

## 改革红利稳步释放

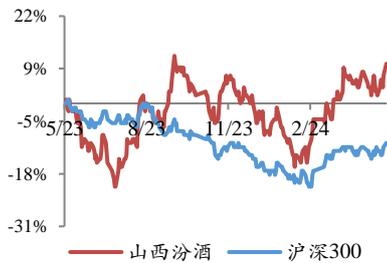
——山西汾酒 23 年报&24 一季报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-29

收盘价(元)	258.05
近12个月最高/最低(元)	265.00/183.95
总股本(百万股)	1,220
流通股本(百万股)	1,220
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	3,148
流通市值(亿元)	3,148

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

### 相关报告

- 省外增速超省内，盈利能力创同期新高 2023-10-27
- 青花占比再提升，盈利能力攀新高 2023-08-25
- 23H1 经营点评：公司延续高势能，全年目标预计无忧 2023-07-27

### 主要观点：

- 公司发布 2023 年及 2024Q1 业绩：
- 24Q1：收入 153.38 亿 (+20.94%)，归母 62.62 亿 (+29.95%)，扣非 62.61 亿 (+30.08%)。
- 23Q4：收入 51.84 亿 (+27.38%)，归母 10.07 亿 (+1.95%)，扣非 10.17 亿 (+3.22%)。
- 23 年：收入 319.28 亿 (+21.80%)，归母 104.38 亿 (+28.93%)，扣非 104.45 亿 (+29.15%)。
- 每股派发现金股利 4.37 元，分红率 51.07%，同比提高 1.04pct。
- 23 年报收入、利润符合市场预期。24Q1 利润超市场预期。

- 23 收入：腰部量增为主，全国化趋势延续
- 从产品结构看，23 年腰部产品放量增长。公司 23 年中高档酒/其他酒业务分别同比增长 22.56%/20.15%，全年中高档酒占比提高 0.39pct 至 73.1%。全年青花系列占比达 46%，预计同比增速 25%-30%。核心产品中，青花 30 复兴版主动控量调整下，预计同比增长 5%；青花 20+25 预计体量过百亿，同比增长接近 40%；巴拿马/老白汾/玻汾预计分别同比增长 20%/20%左右/15%。从量价拆分来看，中高档酒量价齐升，量/价分别同比增长 11.30%/10.12%。
- 从区域看，长江以南市场增速较快，全国化趋势延续。公司 23 省内/外分别同比增长 20.41%/22.84%，全年省外占比同比提高 0.47pct 至 61.9%。拆分量价来看，省内外均以量增为主。其中，省内量/价分别同比增长 17.86%/2.32%，省外量/价分别同比增长 15.61%/6.25%。我们预计长江以南市场增速超 30%，全国化趋势延续。

- 24 收入：产品结构升级与全国化加速
- 从产品结构看，公司头部产品量增提速，产品结构持续向上。24Q1 公司中高档酒/其他酒业务分别同比增长 24.9%/9.9%，中高档酒占比提高 2.3pct 至 77.5%。我们预计青花系列延续高增，整体增速略快于中高档酒。核心产品中，青花 30 复兴版/青花 20+25 预计分别同比增长 20%/30%+，巴拿马增速略低于公司整体水平，老白汾/玻汾预计分别同比增长 20%/10%。在玻汾控量、复兴版投入更多资源、汾享礼遇加强渠道管控力度下，公司整体产品结构持续向上。
- 从区域看，省外环比提速，全国化加速。24Q1 公司省内/外同比增长 11.4%/27.6%，省外占比同比提高 3.2pct。省内青花 25 承接巴拿马 20 消费升级趋势，预计增速 30%+；省外推广汾享礼遇模式，渠道积极性向上，长江以南重点市场预计表现更好。
- 利润：盈利能力稳步向上
- 23Q4/23A 毛利率分别变动+3.01/-0.05pct，净利率分别同比变动

-4.85/+1.81pct, 盈利能力稳步向上。其中, Q4 毛利率同比提高或因产品结构升级, Q4 净利率同比下降主因生产发货错期导致税金及附加率同比提高 5.9pct, 同时部分渠道费用集中兑付导致销售费率同比提高 4.7pct。全年维度, 销售/管理费率同比下降 2.91/0.86pct, 主因公司积极推广汾享礼遇渠道管理模式, 注重过程管理, 提高费效比。

➤ 24Q1 毛利率同比+1.9pct, 主因青花 30 同比高增带动产品结构升级。税金及附加/销售/管理费率分别同比下降 1.06/0.48/0.09pct, 主因公司渠道管理能力持续增强, 净利率同比提高 2.83pct。

