

白酒

山西汾酒（600809.SH）

买入-A(维持)

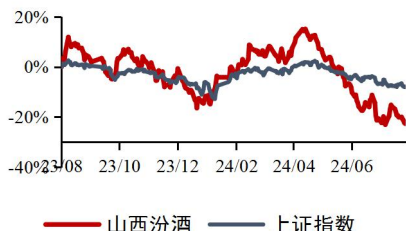
事件点评

汾酒「巨匠」系列发布，注入全新的时代活力

2024年8月26日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年8月23日

收盘价(元)：	177.78
年内最高/最低(元)：	273.68/173.20
流通A股/总股本(亿)：	12.20/12.20
流通A股市值(亿)：	2,168.85
总市值(亿)：	2,168.85

基础数据：2024年3月31日

基本每股收益(元)：	5.13
摊薄每股收益(元)：	5.13
每股净资产(元)：	28.31
净资产收益率(%)：	18.14

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

➢ 事件：8月21日晚，汾酒全新「巨匠」系列，在山西杏花村汾酒博物馆发布。

事件点评

➢ 文创酒发布提高汾酒品牌影响力。汾酒「巨匠」系列将传统工匠精神与现代创新思维相融合，为汾酒品牌注入全新的时代活力。「巨匠」系列采用独特的“活态三非遗工艺”，即酒、器、盒分别采用三种不同非遗工艺，包括：非遗杏花村汾酒酿制技艺、非遗宝石釉工艺、非遗大漆/景泰蓝/细木镶嵌/木纹金工艺，通过潋滟交融的艺术化肌理，挥洒东方美学与诗酒情怀，打造酿酒匠艺、非遗器艺与文化底蕴创新交融的稀世珍品。本次面世的「巨匠」系列，撷取汾酒历史长河中六大鎏金时刻，加以艺术化、视觉化演绎，呈现「灵琼」、「帝鉴」、「诗问」、「御载」、「万赏」、「汾酒巨匠艺术家 AP款·华典」以及「汾酒巨匠柒拾伍特别纪念款·华章」七款华彩臻品。当下行业正处于调整期，公司在践行复兴纲领的过程中，坚定品牌战略，从产品结构升级到文化创新表达等各方面都展现出一种逆势而上、突破创新的形象。

➢ 渠道模式再造和组织重塑带来竞争力提高，助推后500亿汾酒的发展。之前市场担心汾享礼遇渠道改革推进过程中可能会影响渠道利润和积极性，三季度公司积极优化流程，提高效率，缩短费用兑现周期。此外，对于最近营销端组织人员变动，符合之前预期，第一，这是国企改革的要求；第二，经过一年多磨合，稳定地、逐步地在调整；第三，目前工作积极性还是比较高。我们认为今年是完成渠道模式的切换，25-26年进入到组织效率提升驱动阶段。总之，公司围绕“文化重塑、组织重塑、竞争力重塑”三个层面，提高汾酒营销的综合竞争力。

➢ 公司短期策略性调整，确保市场基础不动摇。2024年公司总基调是市场健康、结构不调整、任务目标不变。1) 经营目标方面，全年营收20%左右的目标不变，回款发货节奏正常；2) 经营节奏方面，对于市场担心24H1适当增加玻汾、老白汾投放量，影响利润。产品端的变化是工具箱的问题，是短期策略的变化，为了缓解青花的压力，保证价格的刚性。所以通过调节季度间各个产品结构的进度，保证公司基本盘的稳定，目前玻汾是赶上了计划进度，老白汾、巴拿马超计划进度。3) 展望3季度，高端产品仍面临压力，腰部产品作为增量支撑，老白汾省外市场布局。整体看，目前汾酒产品线丰富，也具有多个强势大产品，抗风险能力强、渠道利润互为补充，因此，公



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



司通过产品轮动和区域轮动，基本盘稳固逻辑持续演绎。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司掌握战略主动，策略灵活，名酒势能、清香势能、产品线势能三大势能加持，有望实现年度 20%的营收目标；中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。因此，未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率有望不断提高。预计 2024-2026 年公司归母净利润 130.24 亿、160.64 亿、197.34 亿，EPS 分别为 10.68 元、13.17 元、16.18 元，对应当前股价，PE 分别为 16.7 倍、13.5 倍、11 倍。维持“买入-A”评级。

