

➤ **事件：**公司公布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 319.28/104.38/104.45 亿元，分别同比 +21.8%/+28.93%/29.15%。经测算，23Q4 公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 51.84/10.07/10.17 亿元，分别同比+27.38%/+1.96%/+3.22%。24Q1 公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 153.38/62.62/62.61 亿元，分别同比增加 20.94%/29.95%/30.08%，销售收现+44.66%至 142.02 亿元。

➤ **23 年顺利收官，青花系列持续引领。**分结构看，2023 年公司中高价白酒营收同比+22.56%至 232.03 亿元，其他白酒营收同比+20.15%至 85.40 亿元，其中青花系列销售占比达到 46%达 147 亿元（22 年突破百亿规模），我们预计青 20/25 延续高增，青 30 坚持聚焦扎实基础工作、进行圈层培育，24 年有望提速。分区域看，省内/省外营收分别同比+20.41%/22.84%至 120.84/196.59 亿元，其中长江以南核心市场同比增长超 30%，上半年省内市场相对领先，H2 预算高完成度下节奏恢复稳健，省外市场持续精耕下营收贡献提升。2023 年公司归母净利率同比+1.81pct 至 32.69%，核心系费率下降贡献，其中销售费率同比-2.91pct，主因广宣费用同比-11.04%。

➤ **结构改善叠加费控良好，24Q1 盈利增速亮眼，经营势能强化。**24Q1 公司中高价酒类/其他酒类营收分别同比增 24.90%/9.88%至 118.60/34.36 亿元，中高价酒类占比提升 2.31pct，预计青花系列延续增势引领增长。省内/省外营收分别同比+11.44%/+27.61%至 55.97/97.00 亿元，省外持续突破，占比提升 3.20pct。结构亮眼驱动公司同比毛利率+1.90pct 至 77.46%。费用端公司管控良好，销售费用率同比-0.48pct，预计汾享礼遇数字化营销模式逐渐显效。毛销差同比+2.38pct，其他期间费用率维稳，驱动公司 24Q1 净利率同比+2.75pct 至 40.86%。24Q1 经销商数量同比+71 家至 3718 家，单商平均规模同比+16.24%至 380 万元。

➤ **高端化&全国化并举护航业绩确定性，营销模式变革持续深化，公司成长逻辑坚实。**2024 年公司力争营业收入较上年增长 20%左右，对应 383 亿元。公司将坚持青花汾酒战略长期性不动摇，区域上优化市场布局，精耕大基地、华东、华南三大市场，同时坚持品牌建设，深化营销模式变革，通过数字化方式提升渠道效率，紧抓终端维护。我们看好后续青花系列持续全国化，带动公司产品结构稳步提升。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 388.15/470.10/567.55 亿元，分别同比增 21.6%/21.1%/20.7%；归母净利润分别为 130.79/160.14/195.26 亿元，分别同比增 25.3%/22.4%/21.9%，当前股价对应 PE 分别为 24/19/16 倍，维持“**推荐**”评级。

➤ **风险提示：**青花系列增长不及预期；省外扩张不及预期；食品安全风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 31,928 | 38,815 | 47,010 | 56,755 |
| 增长率 (%) | 21.8 | 21.6 | 21.1 | 20.7 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 10,438 | 13,079 | 16,014 | 19,526 |
| 增长率 (%) | 28.9 | 25.3 | 22.4 | 21.9 |
| 每股收益 (元) | 8.56 | 10.72 | 13.13 | 16.01 |
| PE | 29 | 24 | 19 | 16 |
| PB | 11.1 | 8.6 | 6.8 | 5.4 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
252.29 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@mszq.com

相关研究

- 山西汾酒 (600809.SH) 2023 年半年报点评：青花持续引领，Q2 盈利高增-2023/08/25
- 山西汾酒 (600809.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：23Q1 实现开门红，坚定高质量发展-2023/05/07
- 山西汾酒 (600809.SH) 事件点评：2022 完美收官，增长动能强劲-2023/01/30
- 山西汾酒 (600809.SH) 2022 年三季报点评：产品结构持续升级，全国化进程稳步推进-2022/10/29
- 山西汾酒 (600809.SH) 2022 年中报点评：市场运营主动作为，期待青花系列圈层突围-2022/08/26

