

山西汾酒 (600809)

公司更新: 疾风劲草, 汾享神州

买入 (维持)

2024年08月08日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

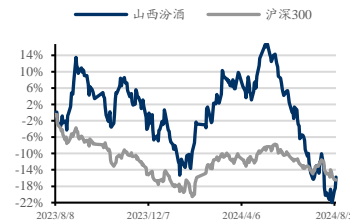
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26214	31928	38503	45900	54540
同比 (%)	31.26	21.80	20.59	19.21	18.82
归母净利润 (百万元)	8096	10438	13242	16209	19825
同比 (%)	52.36	28.93	26.86	22.41	22.30
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.64	8.56	10.85	13.29	16.25
P/E (现价&最新摊薄)	28.78	22.32	17.60	14.38	11.75

股价走势



■ 投资要点

■ **Q1 开门红, 上半年保持良好态势。**公司 2024 年经营目标“实现营收增长 20%左右” (2023 年报披露), Q1 兑现开门红, 营收增长 20.94%, 归母净利润增长 29.95%, 从渠道调研反馈看, 春节动销增长积极, 库存良性, 增长质量高。上半年公司回款进度预判符合预期, 省外市场亮点突出, 结构上青花系列继续领衔, 尤其青花 20 势能不减, 复兴版受益价格理顺和圈层营销加码, 增长提速; 老白汾巴拿马增强推广, 渐次发力。

■ **清香全国步步为营, 汾酒复兴星辰大海。**汾酒复兴引领的清香全国化取得巨大成就, 中长期汾酒于白酒行业的份额预计有翻倍空间。2019-2023 年规模以上白酒企业收入从 5,618 亿元增至 7,563 亿元, 汾酒份额从 2.1% 增至 4.2%, 实现翻倍提升, 同期酱香型浓香型龙头的份额分别提升 28.4% 和 22.6%。清香型市场规模从 2019 年的 738 亿增至 2023 年的 900 亿, 清香热实际是汾酒热, 汾酒于清香型的份额从 2019 年的 16.1% 增至 2023 年的 35.5%。相较于浓香龙头 10% 的行业份额, 19.5% 的香型份额, 清香龙头以强劲的全国化优势在行业份额上中长期空间可翻倍。

■ **疾风劲草, 汾酒穿越周期能力出众。**在白酒消费形势变化的当下和未来, 相较于单一价格带白酒公司, 有完善产品矩阵的名酒抗风险能力更强, 尤其是在若干价位带都有热销拳头产品的名酒。汾酒的“高线光瓶酒玻汾+大众化腰部老白汾巴拿马+次高端青 20+千元价格带复兴版”组合战力出众, 今年继续保持全线增长。玻汾的收放和省内外两个市场的互补特质成为两个重要的调节器应对市场突发情况和销售压力, 过往已有丰富成功经验。2024 年玻汾省外如华东西南投放有所倾斜, 我们认为是成长市场的终端开拓加码和氛围添柴加力, 利好产品组合进入和升级。

■ **白酒行业潜在的“15%成长+4%股息”典范。**当前公司市盈率回落到 18x 以下, 适度提高分红即可达到甚至超过 4% 股息率。白酒企业需要在经营和市值维护方面做到“降风险, 稳预期, 提回报”三管齐下。短期重“适度减压, 防范风险, 驭势而行”, 同时释放“业绩有底线”的“方法论”引导从而稳定中长期预期, 再次, 提升分红回报。汾酒 2023 年度分红比例已经在 51%, 适度提升到 60%, 即可使得 2025 往后股息率在 4%+, 而优秀的现金流, 丰厚的未分配利润余额 (2024Q1 末为 315 亿元) 和货币资金 (含存款), 都将支持分红提升和兑付。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于上半年良好表现, 全年经营目标达成无忧, 预计 2024-26 年仍然保持行业领先增长, 我们略调整归母净利润为 132、162、198 亿元 (前值分别为 133、170、214 亿元), 分别同比增长 27%/22%/22% (前值分别为 27%、28%、26%), 对应 PE 分别为 17.6x、14.4x、11.8x, 维持“买入”评级。如分红提升兑现将有显著催化。

