

信义山证 汇通天下

证券研究报告

白酒

山西汾酒（600809.SH）

买入-A(维持)

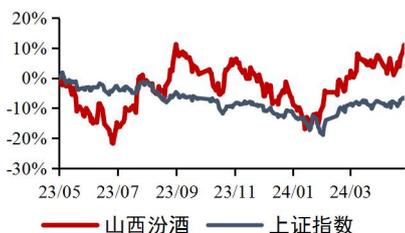
年报点评

2023 完美收官，2024Q1 利润超预期

2024 年 5 月 5 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 4 月 30 日

收盘价(元):	262.31
年内最高/最低(元):	267.38/183.95
流通 A 股/总股本(亿):	12.20/12.20
流通 A 股市值(亿):	3,200.09
总市值(亿):	3,200.09

基础数据：2024 年 3 月 31 日

基本每股收益(元):	5.13
摊薄每股收益(元):	5.13
每股净资产(元):	28.31
净资产收益率(%):	18.14

资料来源：最闻

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

➢ 事件：2023 年实现营业收入 319.28 亿元，同比增长 21.8%；归属于上市公司股东的净利润 104.38 亿元，同比增长 28.93%；基本每股收益 8.56 元。2024Q1 公司实现营收 153.38 亿元，同比增长 20.94%；归母净利润 62.62 亿元，同比增长 29.95%。

事件点评

➢ 营收跨越 300 亿，清香天下的市场布局初步形成。公司 2023 年营业收入 319.28 亿元，同比+21.8%；归母净利润为 104.38 亿元，同比+28.93%；其中单 Q4 实现营业收入 51.84 亿元，同比+27.38%；归母净利润 10.07 亿元，同比+1.95%，业绩符合预期，如期实现目标，青花延续高增长。具体来看：1) 分产品来，①汾酒系列，青花汾酒预计 140 亿+，同比增长 30%左右，其中青花 20 增速最快，青花 30 复兴版预计 10%增长；腰部产品巴拿马和老白汾预计 20%左右增长，玻汾预计增长 15-20%；②杏花村系列预计营收 7 亿左右，同比增长基本持平。2) 分市场来看，2023 年公司动态布局省内和省外市场，以稳定价格和省外市场的健康发展，省内/省外分别实现营收 120.84/196.59 亿，同比+20.41%/+22.84%。目前公司“一轮红日、五星灿烂、清香天下”的市场结构逐步形成，10 亿元级市场持续增加，长江以南核心市场同比增长超 30%，全国化进程进一步扩大。此外，在 23Q1 高基数压力下，24Q1 营业收入为 153.38 亿元，同比+20.94%；归母净利润为 62.62 亿元，同比+29.95%，利润超市场预期，主要在于公司青花系列引领，结构持续优化，预计青花系列同比增长 30%+，玻汾增速 10%左右。

➢ 产品结构优化+管理提质增效，盈利弹性持续释放。公司 2023/2024Q1 净利率分别为 32.76%/40.86%，同比+1.64/2.75pct，盈利能力不断提高。具体来看：1) 公司 2023/2024Q1 毛利率为 75.31%/77.46%，同比-0.05/+1.90pct；2) 2023/24Q1 年销售期间费用率为 14.09%/9.62%，同比-3.61/-0.54pct，其中 23 年销售/管理费用率为 10.07%/3.76%，同比-2.91/-0.87pct；24Q1 销售/管理费用率为 7.47%/1.99%，同比-0.48/-0.09pct；3) 现金流方面，公司 2024Q1 销售收现/经营现金流净额分别为 142.02/70.41 亿元，同比+44.66%/+105.0%；截至 24Q1 末，公司合同负债为 55.90 亿元，同比增长 14.18 亿元，现金流表现靓丽。

➢ 产品组合同时发力，渠道模式再造和组织重塑带来竞争力提高。公司以八大纲领为总框架积极谋划，从汾酒营销层面来讲，要从“玻汾调存量、20 要突破、中期看 30、科学做营销”等方面为抓手，加强对标学习和制度改革，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

以系统发展观，进行全面的总结和归纳，找到改进和优化的路径。1) 青花 20 全面增长，目前来看，青花 20 从商务场景增长开始到多场景增长（比如宴席、酒店等），同时找到机会和竞品缩小差距，有望实现量价齐升；2) 目前成立青花汾酒事业部，针对青花 30 以上产品进行高端运作，重视顶层设计、倾斜资源投放，落实增量动作，加大过程考核等，从而实现销量要好/价格要好/模式要成熟的三个目标；3) 腰部产品重点看五码合一推出后，老白汾的升级换代。此外，渠道模式再造和组织重塑带来竞争力提高，助推后 500 亿汾酒的发展，围绕“文化重塑、组织重塑、竞争力重塑”三个层面，提高汾酒营销的综合竞争力。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**短期看公司春节动销表现优秀，公司渠道健康良性，回款与发货节奏上把握到位；全年看，公司掌握战略主动，名酒势能、清香势能、产品线势能三大势能加持，有望实现年度 20% 的营收目标；中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。因此，未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率有望不断提高。预计 2024-2026 年公司归母净利润 130.84 亿、162.00 亿、199.07 亿，EPS 分别为 10.72 元、13.28 元、16.32 元，对应当前股价，PE 分别为 24.5 倍、19.8 倍、16.1 倍。维持“买入-A”评级。

