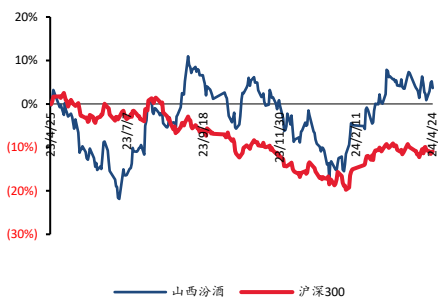


山西汾酒：2023年顺利收官，2024Q1开门红利润超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	12.2/12.2
总市值/流通(亿元)	2,995.99/2,995.99
	5.99
12个月内最高/最低价(元)	263.88/183.95

相关研究报告

<<山西汾酒：报表质量良好，高增势头延续>>--2023-08-25

<<山西汾酒：开年超预期，青花引领结构升级>>--2022-04-13

<<山西汾酒：势能持续释放，全国化高歌猛进，继续买入推荐>>--2022-01-26

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

事件：公司发布2023年年报和2024年一季报，2023年公司实现收入319.28亿元，同比+21.80%；实现归母净利润104.38亿元，同比+28.93%；实现扣非净利润104.45亿元，同比+29.15%。2024Q1公司实现收入153.38亿元，同比+20.94%；实现归母净利润62.62亿元，同比+29.95%；实现扣非净利润62.61亿元，同比+30.08%。

业绩符合预期，青花系列增长势能强，腰部产品和玻汾稳健发展。分产品来看，中高价酒/其他酒实现收入232.03亿元/85.40亿元，同比+22.56%/+20.15%。青花系列占比达到46%，增速约25%-30%。根据渠道调研了解到，青花20增长25%+，青花25增长30%+，青花30增长个位数。青花20和青花25合计突破百亿，公司单独设立青花30事业部，加强高端产品品牌营销建设。老白汾和巴拿马系列增速接近整体增速，消费性价比趋势下在省内和环山西市场实现良性发展。玻汾四季度有所控量全年增长15%+。分区域来看，2023年公司省内实现收入120.84亿元/196.59亿元，分别同比+20.41%/22.84%。省内基地市场高速增长，省外适当控制节奏保持良性增长，长江以南市场增速达到30%以上，10亿级别市场持续增加。截止到2023年年底公司共有3940个经销商，净增303个。

费用精细化管理带来费率优化，2024Q1净利率创新高。2023年公司毛利率为75.31%，同比-0.05pct。费用方面，2023年公司销售/管理/财务费用率分别为10.07%/3.76%/0.28%，分别同比-2.91/-0.86/+0.12pct，公司对费用实行精细化和分级管理，提升费用管控和使用效率，费用率优化效果明显。2023Q4对返利进行兑付，销售费用略有增加。2024Q1年公司毛利率为77.46%，同比+1.90pct。提价落地和产品结构优化带动毛利率提升。费用方面，2024Q1年公司销售/管理/财务费用率分别为7.47%/1.99%/0.00%，分别同比-0.48/-0.09/+0.01pct，毛利率提升和费用率进一步优化推动2024Q1净利率提升2.75pct至40.86%，净利率创历史新高。

2024Q1开门红顺利达成，青花系列增长和利润略超预期。春节期间汾酒动销较优，价盘企稳回升库存良性，公司推行五码关联和汾享礼遇模式，同时提价落地推动渠道利润链条优化。一季度开门红顺利达成，利润端超预期。分产品，2024Q1中高价酒类/其他酒类分别实现收入118.60/34.36亿元，分别同比+24.90%/+9.88%。2024Q1青花系列延续高速增长，其中青花20、青25增长超过平均增速，青花30重

点发力后有所提速。腰部产品老白汾和巴拿马增速接近整体增速，玻汾今年略有控速。分地区，2024Q1 公司省内/省外分别实现收入 55.97 亿元/97.00 亿元，分别同比+11.44%/+27.60%，省外明显发力。展望 2024 年，公司制定收入增长 20%左右的目标指引，青花 20 有望成为百亿级别大单品，2024 年定义为青花 30 高端化元年，有望开启新篇章。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年收入同比增长 21%/17%/16%，净利润同比增长 28%/22%/16%，对应 PE 为 22/18/16X。我们按照 2025 年业绩给 22 倍 PE，一年目标价 295 元，维持“买入”评级。

