



增持（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：252.29

证券分析师

熊鹏

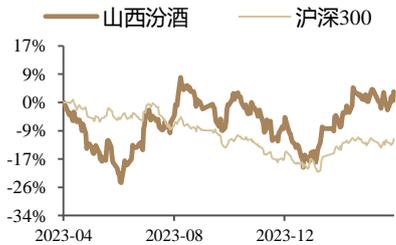
资格编号：S0120522120002
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

沈嘉雯

资格编号：S0120524040003
邮箱：shenjw3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《山西汾酒（600809）2023 三季度报点评：结构升级明显，费用优化带来业绩弹性》，2023.10.28
- 《山西汾酒（600809）2023 中报点评：上半年经营稳健，业绩高增主因费用投入少》，2023.8.27

山西汾酒（600809）2023 年报及 2024 一季报点评：23 年平稳收官，Q1 结构亮眼

投资要点

- 收入业绩符合预期，预收款高增预计为青 20 涨价带动。**2023 年，公司分别实现营业收入/业绩 319.28/104.38 亿元，同比+21.80%/+28.93%，收入业绩符合预期。24Q1，公司分别实现营业收入/业绩 153.38/62.62 亿元，同比+20.94%/+29.95%，Q1 末合同负债 55.90 亿元，同比+33.98%，销售收现 142.02 亿元，同比+44.66%，销售收现和合同负债同比增长较多，我们推测一方面系收入增长带动，一方面系 3 月大单品青花 20 涨价刺激渠道回款较多导致。
- 春节中高端消费良好，一季度产品结构亮眼。**2023 年，公司中高价酒类/其他酒类分别实现营收 232.03/85.40 亿元，同比+22.56%/+20.15%，全年来看以青花系列、巴拿马、老白汾为主的中高价酒类增速略快于以玻汾为主的其他酒类。24Q1，公司中高价酒类/其他酒类分别实现营收 118.60/34.36 亿元，同比+24.90%/+9.88%，Q1 产品结构较高，推测系春节送礼、宴请带动。
- 2023 年省内外同步发展，一季度省外增速较快。**2023，公司省内/省外分别实现营收 120.84/196.59 亿元，分别同比+20.41%/+22.84%，省外增速略快于省内。24Q1，公司省内/省外分别实现营收 55.97/97.00 亿元，分别同比+11.44%/+27.61%，省外占比小幅提升至 63.41%。
- 毛利率提升或销售费用率下降，推动盈利能力持续优化。**盈利能力方面，2023 年，公司毛利率/净利率分别为 75.31%/32.76%，分别同比-0.05pct/+1.64pcts，毛利率稳中微降，推测系产品结构升级不明显、原材料成本上涨的结果；24Q1，公司毛利率/净利率分别为 77.46%/40.86%，分别同比+1.90pcts/+2.75pcts，推测 Q1 产品结构提升为毛利率提升的主要原因。费用率方面，2023 年，公司销售/管理费用率分别-2.91pcts/-0.87pct；24Q1，公司税金率同比-1.05pcts，销售/管理费用率分别-0.48pct/-0.09pct，公司规模效应持续显现，期间费用率仍处于逐步下行的阶段，2023 年、24Q1 净利率提升分别为销售费用率降低、毛利率提升的结果。
- 投资建议：**2023 年，公司不断深化营销改革，夯实市场基础，加速渠道拓展，10 亿元级市场持续增加，长江以南核心市场增长超 30%，青花系列销售占比达 46%，全国化、高端化推进皆具亮点。我们认为公司当前经营节奏稳健，2023 年 10 月以来，公司在全国范围内推广“汾享礼遇”，此举将有利于酒厂更好地实现对市场的管控，在市场状况渐趋良好的基础上，预计今年汾酒的势能有望进一步发挥，我们预计 2024-2026 年实现营收 389.02/467.73/561.42 亿元，实现归母净利润 132.84/163.70/199.94 亿元，当前股价对应 PE 为 23.2x/18.8x/15.4x，维持“增持”评级。
- 风险提示：**消费税落地，结构升级不及预期，经济恢复不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,219.96		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,219.96	营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,902	46,773	56,142
52 周内股价区间(元):	185.07-262.82	(+/-)YOY(%)	31.3%	21.8%	21.8%	20.2%	20.0%
总市值(百万元):	307,784.77	净利润(百万元)	8,096	10,438	13,284	16,370	19,994
总资产(百万元):	50,430.50	(+/-)YOY(%)	52.4%	28.9%	27.3%	23.2%	22.1%
每股净资产(元):	27.95	全面摊薄 EPS(元)	6.64	8.56	10.89	13.42	16.39
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	75.4%	75.3%	76.2%	76.5%	76.8%
		净资产收益率(%)	38.0%	37.5%	32.3%	28.5%	25.8%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	8.56	10.89	13.42	16.39
每股净资产	22.82	33.71	47.12	63.51
每股经营现金流	5.92	13.12	13.64	17.61
每股股利	4.37	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	26.95	23.17	18.80	15.39
P/B	10.11	7.48	5.35	3.97
P/S	9.64	7.91	6.58	5.48
EV/EBITDA	19.45	15.85	12.21	9.26
股息率%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	75.3%	76.2%	76.5%	76.8%
净利润率	32.8%	34.4%	35.2%	35.8%
净资产收益率	37.5%	32.3%	28.5%	25.8%
资产回报率	23.7%	20.4%	20.0%	18.5%
投资回报率	34.6%	31.5%	27.9%	25.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	21.8%	21.8%	20.2%	20.0%
EBIT 增长率	30.6%	31.0%	23.2%	22.4%
净利润增长率	28.9%	27.3%	23.2%	22.1%
偿债能力指标				
资产负债率	35.9%	35.9%	29.1%	27.6%
流动比率	2.3	2.4	3.1	3.3
速动比率	0.4	1.0	1.6	2.0
现金比率	0.2	0.8	1.5	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.1	0.1
存货周转天数	484.5	501.3	494.3	493.4
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5
固定资产周转率	16.6	19.9	25.4	32.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	10,438	13,284	16,370	19,994
少数股东损益	20	105	95	104
非现金支出	607	333	365	417
非经营收益	-960	-0	-0	-0
营运资金变动	-2,881	2,280	-187	967
经营活动现金流	7,225	16,002	16,642	21,482
资产	-482	-1,148	-1,286	-1,418
投资	-10,094	-20	-14	-17
其他	356	0	0	0
投资活动现金流	-10,220	-1,168	-1,300	-1,435
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-4,432	0	0	0
融资活动现金流	-4,432	0	0	0
现金净流量	-7,426	14,834	15,342	20,046

