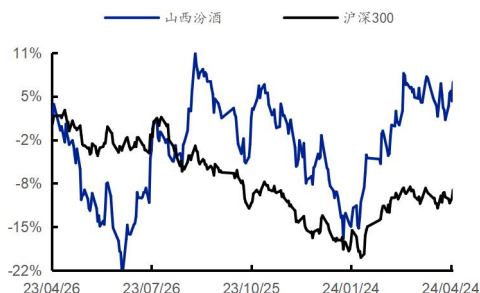


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

收入跨越三百亿元，复兴道路势能强劲

——山西汾酒（600809）2023 年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
山西汾酒	0.8%	21.7%	6.8%
沪深 300	1.1%	7.5%	-9.5%

市场数据

市场数据	2024/04/26
当前价格(元)	252.29
52 周价格区间(元)	183.95-263.88
总市值(百万)	307,784.77
流通市值(百万)	307,784.77
总股本(万股)	121,996.42
流通股本(万股)	121,996.42
日均成交额(百万)	1,699.73
近一月换手(%)	0.27

相关报告

《山西汾酒（600809）2023 年三季报点评：增长稳健，经营韧性仍强（买入）*白酒 II*薛玉虎，刘浩铭》——2023-10-29

《山西汾酒（600809）点评报告：2022 超预期完成，2023 稳健高增可期（买入）*白酒 II*薛玉虎，刘浩铭》——2023-01-20

《山西汾酒（600809）点评报告：青花系列延续高增，业绩弹性如期显现（买入）*白酒 II*薛玉虎，刘浩铭》——2022-10-29

事件：

2024 年 4 月 25 日，山西汾酒发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 319.28 亿元，同比+21.80%；实现归母净利润 104.38 亿元，同比+28.93%。2024 年一季度实现营业收入 153.38 亿元，同比+20.94%；实现归母净利润 62.62 亿元，同比+29.95%。2023 年公司 EPS 为 8.56 元/股，拟每 10 股派 43.70 元（含税）。

投资要点：

- 2023 年收入跨过三百亿元，2024 年业绩开门红，延续高增长。** 2023Q4 营收同比+27.38%，2024Q1 营收 20%以上高增长，利润增长接近 30%。产品层面，公司产品结构继续升级，中高端产品引领公司整体增长。2023 年中高价酒类营收 232.03 亿元，同比+22.56%，2024Q1 中高价酒增速同比+24.90%，显著高于其他酒类（同比+9.88%）。2023 年公司中高价酒类营收占比保持稳健，其中核心产品青花系列销售占比由 2022 年的近 40%进一步提升至 2023 年的 46%，品牌高端化势能突出。市场层面，2024Q1 省外营收增速高于省内，省内/省外分别实现营收 55.97 亿/97.00 亿元，同比分别+11.44%/+27.61%，全国化战略往纵深推进。
- 净利率进一步提升，一季度现金流增长显著。** 2023 年公司毛利率同比基本持平，净利率同比+1.64pct 至 32.76%，主要系销售/管理费用率同比分别-2.90pct/-0.86pct。2023 年公司中高价酒类毛利率为 84.09%，同比+0.11pct，未来有望带动整体毛利率进一步增长。2024Q1 公司毛利率为 77.46%，同比+1.90pct，外加公司持续控费增效（2024Q1 销售费用率同比-0.48pct），导致 2024Q1 净利率同比+2.75pct 至 40.86%。此外，公司一季度现金流表现亮眼，销售收现/经营性现金流量净额同比分别+44.66%/+105.10%。
- 全国化布局持续推进，渠道产品战略进一步深化。** 2023 年公司 10 亿元级市场持续增加，长江以南核心市场同比增长超 30%，省内/省外经销商数量分别增加 52/251 家，全国化进程进一步扩大。此外，公司积极拓宽互联网营销渠道，2023 年“双十一”期间，公司在各主流电商平台官方旗舰店销量稳居行业前三，在抖音平台实现白酒

品牌直播销量行业第一。2024Q1 电商渠道实现营收 10.21 亿，同比实现翻倍增长。产品战略层面，我们预计 2024 年公司将继续借助玻汾培育清香市场消费氛围，青花 20 作为百亿大单品将承担主要增长任务，随着公司产品基准线逐步向青花 30 转移，高端产品将带动公司整体营收实现新突破，预计全年完成 20% 收入增速目标无虞。

