

600809.SH

买入

原评级: 买入

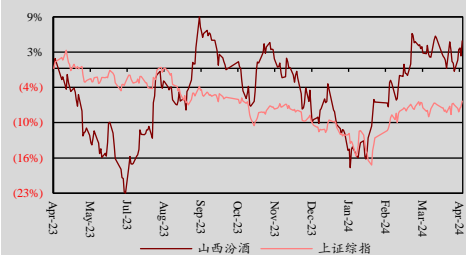
市场价格: 人民币 252.29

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 山西汾酒 2023 年年报及 2024 年 1 季报业绩点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	13.8	0.8	21.7	5.1
相对上证综指	9.5	(1.0)	15.5	10.5

发行股数 (百万)	1,219.96
流通股 (百万)	1,219.96
总市值 (人民币 百万)	307,784.77
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	911.44
主要股东	
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	56.58

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2024 年 4 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

- 《山西汾酒》20240328
- 《山西汾酒》20231029
- 《山西汾酒》20230825

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒II

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

山西汾酒

1 季度业绩维持较快增速, 销售团队能力得到验证

山西汾酒公布 23 年报和 24 年 1 季报。2023 年实现营收 319.3 亿, 同比增长 21.8%, 归母净利 104.4 亿元, 同比增 28.9%, 每股收益 8.56 元/股。1Q24 实现营收 153.4 亿元, 同比增长 20.9%, 归母净利 62.6 亿元, 同比增 30.0%, 每股收益 5.13 元/股。预计未来两年汾酒将维持较快的业绩增速, 持续领先行业, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 青花系列较快增长, 省内外市场齐头并进, 2023 年营收增 21.8%, 高于年度目标规划。(1) 分产品看, 2023 年中高价酒类实现营收 232.0 亿元, 同比增 22.6%, 销量 6.0 万吨, 同比增 11.3%, 吨价同比升 10.1%。其他酒类营收 85.4 亿元, 同比增 20.2%, 销量 14.6 万吨, 同比增 18.5%, 吨价同比升 1.4%。汾酒中高价酒销售占比小幅上升, 青花系列销售占比达到 46%。我们判断青 20 全国化深入推进, 已成为百亿大单品, 青 25 加强省内布局, 预计青 25、青 20 增速较快, 青 30 还处于培育期, 实现平稳增长。巴拿马系列也维持了较好的增长势头, 玻汾适度放量, 预计可维持稳健增长。(2) 分区域来看, 省内外齐头并进, 2023 年省内收入 120.8 亿元, 同比增 20.4%, 省外收入 196.6 亿元, 同比增 22.8%。由于 2022 年省内控货, 渠道库存相对较低, 2023 年轻装上阵, 同时省内需求受益于煤炭产业。省外全国化继续推进, 10 亿元级市场持续增加, 长江以南核心市场同比增长超 30%。(3) 2023 年毛利率同比降 0.1pct, 变化不大。随着规模扩大, 费用率持续下降, 销售费用率和管理费用率分别同比降 2.9pct、0.9pct。受益于费用率的下降, 2023 年归母净利率升 1.8pct 至 32.7%。

- 1Q24 收入增 20.9%, 归母净利增 30.0%, 业绩增速有望继续在白酒行业处于领先地位。(1) 分产品看, 1Q24 中高价酒类、其他酒类分别实现收入 118.6 亿元、34.4 亿元, 同比增 24.9%、9.9%, 中高价酒占比提升较为明显, 产品结构持续升级, 带动毛利率同比升 1.9pct。(2) 分区域看, 省内收入 56.0 亿元, 同比增 11.4%, 省外 97.0 亿元, 同比增 27.6%。随着市占率达到较高水平, 省内增速有所放缓。全国化深度推进, 省外增速更快。(3) 1Q24 合同负债 55.9 亿, 同比降 14.4 亿, 降幅低于上年同期, 经销商打款积极性较高。(4) 1 季度归母净利率上升 2.8pct 至 40.8%, 主要由于毛利率上升, 营业税金率和销售费用率下降。

- 预计未来两年汾酒将维持较快的业绩增速, 持续领先行业。(1) 公司团队积极进取, 年报中提出 2024 年营收目标同比增 20% 左右。(2) 汾酒多价格带同时发力, 特别是次高端价格带将成为主要增长点, 核心价位产品享受大众宴席市场的需求增长。我们判断, 2024 年青 20、青 25 将维持较快增长势头, 长远来看青 30 有望接棒青 20。汾享礼遇模式全国各地推进, 可提升渠道体系的健康度, 环山西市场精耕细作, 全国化深度推进, 营收增长的确性强。(3) 现阶段汾酒向上势能不减, 改革红利仍在释放, 渠道体系健康, 销售团队能力得到验证, 营销活动有序推进, 我们预计未来两年业绩增速持续领先行业。

