

山西汾酒 (600809)

从容把握经营节奏，持续夯实高质量发展

买入 (维持)

2024年03月01日

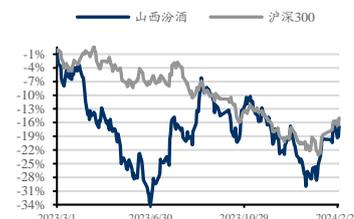
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	19,971	26,214	32,080	38,822	47,812
同比	42.75%	31.26%	22.38%	21.02%	23.16%
归母净利润 (百万元)	5,314	8,096	10,578	13,240	16,914
同比	72.56%	52.36%	30.66%	25.16%	27.75%
EPS-最新摊薄 (元/股)	4.36	6.64	8.67	10.85	13.86
P/E (现价&最新摊薄)	53.51	35.12	26.88	21.47	16.81

股价走势



投资要点

- **事件:** 近期我们参加山西汾酒投资者交流,会上公司领导就春节期间整体销售表现、产品规划、数字化建设等投资者关心问题进行详细解答,思路清晰,结合渠道调研反馈,总结更新如下:
- **销售节奏把控得当,开门红奏响新年华章。**公司自 23M10 即对开年销售进行筹划,春节渠道政策保持定力,更多着眼推进汾享礼遇体系建设,旨在建立终端售价统一、优化价盘体系的长效机制。从渠道反馈来,2024 年开门红回款稳步推进,省内节奏从容,省外气势如虹,保持库存良性同时动销实现行业较快增长。其中,青花 20 一马当先,春节旺销实现量价双升,批价迅速恢复至 360+元水平;复兴版自 23Q4 理顺价格政策以来,24Q1 成效逐步显现,部分区域批价已升至 820~830 元。整体看,汾酒渠道共建蓬勃向上,市场基础培育扎实,亲清的厂商关系正凝聚形成越来越强的渠道合力,全年增长能见度高,看好 1 季报积极兑现。
- **产品矩阵多点发力,青花系列引领发展。**公司产品布局清晰,现有品类潜力宽广,结构上仍重点加强青花引领。1)青花 20: 2023 年系统化管理能力及渠道掌控力明显提升,未来计划进一步缩小与竞品价格差距,强化增长动能。2)青花 30 复兴版: 成立专职部门加大培育,价格思路调整为跟随策略,2024 年提出 3 大目标: 销量好、价格好(渠道利润好)、模式成熟。春节前公司召开西安会议,针对复兴版量化考核、价值表达、资源投放等问题提出针对性方案: ①各区域对青花 30 复兴版明确指标和动作要求,清晰量化考核,推动顶层规划落地。②加强 30 与 20 形象和品牌价值区隔,进一步突出复兴版作为千元价位带高端产品的品质表达和形象传递。③资源投放重点聚焦部分重点区域: 选择北上深消费引领高地、青花基础好或竞品有机可乘的市场。3)超高端产品: 原有产品继续做深做透外,2024 年亦计划推出超高端青花汾酒做前瞻布局,旨在向上延伸品类,推动结构升级。
- **汾享礼遇强化终端管理,数字化赋能渠道再造。**汾享礼遇自 23Q4 进行全国化推行以来,成功经受 2024 年春节旺季考验,后续伴随青 20 及腰部产品升级五码体系,将更好从数字化层面推动实现渠道组织再造。与其他酒企不同,汾享礼遇费用分配体系不依赖于扫码率,瓶盖扫码更多是为了收集真实开瓶数据,从而实现人工智能分析、会员体系建设、终端分类管理等。
- **盈利预测与投资评级:** 公司春节动销反馈积极,管理层高效务实,营销推进再奏凯歌,考虑清香红利持续释放、汾酒全国化乘风而上,产品矩阵储备丰富,公司发展速度与质量兼具,我们略上调 2023-2025 年归母净利润为 106、132、169 亿元(前值为 105/132/165 亿元),同比+31%、25%、28%(前值为+30%/26%/25%),当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 27/21/17 倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观压力加大、竞争加剧、青花增速放缓、食品安全问题。

