

山西汾酒（600809.SH）

管理层变动靴子落地，格局重塑激发组织活力

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张向伟 021-60933131
证券分析师：李文华 021-60375461
联系人：张未艾 021-61761031

◆ 食品饮料 · 白酒 II

zhangxiangwei@guosen.com.cn
liwenhua2@guosen.com.cn
zhangweiai@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入（维持评级）

执证编码：S0980523090001
执证编码：S0980523070002

事项：

公司公告：公司发布《关于聘任公司高级管理人员的公告》，聘任李沛洁先生为公司副总经理，不再担任公司总经理助理职务；聘任王怀先生为公司副总经理、总会计师；聘任张永踊先生为公司副总经理，不再担任公司总经理助理职务；聘任宋亚鹏先生为公司总经理助理，并辞任公司监事职务；聘任许志峰先生为公司董事会秘书。

国信食品饮料观点：1) 管理层变动靴子落地，内部格局重塑激发组织活力。2) 组织重塑护航汾酒复兴战略，公司有望迎来战略机遇期。3) 春节旺季回款动销进度顺利，2024年业绩增长确定性较强。4) 投资建议：清香白酒龙头继续保持较快增长，维持此前盈利预测，我们预计公司2023-2025年实现营收323.6/388.5/448.1亿元，同比增长23.5%/20.0%/15.3%；预计实现归母净利润103.4/129.9/154.2亿元，同比增长27.8%/25.5%/18.8%；对应PE 26.6/21.2/17.8X。考虑到公司经营势能延续，复兴版培育有序推进，维持“买入”评级。

评论：

◆ 管理层变动靴子落地，内部格局重塑激发组织活力

公司于2024年2月6日发布聘任高管的公告，意味着公司管理层变动基本结束，后续公司将逐步进入“管理提升年”。本次公司管理层变动，一定程度上实现内部格局重塑，有望极大地激发组织活力和营销队伍的主观能动性。从管理提升维度看，2024年公司将在人员和组织维度进行较大的改革：1) 人员配置，引入第三方巡查机制，将营销人员和地聘人员从繁重的流程性工作中解放出来；2) 组织裂变，在成熟度不同的市场，有序进行组织裂变，细化区域市场运作的颗粒度；3) 战略思维，系统性地提升营销队伍的执行力 and 战略思维等，实现区域发展和公司整体目标的一致性。

◆ 组织重塑护航汾酒复兴战略，公司有望迎来战略机遇期

2023年，山西汾酒在内部完成组织重塑，在营销管理部的基础上，裂变出青花事业部和数据管理部，为汾酒渠道改革和青花30·复兴版全国化提供组织配称。从经营节奏看，玻汾决定公司发展的下限，青花30·复兴版决定公司发展的上限，因此渠道改革、费用改革、高端酒运作模式改革成为2024年营销工作的主旋律。从组织配称看，青花事业部主管青花30·复兴版及以上产品的营销管理工作，数据管理部负责前端营销工作的数据收集及分析，渠道管理部聚焦青花20及腰部产品的大流通渠道建设。从渠道改革看，公司于2024年将山西省内的渠道共建工程升级为“汾享礼遇”，并向全国范围推广，进而强化公司终端建设及费投模式的改革。我们认为，汾酒的组织势能、品牌势能、渠道势能均处于较好的状态，公司发展有望迎来战略机遇期。

◆ 春节旺季回款动销进度顺利，2024年业绩增长确定性较强

从春节旺季看，公司营销节奏稳中求进，在按计划回款的同时，并未出台过多渠道政策，进而保证批价的稳定。从回款进度看，我们预计1月份公司回款进度在25%+，一季度回款任务达成无虞。从实际动销看，2024年春节是分化的一年，公司主动减轻省内发展压力，更多依靠环山西及长江以南市场。预计在商务需求环比复苏、宴

席持续增长的背景下，公司实际开瓶动销有望实现较快增长。从增长抓手看，汾酒是 2024 年行业内为数不多具有业绩抓手的标的，玻汾作为高周转高毛利品种极大地降低公司省外市场的渠道进入成本，青花 20 凭借自身较高的性价比开始切入省外宴席市场，腰部老白汾系列有望换代升级等。

◆ **投资建议：清香白酒龙头继续保持较快增长，维持“买入”评级**

维持此前盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年实现营收 323.6/388.5/448.1 亿元，同比增长 23.5%/20.0%/15.3%；预计实现归母净利润 103.4/129.9/154.2 亿元，同比增长 27.8%/25.5%/18.8%；对应 PE 26.6/21.2/17.8X。考虑到公司经营势能延续，复兴版培育有序推进，维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