■ **风险提示:** 宏观经济持续走弱超预期风险; 出口减弱的传导风险; 紧缩形势加剧风险等。

市场数据

收盘价(元)	191.00
一年最低/最高价	173.20/273.68
市净率(倍)	6.83
流通 A 股市值(百万元)	233,013.17
总市值(百万元)	233,013.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.95
资产负债率(% ,LF)	31.51
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): 2023 年报及 2024Q1 点评: 青花凤举云飞, 盈利稳步提升》

2024-04-26

《山西汾酒(600809): 从容把握经营节奏, 持续夯实高质量发展》

2024-03-01

山西汾酒于复兴之路大步向前，汾酒在本香型和白酒行业的份额稳步上行。浓酱清三大主流香型的龙头在各自香型中的份额表现差异巨大，2023 年酱酒中贵州茅台份额过半，达到 64.2%，清香型中山西汾酒份额占比达到 35.5%，浓香中龙头五粮液占比 19.5%。产区集中叠加品牌集中，会带来龙头高市占的结果。

浓酱清的产区集中度极其不同，酱酒核心产区是贵州，清香虽有诸如北京麸曲清香产区和南派小曲清香产区，但核心产区是山西；浓香则在四川产区之外，还有江淮名酒带举足轻重，而上世纪 90 年代固液法液态法等普及后，以及大规模的四川原酒对外输出，浓香品牌遍地生花，产区认知更加模糊，百亿浓香酒企更多。

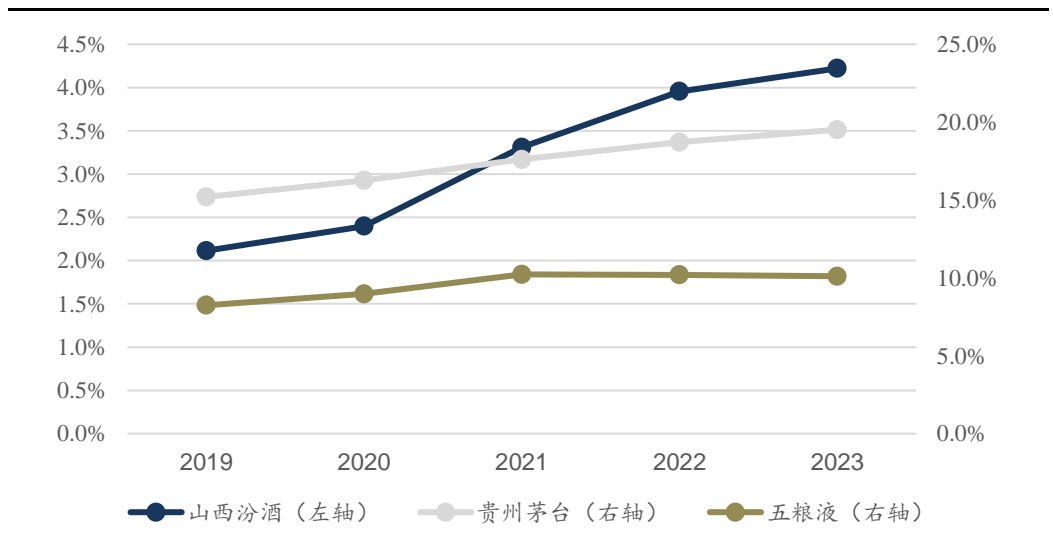
表1: 三大主流香型龙头在各自香型当中的收入份额

	2019	2020	2021	2022	2023
酱酒收入	1,350	1,550	1,900	2,100	2,300
茅台收入	854	949	1,062	1,240	1,476
茅台占比	63.3%	61.2%	55.9%	59.0%	64.2%
清香收入	738	765	740	820	900
汾酒收入	119	140	200	262	319
汾酒占比	16.1%	18.3%	27.0%	32.0%	35.5%
浓香收入	3,177	3,169	3,054	3,336	3,927
五粮液收入	463	524	617	676	764
五粮液占比	14.6%	16.5%	20.2%	20.3%	19.5%