➤ **投资建议: 改革红利稳步释放, 维持“买入”**

➤ **我们的观点:**

公司改革红利稳步释放, 产品上通过成立青花事业部, 积极规划青花 30 复兴版, 提高品牌调性; 渠道上通过持续推进汾享礼遇模式, 提高渠道管理能力, 精准费用投放; 区域上全国化加速推进, 长江以南重点市场快速发展, 全国化加速。

**盈利预测:** 考虑到公司改革红利稳步释放, 产品结构持续升级, 我们新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 389.12/466.69/551.19 亿元, 同比增长 21.9%/+19.9%/+18.1%; 实现归母净利润 131.72/163.22/197.65 亿元, 同比增长 26.2%/ 23.9%/ 21.1%; 当前股价对应 PE 分别为 23.90/19.29/15.93 倍, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示:**

需求恢复不及预期, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	31928	38912	46669	55119
收入同比 (%)	21.8%	21.9%	19.9%	18.1%
归属母公司净利润	10438	13172	16322	19765
净利润同比 (%)	28.9%	26.2%	23.9%	21.1%
毛利率 (%)	75.3%	76.1%	76.7%	77.3%
ROE (%)	37.5%	36.0%	34.5%	33.3%
每股收益 (元)	8.56	10.80	13.38	16.20
P/E	26.95	23.90	19.29	15.93
P/B	10.11	8.61	6.65	5.31
EV/EBITDA	19.45	17.24	13.72	10.80

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 4 月 29 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	34608	52969	60030	82440	<b>营业收入</b>	31928	38912	46669	55119
现金	3775	15445	24999	39692	营业成本	7884	9282	10862	12523
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	5832	6810	8167	9646
其他应收款	36	439	131	542	销售费用	3217	3891	4667	5512
预付账款	114	325	380	438	管理费用	1202	1790	2100	2205
存货	11573	17305	14677	21502	财务费用	-8	-38	-154	-250
其他流动资产	19110	19455	19843	20266	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	9488	10392	11045	11457	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	94	94	94	94	投资净收益	499	156	187	220
固定资产	1926	2820	3473	3895	<b>营业利润</b>	14224	17294	21168	25648
无形资产	1247	1257	1257	1247	营业外收入	5	71	71	71
其他非流动资产	6221	6221	6221	6221	营业外支出	24	0	0	0
<b>资产总计</b>	44096	63361	71075	93897	<b>利润总额</b>	14205	17365	21239	25719
<b>流动负债</b>	15147	25670	22600	33414	所得税	3747	4168	4885	5915
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	10459	13197	16354	19804
应付账款	2279	5456	1785	6564	少数股东损益	20	26	32	39
其他流动负债	12868	20214	20815	26850	<b>归属母公司净利润</b>	10438	13172	16322	19765
<b>非流动负债</b>	674	674	674	674	EBITDA	14321	17417	21184	25566
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	8.56	10.80	13.38	16.20
其他非流动负债	674	674	674	674					
<b>负债合计</b>	15821	26344	23274	34088					
少数股东权益	438	464	496	535					
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积	704	704	704	704					
留存收益	25913	34629	45382	57350					
归属母公司股东权益	27837	36553	47306	59274					
<b>负债和股东权益</b>	44096	63361	71075	93897					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	7225	17119	15876	22998	<b>成长能力</b>				
净利润	10459	13197	16354	19804	营业收入	21.8%	21.9%	19.9%	18.1%
折旧摊销	604	316	357	388	营业利润	30.8%	21.6%	22.4%	21.2%
财务费用	39	0	0	0	归属于母公司净利	28.9%	26.2%	23.9%	21.1%
投资损失	-499	-156	-187	-220	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-2881	3832	-577	3098	毛利率 (%)	75.3%	76.1%	76.7%	77.3%
其他经营现金流	12843	9295	16860	16635	净利率 (%)	32.7%	33.8%	35.0%	35.9%
<b>投资活动现金流</b>	-10220	-993	-752	-509	ROE (%)	37.5%	36.0%	34.5%	33.3%
资本支出	-482	-1149	-939	-729	ROIC (%)	34.6%	34.3%	32.9%	31.9%
长期投资	-10094	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	356	156	187	220	资产负债率 (%)	35.9%	41.6%	32.7%	36.3%
<b>筹资活动现金流</b>	-4432	-4455	-5569	-7797	净负债比率 (%)	56.0%	71.2%	48.7%	57.0%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.28	2.06	2.66	2.47
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.36	0.70	1.22	1.29
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	112	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.72	0.69	0.67
其他筹资现金流	-4544	-4455	-5569	-7797	应收账款周转率	82505.88	—	—	—
<b>现金净增加额</b>	-7426	11670	9555	14693	应付账款周转率	3.46	2.40	3.00	3.00

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。