

## 全面增长势能持续

### —2023 年报及 2024 一季度业绩点评

#### 核心观点：

- 事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年实现营业收入 319.3 亿元，同比+21.8%；归母净利润 104.4 亿元，同比+28.9%。2024 年一季度实现收入 153.4 亿元，同比+20.9%；归母净利 62.6 亿元，同比+30.0%。
- 青花系列+玻汾同步高增。**2023 年公司中高价/其他酒分别实现营业收入 202.0/85.4 亿元，同比+22.6%/20.1%。其中青花系列实现收入约 146 元（2022 年收入破百亿），收入占比提升至 46%。青花 20、25 等产品放量带动中高价位酒销量/吨价分别同比+11.3%/10.1%，毛利率+0.11pct。玻汾系列 Q4 略有控量，全年稳健增长。
- 区域开拓进展迅速。**分区域来看，2023 年公司省内/省外分别实现营收 120.8/196.6 亿元，同比分别+23.7%/21.6%。经销商数量分别+52/251 个。公司 10 亿元级市场持续增加，长江以南核心市场同比增长超 30%。
- 费用投放精准化，净利率水平提高。**公司 2023 年毛利率 75.3%，同比-0.1pct；管理费用率/销售费用率分别为 3.8%/10.1%，同比-2.9/+0.9pct。单 4Q23 毛利率 72.1%，同比+3.0pct，主要受益于青花系列放量带动的结构性优化；管理费用率/销售费用率分别为 6.4%/13.3%，同比-3.6/+4.7pct。1Q24 毛利率 77.5%，同比+1.9pct，管理费用/销售费用分别为 2.0%/7.5%，同比-0.1/-0.5pct。2023 年及 2024 一季度净利率分别为 32.7%、40.8%，同比+1.8%、+2.8%。2023 年是公司费用改革元年，9 月开始推行“汾享礼遇”模式对费用进行分级精准投放，拉动公司净利水平提高，盈利能力进一步提升。
- 分红比例稳步提升。**公司 2023 年分红 53.3 亿元，分红比例 51%，较去年分红比例小幅提升。按最新收盘价计算股息率在 1.6%。
- 投资建议：**根据最新业绩小幅上调盈利预测，预计 2024/2025 年 EPS 10.78/13.26 元，新增 2026 年 EPS 预测 15.99 元。2024/4/30 收盘价 262.31 元对应 P/E 分别为 24/20/16 倍。公司业绩增长确定性高，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**市场开拓不及预期的风险；竞争加剧的风险。

山西汾酒(600809)

推荐 (维持)

#### 分析师

刘来珍

✉: 021-20252647

✉: liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

#### 研究助理 韩勉

✉: 010-80927653

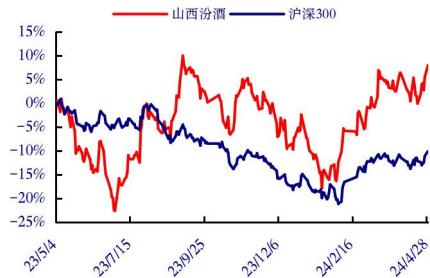
✉: hanmian\_yj@chinastock.com.cn

#### 市场数据

2024-04-29

股票代码	600809
A 股收盘价(元)	258.05
上证指数	3,113.04
总股本(万股)	121,996
实际流通 A 股(万股)	121,996
流通 A 股市值(亿元)	3,148

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河饮食】公司点评\_山西汾酒 (600809)\_以坚业绩增长打消忧虑

表1：主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31928.48	38592.54	46494.39	55231.85
收入增长率%	21.80	20.87	20.48	18.79
归母净利润(百万元)	10438.11	13155.23	16171.30	19509.97
利润增速%	28.93	26.03	22.93	20.65
毛利率%	75.31	76.27	76.85	77.17
摊薄EPS(元)	8.56	10.78	13.26	15.99
PE	30.66	24.33	19.79	16.40
PB	11.50	7.81	5.60	4.17
PS	10.02	8.29	6.88	5.79

