

# 山西汾酒（600809.SH）

## 老白汾焕新上市，巩固市场发展基础

优于大市

### ◆ 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：优于大市（维持）

执证编码：S0980523090001  
执证编码：S0980523070002

## 事项：

事件：2024年06月04日，以“深入践行汾酒复兴纲领、全面推动市场高质量发展”为主题的汾酒销售公司经销商大会在云南昆明举行。

**国信食饮观点：**1) 新版老白汾全面升级，青花20导入五码系统。2) 数字化改造持续推进，文化重塑、组织重塑、竞争力重塑或是核心。3) 投资建议：山西汾酒步入高势能发展阶段，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 22.7/18.5/15.7X。考虑到公司经营势能延续，复兴版培育有序推进，维持“优于大市”评级。

## 评论：

### ◆ 新版老白汾全面升级，青花20导入五码系统

山西汾酒昆明经销商大会上，青花20、老白汾酒10全新升级面市，老白汾酒全系列开票价每瓶上涨5元，全面导入五码关联系统。新升级的青花20全面整合“五码合一”系统，在瓶盖内嵌入了RFID芯片（支持NFC读取功能），强化公司对于渠道和价格体系的管理。老白汾系列近5年来首次换代升级，开票价提升主要系配合五码体系导入，后续或通过BC联动等方式重塑渠道利润。我们预计，老白汾系列或是2024-2025年公司冲刺营收后300亿时代的腰部核心。

### ◆ 数字化改造持续推进，文化重塑、组织重塑、竞争力重塑或是核心

2024年是汾酒渠道持续补短板的一年，基于扫码率为基础的五码关联系统，主要致力于解决渠道窜货乱价等市场秩序问题，也是汾酒营收进入到后300亿时代的应有之义。随着青花20五码体系在陕西市场的试运营，我们预计公司或在2024Q3全面上新扫码系统，实现厂家的“控盘分利”。后续，公司在渠道短板不断补齐后，预计将围绕“文化重塑、组织重塑、竞争力重塑”三个层面积极提升市场营销质量，在青花30·复兴版的顶层设计和产品区隔等维度或者新的举措。

### ◆ 投资建议：山西汾酒步入高势能发展阶段，维持“优于大市”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 22.7/18.5/15.7X。考虑到公司经营势能延续，复兴版培育有序推进，维持“优于大市”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 06 月 05 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	优于大市	243.96	2,976.2	8.6	10.7	13.2	28.5	22.7	18.5
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	52.57	170.8	1.8	2.1	2.6	28.5	25.0	20.0
600702.SH	舍得酒业	优于大市	71.79	239.2	5.1	6.2	7.6	14.0	11.7	9.5

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

图1: 新版青花 20 上市



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图2: 新版老白汾酒上市



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告:

- 《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》 —— 2024-05-20
- 《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

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>29202</b>	<b>34608</b>	<b>45594</b>	<b>57532</b>	<b>69197</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>36686</b>	<b>44096</b>	<b>54990</b>	<b>67303</b>	<b>79478</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>10876</b>	<b>14205</b>	<b>17532</b>	<b>21463</b>	<b>25330</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>14846</b>	<b>15147</b>	<b>18151</b>	<b>20806</b>	<b>23482</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8096</b>	<b>10438</b>	<b>13124</b>	<b>16066</b>	<b>18961</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>94</b>	<b>674</b>	<b>674</b>	<b>674</b>	<b>674</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>14941</b>	<b>15821</b>	<b>18825</b>	<b>21480</b>	<b>24156</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36686</b>	<b>44096</b>	<b>54990</b>	<b>67303</b>	<b>79478</b>	公允价值变动损失	(4)	(0)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						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	<b>经营活动现金流</b>	<b>2972</b>	<b>(4138)</b>	<b>23125</b>	<b>15049</b>	<b>17979</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>4967</b>	<b>494</b>	<b>(167)</b>	<b>(662)</b>	<b>(823)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2884)</b>	<b>(3782)</b>	<b>(5595)</b>	<b>(6427)</b>	<b>(9481)</b>
股息率	0.7%	1.4%	1.8%	2.2%	3.2%	<b>现金净变动</b>	<b>5055</b>	<b>(7426)</b>	<b>17363</b>	<b>7960</b>	<b>7675</b>
P/E	36.8	28.5	22.7	18.5	15.7	货币资金的期初余额	6146	11201	3775	21138	29098
P/B	14.0	10.7	8.3	6.6	5.4	货币资金的期末余额	11201	3775	21138	29098	36773
EV/EBITDA	29.3	22.5	18.2	15.2	13.0	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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