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 31,928 | 38,815 | 47,010 | 56,755 |
| 营业成本 | 7,884 | 9,224 | 10,903 | 12,968 |
| 营业税金及附加 | 5,832 | 7,090 | 8,587 | 10,367 |
| 销售费用 | 3,217 | 3,998 | 4,842 | 5,789 |
| 管理费用 | 1,202 | 1,397 | 1,645 | 1,986 |
| 研发费用 | 88 | 109 | 118 | 131 |
| EBIT | 13,717 | 17,018 | 20,937 | 25,538 |
| 财务费用 | -8 | -11 | -16 | -17 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 499 | 582 | 611 | 738 |
| 营业利润 | 14,224 | 17,611 | 21,564 | 26,293 |
| 营业外收支 | -19 | 4 | 4 | 4 |
| 利润总额 | 14,205 | 17,615 | 21,568 | 26,297 |
| 所得税 | 3,747 | 4,404 | 5,392 | 6,574 |
| 净利润 | 10,459 | 13,211 | 16,176 | 19,723 |
| 归属于母公司净利润 | 10,438 | 13,079 | 16,014 | 19,526 |
| EBITDA | 14,321 | 17,778 | 21,837 | 26,121 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 3,775 | 9,316 | 18,675 | 30,360 |
| 应收账款及票据 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 预付款项 | 114 | 184 | 218 | 259 |
| 存货 | 11,573 | 13,899 | 16,430 | 19,541 |
| 其他流动资产 | 19,147 | 24,379 | 24,729 | 25,146 |
| 流动资产合计 | 34,608 | 47,781 | 60,054 | 75,309 |
| 长期股权投资 | 94 | 676 | 1,288 | 2,025 |
| 固定资产 | 1,926 | 2,465 | 2,950 | 3,430 |
| 无形资产 | 1,247 | 1,293 | 1,335 | 1,376 |
| 非流动资产合计 | 9,488 | 11,461 | 12,491 | 14,104 |
| 资产合计 | 44,096 | 59,241 | 72,545 | 89,412 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 2,893 | 4,549 | 5,377 | 6,395 |
| 其他流动负债 | 12,254 | 16,681 | 19,564 | 23,282 |
| 流动负债合计 | 15,147 | 21,230 | 24,941 | 29,677 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 674 | 1,750 | 1,709 | 2,130 |
| 非流动负债合计 | 674 | 1,750 | 1,709 | 2,130 |
| 负债合计 | 15,821 | 22,979 | 26,650 | 31,807 |
| 股本 | 1,220 | 1,220 | 1,220 | 1,220 |
| 少数股东权益 | 438 | 570 | 732 | 929 |
| 股东权益合计 | 28,275 | 36,262 | 45,895 | 57,606 |
| 负债和股东权益合计 | 44,096 | 59,241 | 72,545 | 89,412 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 21.80 | 21.57 | 21.11 | 20.73 |
| EBIT 增长率 | 30.60 | 24.07 | 23.03 | 21.97 |
| 净利润增长率 | 28.93 | 25.30 | 22.44 | 21.92 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 75.31 | 76.24 | 76.81 | 77.15 |
| 净利润率 | 32.69 | 33.70 | 34.07 | 34.40 |
| 总资产收益率 ROA | 23.67 | 22.08 | 22.08 | 21.84 |
| 净资产收益率 ROE | 37.50 | 36.64 | 35.46 | 34.45 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.28 | 2.25 | 2.41 | 2.54 |
| 速动比率 | 0.36 | 0.52 | 0.83 | 1.11 |
| 现金比率 | 0.25 | 0.44 | 0.75 | 1.02 |
| 资产负债率 (%) | 35.88 | 38.79 | 36.74 | 35.57 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 存货周转天数 | 535.74 | 550.00 | 550.00 | 550.00 |
| 总资产周转率 | 0.79 | 0.75 | 0.71 | 0.70 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 8.56 | 10.72 | 13.13 | 16.01 |
| 每股净资产 | 22.82 | 29.26 | 37.02 | 46.46 |
| 每股经营现金流 | 5.92 | 14.34 | 14.04 | 16.97 |
| 每股股利 | 4.37 | 5.36 | 6.57 | 8.01 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 29 | 24 | 19 | 16 |
| PB | 11.1 | 8.6 | 6.8 | 5.4 |
| EV/EBITDA | 21.16 | 17.04 | 13.87 | 11.60 |
| 股息收益率 (%) | 1.73 | 2.13 | 2.60 | 3.17 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 10,459 | 13,211 | 16,176 | 19,723 |
| 折旧和摊销 | 604 | 760 | 900 | 583 |
| 营运资金变动 | -2,881 | 3,883 | 598 | 1,067 |
| 经营活动现金流 | 7,225 | 17,500 | 17,126 | 20,706 |
| 资本开支 | -482 | -799 | -830 | -919 |
| 投资 | -10,094 | 1 | 1 | 1 |
| 投资活动现金流 | -10,220 | -6,213 | -629 | -818 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -4,432 | -5,746 | -7,138 | -8,204 |
| 现金净流量 | -7,426 | 5,542 | 9,359 | 11,685 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026