

山西汾酒（600809.SH）

经营节奏保持稳健，青花30复兴版长期化运作

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张向伟

证券分析师：李文华

联系人：张未艾

021-60375461

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：山西汾酒于2024年5月17日召开2023年年度股东大会。

国信食品饮料观点：1) 青花30·复兴版长期化运作，腰部产品持续发力。2) 山西省内聚焦调节奏，省外市场采取差异化考核。3) “汾享礼遇”持续推进，价格体系稳定性持续提升。4) 投资建议：维持此前盈利预测，我们预计公司2024-2026年实现营收384.7/451.7/519.3亿元，同比增长20.5%/17.4%/15.0%；预计实现归母净利润131.2/160.6/189.6亿元，同比增长25.7%/22.4%/18.0%；对应PE 24.5/20.0/17.0X。考虑到公司经营势能延续，青花30·复兴版培育有序推进，维持“买入”评级。

评论：

◆ 青花30·复兴版长期化运作，腰部产品持续发力

从经营节奏上看，预计2024年或是山西汾酒渠道补短板、数字化赋能的一年，2025年或是公司全面强化高端酒用户培育和动销增长的一年。在青花30·复兴版价值表达体系上，公司后续或从“价值再创造”、“价值再表达”和“固化和提升”三个维度完成顶层设计，预计文化赋能和消费者触达等方面或有不错的动作。在产品区隔上，我们预计公司或后续加大青花20、青花30·复兴版和青花40·中国龙的产品区隔，通过拉升青花40·中国龙实现青花30·复兴版有序放量。

从产品结构上看，2024年是需求复苏分化的一年，100-300元价位及大众宴席市场出现明显复苏，因此考验酒企的产品结构调整速度和需求捕捉能力。山西汾酒采取的是多品类矩阵，在100-300元价位有巴拿马系列和老白汾系列，预计2024年公司或强化老白汾和巴拿马的价位优势，适时对老白汾系列进行换代升级、加大对宴席市场的投入力度。

◆ 山西省内聚焦调节奏，省外市场采取差异化考核

从区域规划上，山西汾酒作为全国性名酒品牌，具有较强的区域调整能力。从节奏上看，我们预计2024年山西省内市场或聚焦于调节奏、去库存，保证省内基本盘稳定性；省外市场或采取积极进攻的趋势，根据不同市场的成熟度进而设置不同的增速要求和市场打法。我们认为，山西汾酒区域间收入分布较为均衡，能较好的通过区域来平滑整体经营节奏。

◆ “汾享礼遇”持续推进，价格体系稳定性持续提升

从渠道改革上，公司从2023年11月开始全面推广“汾享礼遇”，相继进行终端分类建档、匹配供货关系、梳理终端盈利模式、强化组织化建设等，强化厂家对于价盘和终端的管理能力。从经销商配合看，在需求弱复苏、行业调整期，汾酒作为高毛利、高周转的“优质供给”，经销商对于渠道改革、费用改革的配合度较高。全国各地市场或陆续涌现经销商改革样板，公司或已摸索出新型厂商配合模式，为后续全面上线五码合一打下坚实基础。从价格体系稳定性上，山西汾酒有序推进产品数字化和渠道数字化，将费用投入和扫码率强挂钩，进而提升费用投放效率，保证整体价盘的稳定性。

◆ 投资建议：山西汾酒步入高势能发展阶段，维持“买入”评级

维持此前盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年实现营收 384.7/451.7/519.3 亿元，同比增长 20.5%/17.4%/15.0%；预计实现归母净利润 131.2/160.6/189.6 亿元，同比增长 25.7%/22.4%/18.0%；对应 PE 24.5/20.0/17.0X。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 05 月 17 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600809.SH	山西汾酒	买入	263.77	3,217.9	8.6	10.7	13.2	30.8	24.5	20.0
000799.SZ	酒鬼酒	买入	58.07	188.7	1.8	2.1	2.6	31.5	27.6	22.1
600702.SH	舍得酒业	买入	78.73	262.3	5.1	6.2	7.6	15.3	12.8	10.4