数据来源：权图酱酒工作室，黑格咨询，酒业家，公司报表（酒类收入），东吴证券研究所

清香热仍在延续。2019 年开始显现酱香热和清香热体现在各自龙头于行业份额的显著提升。2019-2023 年贵州茅台的市场份额由 15.2%提升至 19.5%，幅度变化是 28.4%；同期山西汾酒份额从 2.1%提升至 4.2%，幅度变化是 100%，五粮液份额由 8.2%提升至 10.1%，幅度变化最低，为 22.6%。汾酒强劲的份额提升态势，使得即便在行业总量停滞情况下，公司仍然能取得增长。

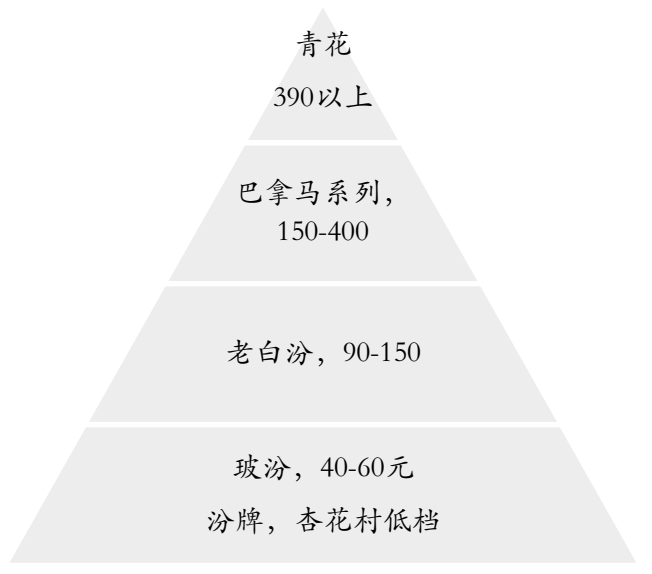
图1: 山西汾酒行业营收占比显著走高，5 年翻倍



数据来源：中国酒业协会统计，公司年报/公告，东吴证券研究所

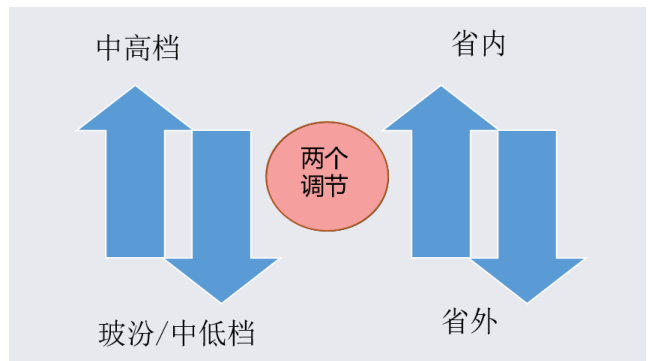
疾风知劲草，汾酒穿越周期能力更出众。近年来，汾酒全系列产品增长，其中青花20和25领衔增长，青花30已经沉淀30亿左右规模，在2023年末理顺价格，推出汾享礼遇赋能后，2024销售提速。巴拿马和升级后的老白汾市场前景看好，玻汾既可以充当远距离市场的开拓先锋，也可以作为完成销售任务的重要调节器。省外蓬勃发展，收入占比已逾60%，而省内市场的高掌控力使得两个市场的调节应对顺/逆周期更为游刃有余，事实上公司过往（尤其新冠疫情影响期间）已经有非常成功的经验。

图2: 公司有完善的产品矩阵和多款价位产品热销



数据来源: 公司资料, 京东等, 东吴证券研究所 (单位: 元)