风险提示：商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,714	46,656	56,021
YoY(%)	31.3	21.8	21.3	20.5	20.1
净利润(百万元)	8,096	10,438	13,024	16,064	19,734
YoY(%)	52.4	28.9	24.8	23.3	22.8
毛利率(%)	75.4	75.3	76.1	76.3	76.3
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.68	13.17	16.18
ROE(%)	37.5	37.0	36.4	32.8	30.3
P/E(倍)	26.8	20.8	16.7	13.5	11.0
P/B(倍)	10.2	7.8	6.1	4.5	3.4
净利率(%)	30.9	32.7	33.6	34.4	35.2

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29202	34608	45907	58683	79784
现金	11201	3775	13203	22904	41081
应收票据及应收账款	1	0	1	0	1
预付账款	133	114	185	175	257
存货	9650	11573	13361	16440	19267
其他流动资产	8218	19147	19157	19164	19177
非流动资产	7484	9488	10376	11285	12242
长期投资	80	94	111	130	150
固定资产	2125	1926	2650	3368	4090
无形资产	1076	1247	1418	1606	1829
其他非流动资产	4203	6221	6197	6181	6172
资产总计	36686	44096	56284	69968	92026
流动负债	14846	15147	19525	19970	25796
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2948	2893	3970	4233	5596
其他流动负债	11898	12254	15555	15737	20200
非流动负债	94	674	674	674	674
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	94	674	674	674	674
负债合计	14941	15821	20199	20644	26470
少数股东权益	425	438	554	685	816
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	592	704	704	704	704
留存收益	19399	25787	34062	42991	53768
归属母公司股东权益	21321	27837	35530	48639	64740
负债和股东权益	36686	44096	56284	69968	92026

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10310	7225	16085	13484	22208
净利润	8157	10459	13140	16195	19865
折旧摊销	201	253	212	287	369
财务费用	-37	-8	-61	-308	-680
投资损失	-330	-499	-34	-35	-224
营运资金变动	2650	-2882	2853	-2631	2903
其他经营现金流	-332	-98	-25	-25	-25
投资活动现金流	-2894	-10220	-1042	-1136	-1077
筹资活动现金流	-2208	-4432	-5615	-2647	-2954
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.64	8.56	10.68	13.17	16.18
每股经营现金流(最新摊薄)	8.45	5.92	13.19	11.05	18.20
每股净资产(最新摊薄)	17.48	22.82	29.12	39.87	53.07

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26214	31928	38714	46656	56021
营业成本	6460	7884	9263	11072	13266
营业税金及附加	4602	5832	6814	8211	9860
营业费用	3404	3217	3717	4432	5210
管理费用	1214	1202	1374	1610	1877
研发费用	58	88	46	56	67
财务费用	-37	-8	-61	-308	-680
资产减值损失	17	-3	4	5	6
公允价值变动收益	3	0	25	25	25
投资净收益	330	499	34	35	224
营业利润	10873	14224	17615	21638	26665
营业外收入	6	5	22	26	15
营业外支出	3	24	10	12	12
利润总额	10876	14205	17627	21652	26667
所得税	2719	3747	4487	5457	6802
税后利润	8157	10459	13140	16195	19865
少数股东损益	61	20	116	131	131
归属母公司净利润	8096	10438	13024	16064	19734
EBITDA	10741	14345	17585	21398	26077

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	31.3	21.8	21.3	20.5	20.1
营业利润(%)	54.7	30.8	23.8	22.8	23.2
归属于母公司净利润(%)	52.4	28.9	24.8	23.3	22.8
获利能力					
毛利率(%)	75.4	75.3	76.1	76.3	76.3
净利率(%)	30.9	32.7	33.6	34.4	35.2
ROE(%)	37.5	37.0	36.4	32.8	30.3
ROIC(%)	37.0	36.0	35.8	32.0	29.3
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	35.9	35.9	29.5	28.8
流动比率	2.0	2.3	2.4	2.9	3.1
速动比率	0.8	0.3	0.7	1.2	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	29182.9	82505.9	82505.9	82505.9	82505.9
应付账款周转率	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
估值比率					
P/E	26.8	20.8	16.7	13.5	11.0
P/B	10.2	7.8	6.1	4.5	3.4
EV/EBITDA	19.1	15.0	11.7	9.1	6.8

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