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）——一季度收入增长 21%，品牌势能持续释放》——2024-04-29
- 《山西汾酒（600809.SH）-强化存量管理，寻求增量优化》——2024-03-28
- 《山西汾酒（600809.SH）-春节动销表现亮眼，渠道精细化管理提升》——2024-03-01
- 《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》——2024-02-18
- 《山西汾酒（600809.SH）-经销商大会提振信心，2024 年稳中求进》——2023-12-08

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11201	3775	21138	29098	36773	营业收入	26214	31928	38474	45169	51934
应收款项	33	37	211	248	280	营业成本	6460	7884	9039	10341	11630
存货净额	9650	11573	14916	17243	19569	营业税金及附加	4602	5832	6802	7966	9140
其他流动资产	7259	19174	9279	10894	12525	销售费用	3404	3217	3943	4370	4801
流动资产合计	29202	34608	45594	57532	69197	管理费用	1214	1202	1512	1676	1868
固定资产	2480	2756	2675	3060	3575	研发费用	58	88	38	45	52
无形资产及其他	1076	1247	1235	1226	1221	财务费用	(37)	(8)	(241)	(502)	(659)
投资性房地产	3848	5392	5392	5392	5392	投资收益	330	499	0	0	0
长期股权投资	80	94	94	94	94	资产减值及公允价值变动	4	0	0	0	0
资产总计	36686	44096	54990	67303	79478	其他收入	(32)	(77)	112	144	176
短期借款及交易性金融负债	9	345	0	0	0	营业利润	10873	14224	17532	21463	25330
应付款项	2948	2893	3426	3960	4495	营业外净收支	3	(19)	0	0	0
其他流动负债	11890	11908	14725	16846	18988	利润总额	10876	14205	17532	21463	25330
流动负债合计	14846	15147	18151	20806	23482	所得税费用	2719	3747	4383	5366	6333
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	61	20	25	31	36
其他长期负债	94	674	674	674	674	归属于母公司净利润	8096	10438	13124	16066	18961
长期负债合计	94	674	674	674	674	现金流量表 (百万元)					
负债合计	14941	15821	18825	21480	24156	净利润	8096	10438	13124	16066	18961
少数股东权益	425	438	453	472	490	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	21321	27837	35711	45351	54832	折旧摊销	201	253	259	287	313
负债和股东权益总计	36686	44096	54990	67303	79478	公允价值变动损失	(4)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(37)	(8)	(241)	(502)	(659)
每股收益	6.64	8.56	10.76	13.17	15.54	营运资本变动	(5366)	(14842)	9726	(1323)	(1314)
每股红利	1.80	3.31	4.30	5.27	7.77	其它	44	13	15	19	18
每股净资产	17.48	22.82	29.27	37.17	44.94	经营活动现金流	2972	(4138)	23125	15049	17979
ROIC	52.5%	41.2%	47.6%	56.6%	58.8%	资本开支	0	(502)	(167)	(662)	(823)
ROE	38.0%	37.5%	36.8%	35.4%	34.6%	其它投资现金流	4971	1009	0	0	0
毛利率	75.36%	75.31%	76.51%	77.11%	77.61%	投资活动现金流	4967	494	(167)	(662)	(823)
EBIT Margin	40%	43%	45%	46%	47%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	44%	45%	47%	48%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	31%	22%	20%	17%	15%	支付股利、利息	(2196)	(4032)	(5250)	(6427)	(9481)
净利润增长率	52%	29%	26%	22%	18%	其它融资现金流	1509	4283	(345)	0	0
资产负债率	42%	37%	35%	33%	31%	融资活动现金流	(2884)	(3782)	(5595)	(6427)	(9481)
股息率	0.7%	1.3%	1.6%	2.0%	2.9%	现金净变动	5055	(7426)	17363	7960	7675
P/E	39.8	30.8	24.5	20.0	17.0	货币资金的期初余额	6146	11201	3775	21138	29098
P/B	15.1	11.6	9.0	7.1	5.9	货币资金的期末余额	11201	3775	21138	29098	36773
EV/EBITDA	31.5	24.2	19.6	16.3	14.0	企业自由现金流	0	(5000)	22674	13880	16509
						权益自由现金流	0	(717)	22510	14257	17003

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