竞争加剧；需求复苏不及预期；政策风险等。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 02 月 14 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600809.SH	山西汾酒	买入	225.20	2,747.4	8.5	10.6	12.6	26.6	21.2	17.8
000799.SZ	酒鬼酒	买入	56.68	184.2	1.8	2.1	2.6	30.7	26.9	21.6
600702.SH	舍得酒业	买入	75.71	252.2	5.1	6.2	7.6	14.7	12.3	10.0

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

- 《山西汾酒（600809.SH）-经销商大会提振信心，2024 年稳中求进》——2023-12-08
- 《山西汾酒（600809.SH）-主动控制经营节奏，聚焦业绩增长质量》——2023-10-28
- 《山西汾酒（600809.SH）-低度复兴版开始贡献增量，内部精细化管理持续提升》——2023-09-21
- 《山西汾酒（600809.SH）-二季度收入增长 32%，青花系列占比提升》——2023-08-28
- 《山西汾酒（600809.SH）-业绩增长彰显品牌势能，费用改革释放业绩弹性》——2023-07-25

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	6146	11201	16177	24675	34808	营业收入	19971	26214	32361	38849	44810
应收款项	104	33	177	213	241	营业成本	5011	6460	7092	8229	9320
存货净额	8189	9650	12293	14492	16550	营业税金及附加	3730	4602	6011	7197	8287
其他流动资产	4816	7259	7805	9369	10807	销售费用	3160	3404	4093	4550	4978
流动资产合计	25286	29202	42482	54780	68437	管理费用	1167	1214	1661	1985	2284
固定资产	2493	2480	2388	2770	3283	研发费用	23	58	32	39	45
无形资产及其他	363	1076	1071	1069	1071	财务费用	(33)	(37)	(274)	(409)	(595)
投资性房地产	1736	3848	3848	3848	3848	投资收益	72	330	0	0	0
长期股权投资	76	80	80	80	80	资产减值及公允价值变动	28	4	0	0	0
资产总计	29955	36686	49869	62546	76719	其他收入	(7)	(32)	118	150	183
短期借款及交易性金融负债	13	9	0	0	0	营业利润	7029	10873	13896	17445	20718
应付款项	2812	2948	4222	4977	5684	营业外净收支	61	3	0	0	0
其他流动负债	11440	11890	16492	19229	21786	利润总额	7091	10876	13896	17445	20718
流动负债合计	14265	14846	20713	24205	27470	所得税费用	1701	2719	3474	4361	5180
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	76	61	78	98	116
其他长期负债	103	94	94	94	94	归属于母公司净利润	5314	8096	10344	12986	15422
长期负债合计	103	94	94	94	94	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	14368	14941	20808	24300	27564	净利润	5314	8096	10344	12986	15422
少数股东权益	364	425	500	595	708	资产减值准备	4	0	0	0	0
股东权益	15223	21321	28561	37652	48447	折旧摊销	170	201	264	283	307
负债和股东权益总计	29955	36686	49869	62546	76719	公允价值变动损失	(28)	(4)	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(33)	(37)	(274)	(409)	(595)
每股收益	4.36	6.64	8.48	10.64	12.64	营运资本变动	2305	(5366)	2542	(307)	(260)
每股红利	0.14	1.80	2.54	3.19	3.79	其它	70	44	75	95	113
每股净资产	12.48	17.48	23.41	30.86	39.71	经营活动现金流	7835	2972	13226	13057	15582
ROIC	53.9%	52.5%	58.8%	82.5%	86.4%	资本开支	0	(176)	(167)	(662)	(823)
ROE	34.9%	38.0%	36.2%	34.5%	31.8%	其它投资现金流	(6031)	4971	(4971)	0	0
毛利率	74.91%	75.36%	78.09%	78.82%	79.20%	投资活动现金流	(6067)	4791	(5139)	(662)	(823)
EBIT Margin	34%	40%	42%	43%	44%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	41%	42%	44%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	43%	31%	23%	20%	15%	支付股利、利息	(174)	(2196)	(3103)	(3896)	(4627)
净利润增长率	73%	52%	28%	26%	19%	其它融资现金流	121	1685	(9)	0	0
资产负债率	49%	42%	43%	40%	37%	融资活动现金流	(228)	(2708)	(3112)	(3896)	(4627)
股息率	0.1%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	现金净变动	1539	5055	4975	8499	10132
P/E	51.7	33.9	26.6	21.2	17.8	货币资金的期初余额	4607	6146	11201	16177	24675
P/B	18.0	12.9	9.6	7.3	5.7	货币资金的期末余额	6146	11201	16177	24675	34808
EV/EBITDA	41.0	27.1	21.5	17.5	15.0	企业自由现金流	0	2516	12743	11950	14146
						权益自由现金流	0	4202	12939	12256	14592

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032