10	34.91
资本开支	(482)	(1,857)	(1,749)	(2,164)	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.70	22.55	17.59	13.97
营运资本变动	(2,881)	3,182	(7,733)	427	P/B (现价)	10.76	8.95	7.83	7.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>