- **盈利预测和投资评级：**我们认为公司是为数不多的能够同时在次高端、中高端和百元以下光瓶酒等各个价位均形成较大体量的酒企，同时汾酒作为清香龙头具备深厚的品牌底蕴。我们继续看好公司在行业趋势红利和在自身经营改善下的高质量成长。我们调整公司盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入分别为 386.33/463.60/551.69 亿元，归母净利润分别为 130.79/160.02/192.91 亿元，EPS 分别为 10.72/13.12/15.81 元，对应 PE 分别为 24/19/16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 经济大幅波动致高端白酒价格下滑，挤压次高端需求；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 产品升级节奏不及预期；4) 省外拓展或动销情况不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	31928	38633	46360	55169
增长率(%)	22	21	20	19
归母净利润（百万元）	10438	13079	16002	19291
增长率(%)	29	25	22	21
摊薄每股收益（元）	8.56	10.72	13.12	15.81
ROE(%)	37	38	38	37
P/E	26.95	23.53	19.23	15.95
P/B	10.11	9.00	7.33	5.98
P/S	8.82	7.97	6.64	5.58
EV/EBITDA	19.45	16.38	13.27	10.83

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：山西汾酒盈利预测表

证券代码：	600809				股价：	252.29				投资评级：	买入				日期：	2024/04/26			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	37%	38%	38%	37%	EPS	8.56	10.72	13.12	15.81										
毛利率	75%	76%	77%	77%	BVPS	22.82	28.05	34.44	42.22										
期间费率	14%	14%	14%	14%	估值														
销售净利率	33%	34%	35%	35%	P/E	26.95	23.53	19.23	15.95										
成长能力					P/B	10.11	9.00	7.33	5.98										
收入增长率	22%	21%	20%	19%	P/S	8.82	7.97	6.64	5.58										
利润增长率	29%	25%	22%	21%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.79	0.80	0.82	0.84	营业收入	31928	38633	46360	55169										
应收账款周转率	-	-	-	-	营业成本	7884	9225	10885	12736										
存货周转率	0.74	0.72	0.72	0.72	营业税金及附加	5832	6568	7881	9379										
偿债能力					销售费用	3217	4057	4636	5517										
资产负债率	36%	35%	30%	27%	管理费用	1202	1545	1867	2096										
流动比	2.28	2.42	2.82	3.18	财务费用	-8	-8	-16	-24										
速动比	0.36	0.63	0.87	1.18	其他费用/（-收入）	88	89	113	135										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	14224	17663	21646	26107										
现金及现金等价物	3825	8170	12277	18031	营业外净收支	-19	0	0	0										
应收款项	0	1	1	1	利润总额	14205	17663	21646	26107										
存货净额	11573	13876	16222	18991	所得税费用	3747	4507	5567	6725										
其他流动资产	19210	20598	20531	21278	净利润	10459	13156	16079	19382										
流动资产合计	34608	42645	49031	58301	少数股东损益	20	77	77	91										
固定资产	1926	2166	2381	2570	归属于母公司净利润	10438	13079	16002	19291										
在建工程	829	1056	1345	1644	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	6638	7062	7814	8569	经营活动现金流	7225	12520	13632	16788										
长期股权投资	94	109	121	134	净利润	10438	13079	16002	19291										
资产总计	44096	53037	60692	71219	少数股东损益	20	77	77	91										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	604	681	687	729										
应付款项	2893	3075	3326	3538	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	7029	8499	7418	7613	营运资金变动	-2881	-1017	-2503	-2571										
其他流动负债	5224	6060	6666	7204	投资活动现金流	-10220	-1285	-1325	-1234										
流动负债合计	15147	17634	17410	18355	资本支出	-482	-1773	-1944	-1972										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-10094	-14	-12	-13										
其他长期负债	674	674	674	674	其他	356	502	631	752										
长期负债合计	674	674	674	674	筹资活动现金流	-4432	-6889	-8200	-9800										
负债合计	15821	18308	18084	19029	债务融资	0	-187	0	0										
股本	1220	1220	1220	1220	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	28275	34729	42608	52190	其它	-4432	-6702	-8200	-9800										
负债和股东权益总计	44096	53037	60692	71219	现金净增加额	-7426	4345	4106	5754										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。