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**附录：**
**(一) 公司财务预测表**

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>34607.80</b>	<b>51001.58</b>	<b>69996.73</b>	<b>93567.23</b>	营业收入	31928.48	38592.54	46494.39	55231.85
现金	3774.75	17503.52	33906.70	54039.17	营业成本	7884.35	9157.85	10765.66	12610.80
应收账款	0.23	6.20	1.55	7.66	营业税金及附加	5831.98	6946.66	8368.99	9941.73
其它应收款	36.41	49.35	53.97	68.77	营业费用	3216.78	3666.29	4184.50	4694.71
预付账款	113.57	137.37	161.48	189.16	管理费用	1202.10	1543.70	1859.78	2209.27
存货	11572.56	13865.92	16038.70	18991.29	财务费用	-7.94	-39.24	-46.06	-55.12
其他	19110.28	19439.23	19834.32	20271.19	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>9488.03</b>	<b>9735.60</b>	<b>9679.39</b>	<b>9869.61</b>	公允价值变动收益	0.24	0.00	0.00	0.00
长期投资	94.18	94.18	94.18	94.18	投资净收益	499.30	400.00	400.00	400.00
固定资产	1926.33	1845.26	1752.14	1648.84	营业利润	14224.06	17640.09	21668.54	26120.00
无形资产	1246.69	1426.69	1606.69	1786.69	营业外收入	4.89	0.00	0.00	0.00
其他	6220.83	6369.47	6226.38	6339.90	营业外支出	23.81	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>44095.84</b>	<b>60737.18</b>	<b>79676.12</b>	<b>103436.85</b>	利润总额	14205.14	17640.09	21668.54	26120.00
<b>流动负债</b>	<b>15146.67</b>	<b>18557.78</b>	<b>21245.42</b>	<b>25416.18</b>	所得税	3746.61	4409.86	5417.24	6530.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	10458.53	13230.23	16251.30	19589.97
应付账款	2278.95	3063.13	3216.84	4139.46	少数股东损益	20.42	75.00	80.00	80.00
其他	12867.72	15494.65	18028.58	21276.71	归属母公司净利润	10438.11	13155.23	16171.30	19509.97
<b>非流动负债</b>	<b>674.10</b>	<b>674.10</b>	<b>674.10</b>	<b>674.10</b>	EBITDA	14320.66	17403.29	21428.69	25874.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	8.56	10.78	13.26	15.99
其他	674.10	674.10	674.10	674.10					
<b>负债合计</b>	<b>15820.77</b>	<b>19231.88</b>	<b>21919.52</b>	<b>26090.28</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	438.16	513.16	593.16	673.16	营业收入	21.80%	20.87%	20.48%	18.79%
归属母公司股东权益	27836.91	40992.14	57163.44	76673.41	营业利润	30.82%	24.02%	22.84%	20.54%
<b>负债和股东权益</b>	<b>44095.84</b>	<b>60737.18</b>	<b>79676.12</b>	<b>103436.85</b>	归属母公司净利润	28.93%	26.03%	22.93%	20.65%
					毛利率	75.31%	76.27%	76.85%	77.17%
					净利率	32.69%	34.09%	34.78%	35.32%
					ROE	37.50%	32.09%	28.29%	25.45%
					ROIC	34.64%	30.44%	27.15%	24.61%
					资产负债率	35.88%	31.66%	27.51%	25.22%
					净负债比率	-10.24%	-40.05%	-57.18%	-68.73%
					流动比率	2.28	2.75	3.29	3.68
					速动比率	0.36	1.05	1.71	2.24
					总资产周转率	0.72	0.64	0.58	0.53
					应收帐款周转率	138151.28	6223.62	30033.43	7213.04
					应付帐款周转率	14.01	12.60	14.45	13.34
					每股收益	8.56	10.78	13.26	15.99
					每股经营现金	5.92	11.31	13.25	16.52
					每股净资产	22.82	33.60	46.86	62.85
					P/E	30.66	24.33	19.79	16.40
					P/B	11.50	7.81	5.60	4.17
					EV/EBITDA	19.45	17.43	13.39	10.31
					P/S	10.02	8.29	6.88	5.79
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>7225.08</b>	<b>13794.79</b>	<b>16169.19</b>	<b>20148.47</b>					
净利润	10458.53	13230.23	16251.30	19589.97					
折旧摊销	604.08	202.44	206.21	209.77					
财务费用	39.42	16.01	16.01	16.01					
投资损失	-499.30	-400.00	-400.00	-400.00					
营运资金变动	-2880.92	746.11	95.67	732.72					
其它	-496.74	0.00	0.00	0.00					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-10219.98</b>	<b>-50.00</b>	<b>250.00</b>	<b>0.00</b>					
资本支出	-482.17	-450.00	-150.00	-400.00					
长期投资	-10094.00	0.00	0.00	0.00					
其他	356.18	400.00	400.00	400.00					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4431.61</b>	<b>-16.01</b>	<b>-16.01</b>	<b>-16.01</b>					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	-4431.61	-16.01	-16.01	-16.01					
<b>现金净增加额</b>	<b>-7426.47</b>	<b>13728.78</b>	<b>16403.18</b>	<b>20132.46</b>					

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当目的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	行业评级 中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级 推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：	程 磊 0755-83471683 <a href="mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn">chengxi_yj@chinastock.com.cn</a>
	苏一耘 0755-83479312 <a href="mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn">suyiyun_yj@chinastock.com.cn</a>
上海地区：	陆韵如 021-60387901 <a href="mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn">luyunru_yj@chinastock.com.cn</a>
	李洋洋 021-20252671 <a href="mailto:liyangyang_yj@chinastock.com.cn">liyangyang_yj@chinastock.com.cn</a>
北京地区：	田 薇 010-80927721 <a href="mailto:tianwei@chinastock.com.cn">tianwei@chinastock.com.cn</a>
	唐曼龄 010-80927722 <a href="mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn">tangmanling_bj@chinastock.com.cn</a>