

山西汾酒 (600809.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年4月26日

**评级：买入（维持）**

市场价格：245.58元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

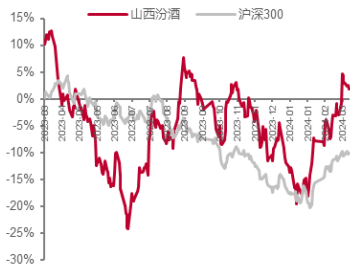
分析师：赵襄彭

执业证书编号：S0740524010001

Email: zhaoxp@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,220
流通股本(百万股)	1,220
市价(元)	245.58
市值(百万元)	299,599
流通市值(百万元)	299,599

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,661	45,926	54,109
增长率 yoy%	31.26%	21.80%	21.09%	18.79%	17.82%
净利润(百万元)	8,096	10,438	13,026	15,879	19,026
增长率 yoy%	52.36%	28.93%	24.80%	21.90%	19.82%
每股收益(元)	6.64	2.55	10.68	13.01	15.59
每股现金流量	8.45	5.92	11.62	9.85	16.72
净资产收益率	37.97%	37.50%	27.22%	27.79%	27.99%
P/E	37.01	96.31	23.00	18.87	15.75
PEG	1.48	4.35	0.67	0.76	0.71
P/B	14.05	10.76	6.26	5.24	4.41

备注：股价数据更新截止2024年4月25日

**投资要点**

- 事件 1：山西汾酒发布 2023 年年报，2023 年实现营业总收入 319.28 亿元，同增 21.80%；实现归母净利润 104.38 亿元，同增 28.93%。**
- 事件 2：山西汾酒发布 2024 年一季报，1Q24 实现营业总收入 153.38 亿元，同增 20.94%；实现归母净利润 62.62 亿元，同增 29.95%。**
- 业绩符合预期，增长质量较高。**汾酒 4Q23 实现营业总收入 51.84 亿元，同比+27.38%；实现归母净利润 10.07 亿元，同比+1.95%，全年圆满收官；1Q23 业绩端也符合市场预期。综合考虑 4Q23 和 1Q24 的回款来看，连续两个季度累计收现同增 25.08%，累计营业收入+△合同负债同增 29.26%，均高于期间收入增速，反映增长质量较高。公司 24 年目标为力争营业收入较上年增长 20%左右。
- 23 年费用率优化拉动盈利能力提升，24 年或有毛利率增益贡献。**23 年毛利率同比基本稳定，而归母净利率同比提升 1.81pct，主要受益于销售费用和管理费用的效率提升。首先看毛利率，23 年中高价酒类收入同增 22.56%，其他酒类收入同增 20.15%，反映各价格带增长较为平均，因此产品结构维持稳定。费用率方面，23 年销售费用率为 10.07%，同比降低 2.91pct，预计主要由于成熟市场费用投放减少；23 年管理费用率为 3.77%，受益于规模效应同比降低 0.86pct。1Q24 毛利率同升 1.90pct 至 77.46%，归母净利率同升 2.83pct 至 40.83%。从毛利率角度看，2024 年青花 30 复兴版战略重新定位，性价比优势凸显，有望拉动结构升级；而从费用率看，1Q24 销售费用率同降 0.48pct，在 23 年相对较低的基数基础上继续优化，也反映成熟市场费用效率提升逻辑通畅，多大单品进入自然放量阶段，24 年利润释放有望迎来双重推力。
- 省内外同步增长，清香从小众走向大众。**1Q24 末经销商数量 2023 年末增加 71 家，在行业弱势环境下持续全国化招商更凸显汾酒独特清香龙头+老名酒品牌逻辑。23 年省内市场同比+20.41%，在全国营收中占比 38%；省外市场实现同比+22.84%，占比 62%，其中 4Q23 省外增长更加明显；1Q24 省外市场收入同比+27.61%，占比提升至 63.41%。长期维度公司发力重点仍在省外，环山西成熟市场自然动销增长良性且持续力强，华东华南市场已取得突破。本次糖酒会期间清香型白酒品牌的展位热度明显旺盛，汾酒以外的汾阳王等清香型品牌也迎来政府、行业协会、大商的关注。中国酒类流通协会会长王新国表示清香白酒市场规模已超千亿，市场占比即将突破 20%。而此前中国酒业协会的数据显示，2022 年清香品类的市场占比 17%左右，市场规模 900 亿元左右。清香型目前较浓香、酱香仍偏小众，也具有较强的扩容潜力。
- 盈利预测及投资建议：**考虑到 24 年一季报中毛利率的改善以及销售费用率继续优化，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 386.61、459.26、541.09 亿元（2024-2025 年原值为 378.48、438.40 亿元），同比增长 21.09%、18.79%、17.82%；净利润分别为 130.26、158.79、190.26 亿元（2024-2025 年原值为 126.31、150.16 亿元），同比增长 24.80%、21.90%、19.82%，对应 EPS 为 10.68、13.01、15.59 元（2024-2025 年原值为 10.35、12.31 元），对应 PE 分别为 23、19、16 倍，维持“买入”评级。重点推荐。