风险提示：消费需求不及预期风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	31,928	38,594	45,219	52,302
营业收入增长率(%)	21.80%	20.88%	17.17%	15.66%
归母净利（百万元）	10,438	13,402	16,354	19,010
净利润增长率(%)	28.93%	28.40%	22.03%	16.24%
摊薄每股收益（元）	8.56	10.99	13.41	15.58
市盈率（PE）	26.95	22.35	18.32	15.76

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,201	3,775	20,413	36,904	56,948
应收和预付款项	133	114	211	253	275
存货	9,650	11,573	13,623	15,523	17,272
其他流动资产	8,218	19,147	20,833	22,465	22,633
流动资产合计	29,202	34,608	55,080	75,146	97,128
长期股权投资	80	94	117	135	157
投资性房地产	15	14	14	14	14
固定资产	2,125	1,926	2,053	2,075	2,140
在建工程	355	829	755	749	705
无形资产开发支出	1,076	1,247	1,577	2,010	2,349
长期待摊费用	0	0	-11	-9	-9
其他非流动资产	33,039	39,985	60,265	80,332	102,320
资产总计	36,691	44,096	64,770	85,304	107,676
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,948	2,893	4,300	4,976	5,495
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	11,997	12,928	18,693	22,074	24,783
负债合计	14,945	15,821	22,993	27,051	30,278
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
资本公积	592	704	704	704	704
留存收益	19,399	25,787	39,189	55,543	74,553
归母公司股东权益	21,321	27,837	41,237	57,591	76,601
少数股东权益	425	438	539	663	797
股东权益合计	21,746	28,275	41,776	58,254	77,398
负债和股东权益	36,691	44,096	64,770	85,304	107,676

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	10,310	7,225	17,147	16,896	20,685
投资性现金流	-2,894	-10,220	-296	-404	-642
融资性现金流	-2,208	-4,432	-212	0	0
现金增加额	5,209	-7,426	16,638	16,491	20,044

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,214	31,928	38,594	45,219	52,302
营业成本	6,460	7,884	8,910	10,038	11,232
营业税金及附加	4,602	5,832	6,754	7,913	9,231
销售费用	3,404	3,217	3,551	4,011	4,535
管理费用	1,214	1,202	1,409	1,583	1,747
财务费用	-37	-8	-68	-91	-83
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	330	499	310	305	0
公允价值变动	3	0	0	0	0
营业利润	10,873	14,224	18,256	21,969	25,519
其他非经营损益	3	-19	-8	1	6
利润总额	10,876	14,205	18,248	21,970	25,525
所得税	2,719	3,747	4,744	5,493	6,381
净利润	8,157	10,459	13,503	16,478	19,144
少数股东损益	61	20	101	123	134
归母股东净利润	8,096	10,438	13,402	16,354	19,010

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	75.36%	75.31%	76.91%	77.80%	78.52%
销售净利率	30.88%	32.69%	34.73%	36.17%	36.35%
销售收入增长率	31.26%	21.80%	20.88%	17.17%	15.66%
EBIT 增长率	52.29%	30.60%	32.54%	20.35%	16.29%
净利润增长率	52.36%	28.93%	28.40%	22.03%	16.24%
ROE	37.97%	37.50%	32.50%	28.40%	24.82%
ROA	22.07%	23.67%	20.69%	19.17%	17.65%
ROIC	36.20%	34.64%	31.70%	27.85%	24.44%
EPS (X)	6.65	8.56	10.99	13.41	15.58
PE (X)	42.86	26.95	22.35	18.32	15.76
PB (X)	16.31	10.11	7.27	5.20	3.91
PS (X)	13.26	8.82	7.76	6.63	5.73
EV/EBITDA (X)	31.40	19.45	15.20	11.91	9.47

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。