估值

- 根据公司公告业绩, 我们维持此前盈利预测, 预计 2024-2026 年公司收入增速分别为 23.7%、21.3%、19.5%, 归母净利增速分别为 27.1%、22.3%、21.4%, EPS 分别为 10.88、13.30、16.16 元/股, 对应 PE 分别为 23.2X、19.0X、15.6X, 维持买入评级, 继续重点推荐。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动影响需求。茅五价格出现回落, 影响次高端价格带。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	26,214	31,928	39,484	47,910	57,272
增长率(%)	31.3	21.8	23.7	21.3	19.5
EBITDA(人民币 百万)	10,708	14,306	18,167	22,149	26,665
归母净利润(人民币 百万)	8,096	10,438	13,270	16,230	19,711
增长率(%)	52.4	28.9	27.1	22.3	21.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	6.64	8.56	10.88	13.30	16.16
市盈率(倍)	38.0	29.5	23.2	19.0	15.6
市净率(倍)	14.4	11.1	9.0	7.3	5.9
EV/EBITDA(倍)	31.2	19.4	16.5	13.0	10.2
每股股息(人民币)	3.3	4.4	5.7	6.8	8.2
股息率(%)	1.2	1.9	2.3	2.7	3.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年数据为公司当年公告财务数据, 非 2023 年年报公告的调整后数据

图表 1. 山西汾酒 2023 年年报及 2024 年 1 季报业绩

(人民币, 百万元)	FY2022	FY2023	同比 (%)	1Q23	1Q24	同比 (%)
营业收入	26,213	31,928	21.8	12,682	15,338	20.9
营业成本	6,460	7,884	22.1	3,100	3,457	11.5
<b>毛利率(%)</b>	<b>75.4</b>	<b>75.3</b>	<b>(0.1)</b>	<b>75.6</b>	<b>77.5</b>	<b>1.9</b>
毛利	19,754	24,044	21.7	9,583	11,881	24.0
税金及附加	4,602	5,832	26.7	1,826	2,047	12.1
销售费用	3,404	3,217	(5.5)	1,008	1,146	13.6
管理费用	1,214	1,202	(1.0)	264	305	15.4
研发费用	58	88	52.0	18	24	30.3
财务费用	(37)	(8)	(78.4)	(2)	1	(133.6)
资产减值损失	0	0	(100.0)	0	0	-
公允价值变动收益	3	0	(92.4)	0	0	-
投资收益	330	499	51.3	(24)	3	(110.9)
营业利润	10,873	14,224	30.8	6,450	8,365	29.7
<b>营业利润率(%)</b>	<b>41.5</b>	<b>44.5</b>	<b>3.1</b>	<b>50.9</b>	<b>54.5</b>	<b>3.7</b>
营业外收入	6	5	(21.5)	1.0	0.1	(89.3)
营业外支出	3	24	695.4	0.8	0.3	(60.4)
利润总额	10,876	14,205	30.6	6,451	8,365	29.7
所得税	2,719	3,747	37.8	1,617	2,098	29.7
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>1.5</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>0.1</b>
少数股东权益	61	20	(66.6)	14	4	(71.3)
归属于母公司净利润	8,095	10,438	28.9	4,819	6,262	30.0
<b>净利率(%)</b>	<b>30.9</b>	<b>32.7</b>	<b>1.8</b>	<b>38.0</b>	<b>40.8</b>	<b>2.8</b>
EPS	6.64	8.56	28.9	3.95	5.13	30.0