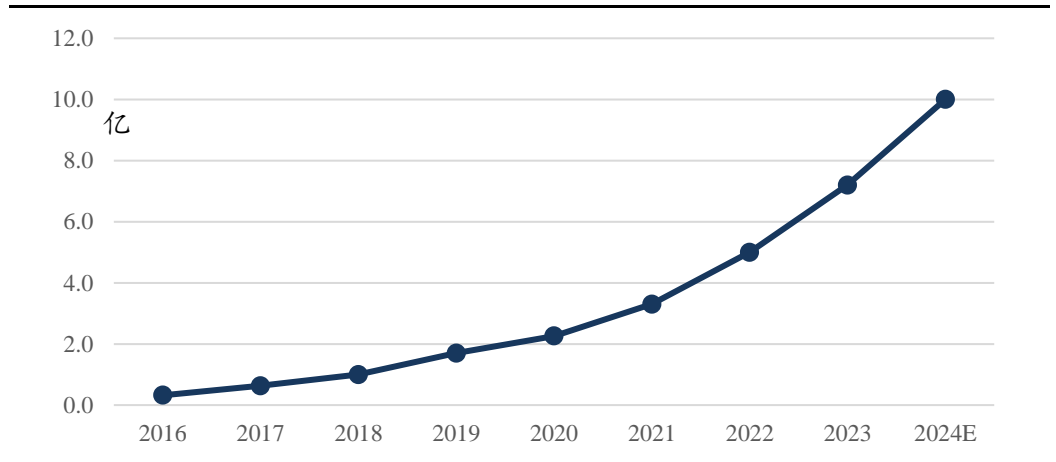
图3: 应对市场变化的两个调节



数据来源: 东吴证券研究所作图

远端市场汾酒氛围日盛，天花板仍高。2023年汾酒销售收入过300亿，全国90%省份销售已经过亿，长三角和珠三角都有建树，汾酒已经走向全国，在品牌消费高地占据一席之地。以上海为例，从2016年销售回款不足4千万，至2023年过7亿，7年时间增幅超10倍，2024年有望回款10亿元。上海不是孤例，江苏，浙江，广东等远端市场轨迹相似。