- **风险提示：**全球疫情持续扩散；次高端竞争加剧；食品安全问题；研报使用信息更新不及时。

**损益表 (人民币百万元)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>26,214</b>	<b>31,928</b>	<b>38,661</b>	<b>45,926</b>	<b>54,109</b>
增长率	31.3%	21.8%	21.1%	18.8%	17.8%
营业成本	-6,460	-7,884	-9,300	-10,691	-12,270
% 销售收入	24.6%	24.7%	24.1%	23.3%	22.7%
毛利	19,754	24,044	29,362	35,235	41,839
% 销售收入	75.4%	75.3%	75.9%	76.7%	77.3%
营业税金及附加	-4,602	-5,832	-7,063	-8,391	-9,886
% 销售收入	17.6%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%
营业费用	-3,404	-3,217	-3,750	-4,317	-4,978
% 销售收入	13.0%	10.1%	9.7%	9.4%	9.2%
管理费用	-1,214	-1,202	-1,314	-1,516	-1,731
% 销售收入	4.6%	3.8%	3.4%	3.3%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	10,534	13,793	17,234	21,012	25,244
% 销售收入	40.2%	43.2%	44.6%	45.8%	46.7%
财务费用	37	8	36	29	27
% 销售收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
投资收益	330	499	300	377	392
% 税前利润	3.0%	3.5%	1.7%	1.8%	1.5%
营业利润	10,904	14,301	17,570	21,417	25,664
营业利润率	41.6%	44.8%	45.4%	46.6%	47.4%
营业外收支	3	-19	-7	-8	-11
税前利润	<b>10,907</b>	<b>14,282</b>	<b>17,563</b>	<b>21,409</b>	<b>25,652</b>
利润率	41.6%	44.7%	45.4%	46.6%	47.4%
所得税	-2,719	-3,747	-4,512	-5,499	-6,589
所得税率	24.9%	26.2%	25.7%	25.7%	25.7%
净利润	8,157	10,459	13,052	15,910	19,063
少数股东损益	61	20	25	31	37
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>8,096</b>	<b>10,438</b>	<b>13,026</b>	<b>15,879</b>	<b>19,026</b>
净利率	30.9%	32.7%	33.7%	34.6%	35.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,157	10,459	13,052	15,910	19,063
加: 折旧和摊销	201	253	273	279	285
资产减值准备	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	-3	0	0	0	0
财务费用	1	39	-36	-29	-27
投资收益	-330	-499	-300	-377	-392
少数股东损益	61	20	25	31	37
营运资金的变动	-1,885	-14,912	1,187	-3,773	1,467
<b>经营活动现金净流</b>	<b>10,310</b>	<b>7,225</b>	<b>14,175</b>	<b>12,011</b>	<b>20,396</b>
固定资本投资	13	-275	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,894</b>	<b>-10,220</b>	<b>70</b>	<b>146</b>	<b>172</b>
股利分配	-4,050	-5,331	-6,774	-8,733	-10,464
其他	1,843	900	19,683	2,387	-3,557
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,208</b>	<b>-4,432</b>	<b>12,909</b>	<b>-6,346</b>	<b>-14,021</b>
<b>现金净流量</b>	<b>5,209</b>	<b>-7,427</b>	<b>27,154</b>	<b>5,811</b>	<b>6,547</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,201	3,775	30,929	36,740	43,287
应收款项	33	37	47	52	65
存货	9,650	11,573	13,459	15,316	17,710
其他流动资产	8,318	19,224	19,287	19,267	19,337
流动资产	29,202	34,608	63,723	71,376	80,399
% 总资产	79.6%	78.5%	87.1%	88.4%	89.6%
长期投资	95	109	108	107	107
固定资产	2,125	1,926	1,716	1,504	1,289
% 总资产	5.8%	4.4%	2.3%	1.9%	1.4%
无形资产	1,076	1,247	1,385	1,519	1,649
非流动资产	7,484	9,488	9,445	9,397	9,331
% 总资产	20.4%	21.5%	12.9%	11.6%	10.4%
<b>资产总计</b>	<b>36,686</b>	<b>44,096</b>	<b>73,168</b>	<b>80,773</b>	<b>89,730</b>
短期借款	0	0	6,863	9,221	5,637
应付款项	4,749	3,845	6,993	5,062	9,005
其他流动负债	10,097	11,302	11,302	11,302	11,302
流动负债	14,846	15,147	25,158	25,586	25,944
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	674	674	674	674
<b>负债</b>	<b>14,941</b>	<b>15,821</b>	<b>25,832</b>	<b>26,260</b>	<b>26,618</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>21,321</b>	<b>27,837</b>	<b>46,873</b>	<b>54,018</b>	<b>62,580</b>
少数股东权益	425	438	464	495	532
<b>负债股东权益合计</b>	<b>36,686</b>	<b>44,096</b>	<b>73,168</b>	<b>80,773</b>	<b>89,730</b>

**比率分析**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>					
每股收益(元)	6.64	8.56	10.68	13.01	15.59
每股净资产(元)	17.48	22.82	38.42	44.27	51.29
每股经营现金净流(元)	8.45	5.92	11.62	9.85	16.72
每股股利(元)	3.32	4.37	5.55	7.16	8.58
<b>回报率</b>					
净资产收益率	37.97%	37.50%	27.79%	29.39%	30.40%
总资产收益率	22.23%	23.72%	17.84%	19.70%	21.24%
投入资本收益率	481.52%	185.38%	67.15%	87.46%	87.00%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	31.26%	21.80%	21.09%	18.79%	17.82%
EBIT增长率	55.18%	31.51%	22.68%	21.98%	19.86%
净利润增长率	52.36%	28.93%	24.80%	21.90%	19.82%
总资产增长率	22.47%	20.20%	65.93%	10.39%	11.09%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	122.5	119.6	116.5	112.8	109.9
应付账款周转天数	113.2	104.2	108.7	106.4	107.6
固定资产周转天数	30.0	22.8	17.0	12.6	9.3
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-17.32%	-108.17%	-62.39%	-61.86%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-295.4	-1,800.6	-480.8	-748.4	-934.1
资产负债率	40.73%	35.88%	35.30%	32.51%	29.66%

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。