资料来源: iFind, 中银证券

注: 2022 年数据为公司当年公告财务数据, 非 2023 年年报公告的调整后数据

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,214	31,928	39,484	47,910	57,272
营业收入	26,214	31,928	39,484	47,910	57,272
营业成本	6,460	7,884	8,871	10,547	12,416
营业税金及附加	4,602	5,832	7,214	8,744	10,023
销售费用	3,404	3,217	4,195	5,102	6,185
管理费用	1,214	1,202	1,540	1,873	2,291
研发费用	58	88	111	120	143
财务费用	(37)	(8)	1	(93)	(187)
其他收益	10	15	15	12	10
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	17	(3)	(3)	(3)	(3)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
投资收益	330	499	400	200	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,873	14,224	17,966	21,826	26,507
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	3	24	3	3	3
利润总额	10,876	14,205	17,968	21,828	26,510
所得税	2,719	3,747	4,672	5,566	6,760
净利润	8,157	10,459	13,296	16,262	19,750
少数股东损益	61	20	26	32	39
归母净利润	8,096	10,438	13,270	16,230	19,711
EBITDA	10,708	14,306	18,167	22,149	26,665
EPS(最新股本摊薄, 元)	6.64	8.56	10.88	13.30	16.16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>29,202</b>	<b>34,608</b>	<b>47,213</b>	<b>54,690</b>	<b>73,315</b>
货币资金	11,201	3,775	8,044	20,187	36,032
应收账款	1	0	1	0	1
应收票据	0	0	0	0	0
存货	9,650	11,573	12,575	14,964	17,456
预付账款	133	114	182	169	244
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	8,218	19,147	26,410	19,369	19,582
<b>非流动资产</b>	<b>7,484</b>	<b>9,488</b>	<b>8,755</b>	<b>8,430</b>	<b>7,999</b>
长期投资	92	106	106	106	106
固定资产	2,125	1,926	1,700	1,473	1,247
无形资产	1,076	1,247	1,220	1,193	1,166
其他长期资产	4,192	6,209	5,729	5,658	5,480
<b>资产合计</b>	<b>36,686</b>	<b>44,096</b>	<b>55,968</b>	<b>63,121</b>	<b>81,314</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,846</b>	<b>15,147</b>	<b>21,222</b>	<b>20,426</b>	<b>28,857</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,284	2,279	3,043	2,816	4,082
其他流动负债	12,563	12,868	18,179	17,610	24,775
<b>非流动负债</b>	<b>94</b>	<b>674</b>	<b>129</b>	<b>142</b>	<b>135</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	674	129	142	135
<b>负债合计</b>	<b>14,941</b>	<b>15,821</b>	<b>21,351</b>	<b>20,568</b>	<b>28,992</b>
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
少数股东权益	425	438	464	496	534
归属母公司股东权益	21,321	27,837	34,153	42,057	51,788
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>36,686</b>	<b>44,096</b>	<b>55,968</b>	<b>63,121</b>	<b>81,314</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	8,157	10,459	13,296	16,262	19,750
折旧摊销	215	604	616	628	455
营运资金变动	(3,246)	(13,877)	(3,101)	2,776	4,683
其他	5,185	10,040	(79)	(453)	(207)
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,310</b>	<b>7,225</b>	<b>10,733</b>	<b>19,214</b>	<b>24,681</b>
资本支出	(826)	(485)	(230)	(130)	(110)
投资变动	4,972	995	1,009	1,009	1,009
其他	(7,040)	(10,730)	400	200	100
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,894)</b>	<b>(10,220)</b>	<b>1,179</b>	<b>1,079</b>	<b>999</b>
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(2,231)	(5,302)	(6,954)	(8,327)	(9,980)
其他	24	871	(688)	177	144
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,208)</b>	<b>(4,432)</b>	<b>(7,642)</b>	<b>(8,150)</b>	<b>(9,836)</b>
<b>净现金流</b>	<b>5,209</b>	<b>(7,427)</b>	<b>4,270</b>	<b>12,143</b>	<b>15,844</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	31.3	21.8	23.7	21.3	19.5
营业利润增长率(%)	54.7	30.8	26.3	21.5	21.4
归属于母公司净利润增长率(%)	52.4	28.9	27.1	22.3	21.4
息税前利润增长率(%)	52.5	30.6	28.1	22.6	21.8
息税折旧前利润增长率(%)	51.6	33.6	27.0	21.9	20.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	52.4	28.9	27.1	22.3	21.4
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	40.0	42.9	44.5	44.9	45.8
营业利润率(%)	41.5	44.5	45.5	45.6	46.3
毛利率(%)	75.4	75.3	77.5	78.0	78.3
归母净利润率(%)	30.9	32.7	33.6	33.9	34.4
ROE(%)	38.0	37.5	38.9	38.6	38.1
ROIC(%)	101.9	41.6	41.6	46.5	54.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
净负债权益比	(0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.7)
流动比率	2.0	2.3	2.2	2.7	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	29,182.9	82,505.9	82,505.9	82,505.9	82,505.9
应付账款周转率	12.9	14.0	14.8	16.4	16.6
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	13.0	10.1	10.6	10.7	10.8
管理费用率(%)	4.6	3.8	3.9	3.9	4.0
研发费用率(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
财务费用率(%)	(0.1)	0.0	0.0	(0.2)	(0.3)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	6.6	8.6	10.9	13.3	16.2
每股经营现金流(最新摊薄)	8.5	5.9	8.8	15.7	20.2
每股净资产(最新摊薄)	17.5	22.8	28.0	34.5	42.5
每股股息	3.3	4.4	5.7	6.8	8.2
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	38.0	29.5	23.2	19.0	15.6
P/B(最新摊薄)	14.4	11.1	9.0	7.3	5.9
EV/EBITDA	31.2	19.4	16.5	13.0	10.2
价格/现金流(倍)	29.9	42.6	28.7	16.0	12.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 尾表中 2022 年数据为公司当年公告财务数据, 非 2023 年年报公告调整后数据。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371