风险提示：商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,714	46,656	56,021
YoY(%)	31.3	21.8	21.3	20.5	20.1
净利润(百万元)	8,096	10,438	13,084	16,200	19,907
YoY(%)	52.4	28.9	25.3	23.8	22.9
毛利率(%)	75.4	75.3	76.1	76.3	76.3
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.72	13.28	16.32
ROE(%)	37.5	37.0	31.8	29.1	27.0
P/E(倍)	39.5	30.7	24.5	19.8	16.1
P/B(倍)	15.0	11.5	7.8	5.8	4.4
净利率(%)	30.9	32.7	33.8	34.7	35.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29202	34608	51299	65545	88486
现金	11201	3775	18595	29766	49783
应收票据及应收账款	1	0	1	0	1
预付账款	133	114	185	175	257
存货	9650	11573	13361	16440	19267
其他流动资产	8218	19147	19157	19164	19177
非流动资产	7484	9488	10376	11285	12242
长期投资	80	94	111	130	150
固定资产	2125	1926	2650	3368	4090
无形资产	1076	1247	1418	1606	1829
其他非流动资产	4203	6221	6197	6181	6172
资产总计	36686	44096	61675	76830	100728
流动负债	14846	15147	19525	19970	25796
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2948	2893	3970	4233	5596
其他流动负债	11898	12254	15555	15737	20200
非流动负债	94	674	674	674	674
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	94	674	674	674	674
负债合计	14941	15821	20199	20644	26470
少数股东权益	425	438	555	687	819
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	592	704	704	704	704
留存收益	19399	25787	35786	47397	62267
归属母公司股东权益	21321	27837	40921	55499	73438
负债和股东权益	36686	44096	61675	76830	100728

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10310	7225	16065	13437	22148
净利润	8157	10459	13201	16333	20039
折旧摊销	201	253	212	287	369
财务费用	-37	-8	-142	-492	-913
投资损失	-330	-499	-34	-35	-224
营运资金变动	2650	-2882	2853	-2631	2903
其他经营现金流	-332	-98	-25	-25	-25
投资活动现金流	-2894	-10220	-1042	-1136	-1077
筹资活动现金流	-2208	-4432	-203	-1130	-1054
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.64	8.56	10.72	13.28	16.32
每股经营现金流(最新摊薄)	8.45	5.92	13.17	11.01	18.15
每股净资产(最新摊薄)	17.48	22.82	33.54	45.49	60.20

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26214	31928	38714	46656	56021
营业成本	6460	7884	9263	11072	13266
营业税金及附加	4602	5832	6814	8211	9860
营业费用	3404	3217	3717	4432	5210
管理费用	1214	1202	1374	1610	1877
研发费用	58	88	46	56	67
财务费用	-37	-8	-142	-492	-913
资产减值损失	17	-3	4	5	6
公允价值变动收益	3	0	25	25	25
投资净收益	330	499	34	35	224
营业利润	10873	14224	17696	21822	26898
营业外收入	6	5	22	26	15
营业外支出	3	24	10	12	12
利润总额	10876	14205	17708	21836	26901
所得税	2719	3747	4507	5504	6862
税后利润	8157	10459	13201	16333	20039
少数股东损益	61	20	117	132	132
归属母公司净利润	8096	10438	13084	16200	19907
EBITDA	10741	14345	17585	21398	26077

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	31.3	21.8	21.3	20.5	20.1
营业利润(%)	54.7	30.8	24.4	23.3	23.3
归属于母公司净利润(%)	52.4	28.9	25.3	23.8	22.9
获利能力					
毛利率(%)	75.4	75.3	76.1	76.3	76.3
净利率(%)	30.9	32.7	33.8	34.7	35.5
ROE(%)	37.5	37.0	31.8	29.1	27.0
ROIC(%)	37.0	36.0	31.1	28.1	25.8
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	35.9	32.8	26.9	26.3
流动比率	2.0	2.3	2.6	3.3	3.4
速动比率	0.8	0.3	1.0	1.5	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	29182.9	82505.9	82505.9	82505.9	82505.9
应付账款周转率	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
估值比率					
P/E	39.5	30.7	24.5	19.8	16.1
P/B	15.0	11.5	7.8	5.8	4.4
EV/EBITDA	28.7	22.1	17.2	13.6	10.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

