

山西汾酒 (600809.SH) 成长势能不减，业绩弹性持续

2024年04月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

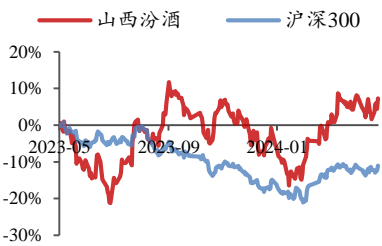
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/4/26
当前股价(元)	252.29
一年最高最低(元)	263.88/183.95
总市值(亿元)	3,077.85
流通市值(亿元)	3,077.85
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.20
近3个月换手率(%)	18.02

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《三季度主动控货，市场良性发展—公司信息更新报告》-2023.11.20

《基本面趋势良好，管理风波平稳过渡—公司信息更新报告》-2023.8.29

《经营势能不减，利润加速释放—公司信息更新报告》-2023.4.29

● 高端化、全国化成长势能强劲，业绩增速超预期，维持“买入”评级

2023年营收319.3亿元，同比+21.8%，归母净利润104.4亿元，同比+28.9%。2024Q1收入153.4亿元，同比+20.9%，归母净利润62.6亿元，同比+30.0%。收入符合预期，业绩超预期，我们维持2024-2025年盈利预测，并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年净利润分别为130.4亿元、162.2亿元、204.6亿元，同比分别+25.0%、+24.4%、+26.1%，EPS分别为10.69、13.30、16.77元，当前股价对应PE分别为21.1、17.0、13.5倍，公司公告2024年收入增速目标不低于20%，维持“买入”评级。

● 产品结构持续升级，青花高增势头延续

2023年青花系列占比达46%，腰部产品稳健发展，玻汾严控配额。近几年，清香氛围持续提升，公司在资源投放、组织创新上坚持高端化方向，产品升级趋势确定。

● 省外增长加速，省内夯实基础

2023年省内收入120.8亿元，同比+20.4%，省外收入196.6亿元，同比+22.8%。2024Q1省内收入56.0亿元，同比+11.4%，省外收入97.0亿元，同比+27.6%。2021-2023年省内在大基数上快速增长，起到了压舱石作用，随着消费环境放开以及长江以南等新市场培育，省外增长局面打开，省内主动进入良性整固阶段。

● 现金流表现优异，毛利率稳定，销售费用率下降，净利率持续提升

2024年Q1末合同负债55.9亿元，环比2023Q4末减少14.4亿元。2023年销售收现为301.3亿元，同比+4.9%；2024Q1销售收现为142.0亿元，同比+44.7%。2023年毛利率同比-0.05pct至75.31%，主要原因是低档酒类成本上升，造成拖累，销售费用率同比-2.91pct，净利率同比+1.64pct至32.76%。2024Q1毛利率同比+1.90pct至77.46%，净利率同比+2.75pct至40.86%，后续产品结构升级、费用更加精细化，公司净利率弹性持续。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,843	47,184	57,013
YOY(%)	31.3	21.8	21.7	21.5	20.8
归母净利润(百万元)	8,096	10,438	13,043	16,220	20,459
YOY(%)	52.4	28.9	25.0	24.4	26.1
毛利率(%)	75.4	75.3	76.2	77.2	79.3
净利率(%)	31.1	32.8	33.6	34.4	35.9
ROE(%)	37.5	37.0	31.6	29.2	27.3
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.69	13.30	16.77
P/E(倍)	34.0	26.4	21.1	17.0	13.5
P/B(倍)	12.9	9.9	6.7	5.0	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29202	34608	48782	61261	81639
现金	11201	3775	16126	26316	45963
应收票据及应收账款	1	0	1	0	1
其他应收款	32	36	47	54	68
预付账款	133	114	186	178	262
存货	9650	11573	13311	15602	16234
其他流动资产	8186	19110	19110	19110	19110
非流动资产	7489	9488	10401	11363	12373
长期投资	80	94	122	149	177
固定资产	2125	1926	2666	3422	4184
无形资产	1076	1247	1414	1602	1824
其他非流动资产	4207	6221	6200	6190	6189
资产总计	36691	44096	59183	72624	94012
流动负债	14846	15147	17190	16434	18374
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2948	2893	3956	4002	4761
其他流动负债	11898	12254	13233	12432	13613
非流动负债	99	674	674	674	674
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	99	674	674	674	674
负债合计	14945	15821	17864	17108	19048
少数股东权益	425	438	439	441	443
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	592	704	704	704	704
留存收益	19399	25787	35261	47447	62030
归属母公司股东权益	21321	27837	40880	55075	74521
负债和股东权益	36691	44096	59183	72624	94012

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10310	7225	13697	13044	21228
净利润	8157	10459	13044	16222	20461
折旧摊销	201	253	213	291	376
财务费用	-37	-8	-104	-401	-799
投资损失	-330	-499	-14	-14	-14
营运资金变动	2650	-2882	555	-3056	1196
其他经营现金流	-332	-98	3	1	8
投资活动现金流	-2894	-10220	-1105	-1229	-1367
资本支出	826	485	1099	1225	1359
长期投资	-2433	-10094	-27	-27	-27
其他投资现金流	365	359	21	23	19
筹资活动现金流	-2208	-4432	-241	-1624	-213
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	140	112	0	0	0
其他筹资现金流	-2348	-4544	-241	-1624	-213
现金净增加额	5209	-7426	12351	10190	19647

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26214	31928	38843	47184	57013
营业成本	6460	7884	9245	10742	11828
营业税金及附加	4602	5832	6798	8257	9977
营业费用	3404	3217	3884	4954	6271
管理费用	1214	1202	1360	1651	1995
研发费用	58	88	71	94	125
财务费用	-37	-8	-104	-401	-799
资产减值损失	-0	0	0	0	0
其他收益	10	15	12	13	13
公允价值变动收益	3	0	8	10	5
投资净收益	330	499	14	14	14
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	10873	14224	17634	21934	27660
营业外收入	6	5	6	6	6
营业外支出	3	24	13	19	16
利润总额	10876	14205	17627	21922	27650
所得税	2719	3747	4583	5700	7189
净利润	8157	10459	13044	16222	20461
少数股东损益	61	20	1	2	2
归属母公司净利润	8096	10438	13043	16220	20459
EBITDA	10741	14345	17542	21576	26941
EPS(元)	6.64	8.56	10.69	13.30	16.77

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	31.3	21.8	21.7	21.5	20.8
营业利润(%)	54.7	30.8	24.0	24.4	26.1
归属于母公司净利润(%)	52.4	28.9	25.0	24.4	26.1
获利能力					
毛利率(%)	75.4	75.3	76.2	77.2	79.3
净利率(%)	31.1	32.8	33.6	34.4	35.9
ROE(%)	37.5	37.0	31.6	29.2	27.3
ROIC(%)	108.5	46.3	56.4	58.9	74.2
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	35.9	30.2	23.6	20.3
净负债比率(%)	-51.3	-11.6	-38.7	-47.2	-61.1
流动比率	2.0	2.3	2.8	3.7	4.4
速动比率	0.9	0.4	1.0	1.7	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	29182.9	82505.9	82505.9	82505.9	82505.9
应付账款周转率	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.64	8.56	10.69	13.30	16.77
每股经营现金流(最新摊薄)	8.45	5.92	11.23	10.69	17.40
每股净资产(最新摊薄)	17.48	22.82	33.51	45.14	61.08
估值比率					
P/E	34.0	26.4	21.1	17.0	13.5
P/B	12.9	9.9	6.7	5.0	3.7
EV/EBITDA	24.5	19.0	14.8	11.6	8.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn