

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	252.29
总股本/流通股本(亿股)	12.20 / 12.20
总市值/流通市值(亿元)	3,078 / 3,078
52周内最高/最低价	262.82 / 185.07
资产负债率(%)	35.9%
市盈率	29.46
第一大股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司

研究所

分析师：蔡雪昱
SAC 登记编号：S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com

山西汾酒(600809)

23年圆满收官，24开年收入符合预期、利润超预期，实现高质量开门红

● 事件

公司发布2023年年报、2024年一季报。2023年，公司实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润319.28/104.38/104.45亿元，同比+21.8%/+28.93%/+29.15%。公司单Q4实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润51.84/10.07/10.17亿元，同比+27.38%/+1.96%/+3.22%。2023年公司分红率为51.07%，同比+1.04pct。公司2023年圆满收官。2024年Q1公司实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润153.38/62.62/62.61亿元，同比+20.94%/+29.95%/+30.08%。24Q1收入符合预期、利润超预期，实现高质量开门红。

● 投资要点

产品结构亮眼，24开年青20保持强韧增长、青30提速。2023年青花占汾酒系列46%，实现高于公司营收的增长。我们预计其中青25增速最快、其次为青20（在三季度停货后Q4恢复较快增长）、青30稳中有增，玻汾/老白汾快于平均增速，巴拿马Q4自然动销全年稳健双位数增长。24年开年青花带动整体营收保持强劲增长，青20、25继续最快表现，值得关注的是青30提速并快于整体表现，玻汾和腰部产品开年实现较为稳健的双位数增长。分区域看，2023年省内增长20.41%/省外增长22.84%，齐头并进，长江以南核心市场同比增速超过于省外整体增速。2024全年维度看，增量更多来自于省外增长。

全年毛利率平稳、费用效率提升带动净利率提升。2023年，公司毛利率/归母净利率为75.31%/32.69%，分别同比-0.05/+1.81pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为18.27%/10.07%/3.76%/0.28%/-0.02%，分别同比+0.71/-2.91/-0.87/+0.05/+0.12pct。23Q4结构带动毛利率显著提升，税金比例达近五年单季度次高，销售费用恢复正常投放节奏（上半年广宣业务费用下降17.4%、下半年广宣费投放同比仅少1-2个点，为后续拉高品牌势能做准备）。公司毛利率/归母净利率为72.06%/19.42%，分别同比+3.01/-4.84pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为28.8%/13.27%/6.43%/0.65%/-0.09%，分别同比+5.89/+4.69/-3.58/+0.2/+0.17pct。

24Q1结构带动毛利率继续提升，税金稳中略降/期间费用效率提高带动利润端呈现较好弹性，3月末青20/老白汾提价促回款，合同负债处于较高水位，开年实现了高质量增长。公司毛利率/归母净利率为77.46%/40.83%，分别同比+1.9/+2.83pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为13.34%/7.47%/1.99%/0.16%/0%，分别同比-

1.05/-0.48/-0.09/+0.01/+0.02pct。24Q1 公司实现销售收现 142.02 亿元，同比+44.66%；经现净额 70.41 亿元，同比+105.10%；24Q1 末合同负债 55.90 亿元，同比+14.18 亿元，确认收入后环比回落 14.39 亿元（去年同口径环比下降 27.36 亿元）。省内/省外收入 55.97/97.0 亿元，分别同比增长 11.4%/27.6%。

公司开年青 20 势能强劲，青 30 去年底将顺价格操盘思路后点状细分市场爆量、呈现报表端明显较去年提速并好于平均。青 20 价格表现看：在去年 Q3 停货/调整市场、并以全国推行“汾享礼遇”更强渠道掌控费用后置模式，批价回升，经历过旺季考验、节后批价平稳。当前公司整体库存良性，今年将有更多产品端/品牌端/数字化系统端动作落地。