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31,928	38,902	46,773	56,142
营业成本	7,884	9,239	10,981	13,034
毛利率%	75.3%	76.2%	76.5%	76.8%
营业税金及附加	5,832	6,964	8,375	10,119
营业税金率%	18.3%	17.9%	17.9%	18.0%
营业费用	3,217	3,501	3,976	4,491
营业费用率%	10.1%	9.0%	8.5%	8.0%
管理费用	1,202	1,167	1,216	1,291
管理费用率%	3.8%	3.0%	2.6%	2.3%
研发费用	88	79	109	134
研发费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	13,717	17,972	22,137	27,099
财务费用	-8	0	0	0
财务费用率%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	499	0	0	0
营业利润	14,224	17,972	22,137	27,099
营业外收支	-19	0	0	0
利润总额	14,205	17,972	22,137	27,099
EBITDA	14,321	18,304	22,502	27,516
所得税	3,747	4,583	5,673	7,001
有效所得税率%	26.4%	25.5%	25.6%	25.8%
少数股东损益	20	105	95	104
归属母公司所有者净利润	10,438	13,284	16,370	19,994

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,775	18,608	33,951	53,997
应收账款及应收票据	0	3	10	5
存货	11,573	14,161	15,993	19,734
其它流动资产	19,260	21,883	20,752	21,987
流动资产合计	34,608	54,654	70,706	95,723
长期股权投资	94	112	124	139
固定资产	1,926	1,951	1,842	1,739
在建工程	829	1,029	1,290	1,601
无形资产	1,247	1,549	1,945	2,234
非流动资产合计	9,488	10,323	11,259	12,277
资产总计	44,096	64,978	81,964	108,000
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,893	5,284	3,931	6,780
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	12,254	17,355	19,230	22,319
流动负债合计	15,147	22,640	23,161	29,099
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	674	674	674	674
非流动负债合计	674	674	674	674
负债总计	15,821	23,314	23,836	29,773
实收资本	1,220	1,220	1,220	1,220
普通股股东权益	27,877	41,121	57,490	77,484
少数股东权益	438	543	638	743
负债和所有者权益合计	44,096	64,978	81,964	108,000

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。