市场数据

收盘价(元)	233.06
一年最低/最高价	183.95/284.98
市净率(倍)	10.63
流通 A 股市值(百万元)	284,324.86
总市值(百万元)	284,324.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.93
资产负债率(% ,LF)	35.55
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

相关研究

《山西汾酒(600809): 三大势能成共识,速度质量兼具》

2023-12-08

《山西汾酒(600809): 2023 年前三季度业绩点评: Q3 主动控货,清香势能强劲》

2023-10-28

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	29,202	40,131	47,858	60,154	营业总收入	26,214	32,080	38,822	47,812
货币资金及交易性金融资产	12,260	19,218	24,394	27,477	营业成本(含金融类)	6,460	7,577	8,860	10,579
经营性应收款项	1,146	1,434	1,328	1,330	税金及附加	4,602	5,592	6,716	8,224
存货	9,650	11,808	12,971	18,765	销售费用	3,404	3,501	4,140	4,809
合同资产	0	0	0	1,912	管理费用	1,214	1,354	1,478	1,638
其他流动资产	6,146	7,671	9,165	10,669	研发费用	58	70	77	84
非流动资产	7,484	7,653	9,191	10,660	财务费用	(37)	(55)	(88)	(111)
长期股权投资	80	0	0	0	加:其他收益	10	4	5	5
固定资产及使用权资产	2,147	3,497	4,803	6,115	投资净收益	330	154	200	100
在建工程	355	338	0	0	公允价值变动	3	6	7	8
无形资产	1,076	1,063	1,079	1,235	减值损失	17	30	8	10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	10,873	14,235	17,859	22,713
其他非流动资产	3,826	2,755	3,310	3,310	营业外净收支	3	22	29	18
资产总计	36,686	47,784	57,049	70,814	利润总额	10,876	14,257	17,887	22,731
流动负债	14,846	18,121	17,610	18,891	减:所得税	2,719	3,564	4,522	5,658
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	0	0	0	净利润	8,157	10,693	13,365	17,073
经营性应付款项	2,948	3,562	3,674	4,730	减:少数股东损益	61	115	125	159
合同负债	6,908	8,433	7,531	7,405	归属母公司净利润	8,096	10,578	13,240	16,914
其他流动负债	4,981	6,126	6,405	6,755	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.64	8.67	10.85	13.86
非流动负债	94	103	103	103	EBIT	10,503	13,960	17,548	22,474
长期借款	0	9	9	9	EBITDA	10,717	14,190	17,958	22,710
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.36	76.38	77.18	77.87
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	30.88	32.98	34.11	35.38
其他非流动负债	87	87	87	87	收入增长率(%)	31.26	22.38	21.02	23.16
负债合计	14,941	18,224	17,713	18,994	归母净利润增长率(%)	52.36	30.66	25.16	27.75
归属母公司股东权益	21,321	29,020	38,672	50,997					
少数股东权益	425	539	665	824					
所有者权益合计	21,746	29,560	39,336	51,820					
负债和股东权益	36,686	47,784	57,049	70,814					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10,310	11,125	9,924	9,251	每股净资产(元)	17.48	23.79	31.70	41.80
投资活动现金流	(2,894)	(1,793)	(1,665)	(2,087)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(2,208)	(2,879)	(3,589)	(4,590)	ROIC(%)	42.15	40.79	38.05	37.02
现金净增加额	5,209	6,452	4,670	2,575	ROE-摊薄(%)	37.97	36.45	34.24	33.17
折旧和摊销	215	230	410	236	资产负债率(%)	40.73	38.14	31.05	26.82
资本开支	(826)	(1,526)	(1,364)	(1,686)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.12	26.88	21.47	16.81
营运资本变动	2,791	(658)	(3,054)	(7,923)	P/B(现价)	13.34	9.80	7.35	5.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>