● 盈利预测与投资建议

我们继续看好公司未来发展，2024 年公司继续给出收入 20%左右的经营目标、彰显全年维度的信心。我们小幅上调盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营收 385.45/471.62/559.67 亿元（2024-2025 年前值为 379.72/468.01 亿元），同比增长 20.72%/22.36%/18.67%，预计 2024-2026 年归母净利润为 131.73/165.56/198.88 亿元（2024-2025 年前值为 132.61/165.92 亿元），同比增长 26.20%/25.68%/20.12%，未来三年 EPS 为 10.80/13.57/16.30 元，对应当前股价 PE 为 23/19/15 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	31928	38545	47162	55967
增长率(%)	21.80	20.72	22.36	18.67
EBITDA（百万元）	14451	17578	21956	26393
归属母公司净利润（百万元）	10438	13173	16556	19888
增长率(%)	28.93	26.20	25.68	20.12
EPS（元/股）	8.56	10.80	13.57	16.30
市盈率（P/E）	29.49	23.36	18.59	15.48
市净率（P/B）	11.06	8.05	5.84	4.39
EV/EBITDA	19.50	16.50	12.74	10.13

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	31928	38545	47162	55967	营业收入	21.8%	20.7%	22.4%	18.7%
营业成本	7884	9192	11069	12958	营业利润	30.8%	21.7%	25.3%	20.1%
税金及附加	5832	6971	8341	9954	归属于母公司净利润	28.9%	26.2%	25.7%	20.1%
销售费用	3217	3691	4469	5359	获利能力				
管理费用	1202	1413	1728	1939	毛利率	75.3%	76.2%	76.5%	76.8%
研发费用	88	108	132	157	净利率	32.8%	34.6%	35.5%	35.9%
财务费用	-8	-22	-79	-126	ROE	37.5%	34.4%	31.4%	28.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	86.5%	47.0%	80.8%	80.9%
营业利润	14224	17317	21691	26055	偿债能力				
营业外收入	5	90	100	120	资产负债率	35.9%	36.8%	33.7%	31.0%
营业外支出	24	5	5	5	流动比率	2.28	2.32	2.57	2.80
利润总额	14205	17402	21786	26170	营运能力				
所得税	3747	4083	5054	6071	应收账款周转率	19.94	9.69	9.69	9.69
净利润	10459	13320	16732	20099	存货周转率	0.68	0.65	0.65	0.65
归母净利润	10438	13173	16556	19888	总资产周转率	0.72	0.63	0.58	0.54
每股收益(元)	8.56	10.80	13.57	16.30	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	8.56	10.80	13.57	16.30
货币资金	3775	22514	33878	47230	每股净资产	22.82	31.35	43.20	57.44
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1601	3980	4869	5779	PE	29.49	23.36	18.59	15.48
预付款项	114	216	264	313	PB	11.06	8.05	5.84	4.39
存货	11573	14081	16958	19851	现金流量表				
流动资产合计	34608	51115	68591	88142	净利润	10459	13166	16521	19767
固定资产	2799	3033	3882	5631	折旧和摊销	253	198	249	349
在建工程	829	1441	2386	3331	营运资本变动	-2882	9084	-1403	-1424
无形资产	1247	1205	1164	1122	其他	-960	73	36	19
非流动资产合计	9488	10292	12081	14814	经营活动现金流净额	6869	22520	15403	18711
资产总计	44096	61408	80672	102956	资本开支	-436	-1000	-2000	-3000
短期借款	0	0	0	0	其他	-9784	57	58	105
应付票据及应付账款	2893	4242	5109	5981	投资活动现金流净额	-10220	-943	-1942	-2895
其他流动负债	12254	17756	21598	25502	股权融资	112	0	0	0
流动负债合计	15147	21999	26707	31483	债务融资	526	-94	-81	-74
其他	674	581	499	425	其他	-5070	-2744	-2015	-2390
非流动负债合计	674	581	499	425	筹资活动现金流净额	-4432	-2838	-2097	-2463
负债合计	15821	22579	27207	31908	现金及现金等价物净增加额	-7782	18739	11364	13352
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积金	704	704	704	704					
未分配利润	25913	36320	50781	68153					
少数股东权益	438	585	760	971					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	28275	38828	53466	71048					
负债和所有者权益总计	44096	61408	80672	102956					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048