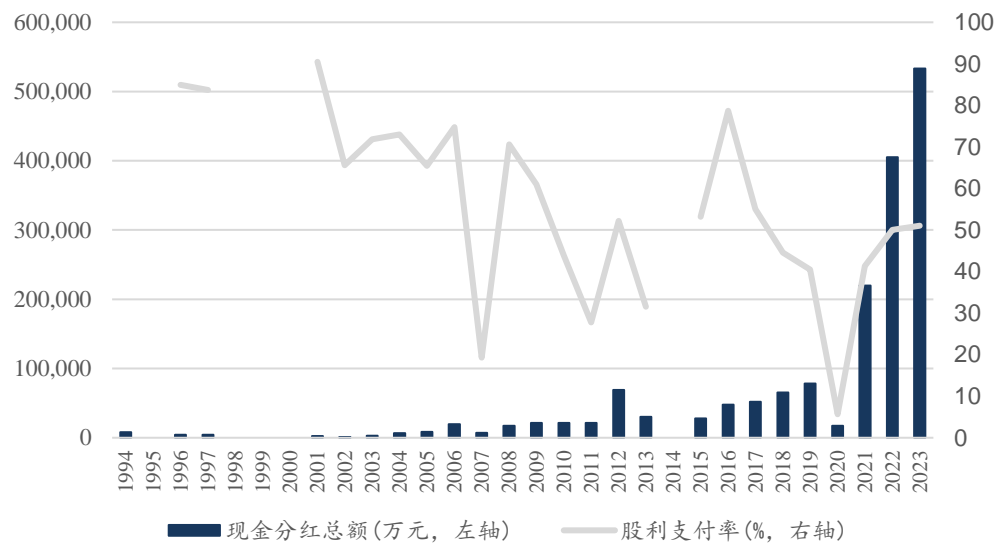
图4: 汾酒上海销售额轨迹——持续成长，氛围日盛



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

汾酒可成为“15+4”典范。“15+4”是指策略在构建风险规避组合时选股标准，即15%左右盈利增长，且有4%股息率。山西汾酒公司2017-2023成长性突出，成长股估值，市盈率估值长期高于25x，当前公司市盈率回落到18x以下，适度提高分红即可达到甚至超过4%股息率。我们认为汾酒估值的回落包含了市场对经济走势和白酒消费的中期担忧（短期显的过于悲观），企业需要在经营和市值维护方面做到“降风险，稳预期，提回报”三管齐下。以高质量可持续为核心制定2025-2027经营目标，短期重“适度减压，防范风险，驭势而行”，同时阐述“业绩有底线”的“方法论”并获得理解和支持从而稳定中长期预期；再次，提回报——提升分红让股东回报升至4%甚至更高。汾酒2023年度分红比例已经在51%，适度提升到60%，即可使得2025往后股息率在4%+，而优秀的现金流，丰厚的未分配利润余额（2024Q1末为315亿元）和货币资金（含存款），都将支持分红提升和兑付。

图5：公司历史分红金额和分红率



数据来源：wind，东吴证券研究所

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34,608	47,141	47,853	53,530	营业总收入	31,928	38,503	45,899	54,540
货币资金及交易性金融资产	3,825	12,597	7,424	10,469	营业成本(含金融类)	7,884	8,904	10,432	12,101
经营性应收款项	1,714	2,155	2,514	3,007	税金及附加	5,832	6,723	7,950	9,397
存货	11,573	13,113	16,386	18,518	销售费用	3,217	3,695	4,211	4,728
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,202	1,450	1,552	1,664
其他流动资产	17,496	19,276	21,529	21,537	研发费用	88	106	131	164
非流动资产	9,488	9,493	11,367	13,021	财务费用	(8)	(19)	(68)	(42)
长期股权投资	94	94	94	94	加:其他收益	15	4	5	5
固定资产及使用权资产	2,799	4,046	5,332	6,371	投资净收益	499	154	200	100
在建工程	829	812	474	717	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,247	1,557	1,929	2,300	减值损失	(3)	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	14,224	17,833	21,905	26,644
其他非流动资产	4,519	2,984	3,538	3,538	营业外净收支	(19)	15	0	(1)
资产总计	44,096	56,634	59,220	66,551	利润总额	14,205	17,848	21,905	26,642
流动负债	15,147	21,908	19,780	22,770	减:所得税	3,747	4,462	5,542	6,631
短期借款及一年内到期的非流动负债	345	0	0	0	净利润	10,459	13,386	16,363	20,011
经营性应付款项	2,893	5,005	3,514	6,099	减:少数股东损益	20	144	153	186
合同负债	7,029	10,189	8,867	8,471	归属母公司净利润	10,438	13,242	16,209	19,825
其他流动负债	4,879	6,714	7,399	8,200	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.56	10.85	13.29	16.25
非流动负债	674	674	674	674	EBIT	13,717	17,600	21,620	26,482
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	14,321	17,933	22,050	26,992
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.31	76.87	77.27	77.81
租赁负债	534	534	534	534	归母净利率(%)	32.69	34.39	35.31	36.35
其他非流动负债	140	140	140	140	收入增长率(%)	21.80	20.59	19.21	18.82
负债合计	15,821	22,582	20,454	23,444	归母净利润增长率(%)	28.93	26.86	22.41	22.30
归属母公司股东权益	27,837	33,470	38,031	42,186					
少数股东权益	438	582	735	921					
所有者权益合计	28,275	34,052	38,766	43,107					
负债和股东权益	44,096	56,634	59,220	66,551					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,225	18,429	8,025	20,780	每股净资产(元)	22.82	27.44	31.17	34.58
投资活动现金流	(10,220)	(644)	(1,550)	(2,065)	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	(4,432)	(7,954)	(11,649)	(15,670)	ROIC(%)	39.67	41.42	43.72	47.96
现金净增加额	(7,426)	9,831	(5,173)	3,045	ROE-摊薄(%)	37.50	39.56	42.62	46.99
折旧和摊销	604	333	430	510	资产负债率(%)	35.88	39.87	34.54	35.23
资本开支	(482)	(1,857)	(1,749)	(2,164)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.32	17.60	14.38	11.75
营运资本变动	(2,881)	3,375	(8,005)	368	P/B(现价)	8.37	6.96	6.13	5.52

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>