

山西汾酒 (600809)

巩固成果，砥砺前行

买入 (维持)

2024 年 12 月 04 日

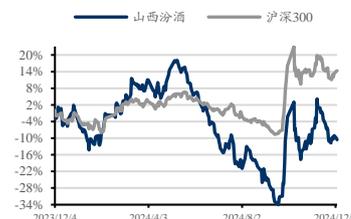
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@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	36319	40712	46751
同比 (%)	31.26	21.80	13.75	12.10	14.83
归母净利润 (百万元)	8096	10438	12204	13676	15794
同比 (%)	52.36	28.93	16.91	12.06	15.49
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.64	8.56	10.00	11.21	12.95
P/E (现价&最新摊薄)	30.16	23.39	20.01	17.86	15.46

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司近期召开年度经销商大会, 对复兴纲领第二阶段经营谋划、产品及区域布局方向进行介绍; 会上亦重磅发布 600 元价位单品“青花汾酒 26·复兴版”, 高度终端指导价为 718 元。
- **重新筑底再塑格局, 巩固成果稳健前行。** 2024 年公司全国化渠道巩固及营销创新蹄疾步稳, 1 是全国各省区均进行渠道梳理或优化, 区域精耕打法更趋清晰; 2 是“汾酒+”营销不断破圈, 抖音话题#桂花汾酒获 3.4 亿次播放, 其他文创产品、文化营销也在持续创新。同时, 在 24H1 增速领先基础上, 24Q3 公司及时调整增长要求及发货节奏——据经销商大会介绍, 截至 24M10, 公司青花、老白汾、玻汾已完成 2023 年营收, 24Q4 经过停货调控, 公司渠道状态更趋良性。随着 2025 年汾酒步入复兴纲领第 2 阶段, 公司规划 2025~26 年为成果巩固期, 要为全要素突破创造有利基础; 2027~30 年为要素调整期, 要实现汾酒新的转型升级, 全面提高亩产量及产品均价。其中, 2025 年“稳定压倒一切”, 把品牌价值提升作为首要目标, 计划通过加强文化创新、开设体验中心、推广文化 IP 等动作, 为汾酒品牌高度开创新局面。
- **产品线四轮驱动, 多价格弹性发力。** 公司规划汾酒、竹叶青、杏花村三大品牌协同发展: 1) 汾酒旗下玻汾、老白汾、青花 20、青花 30 (含青 26) 系列四轮驱动, 均要实现百亿规模。①玻汾作为战略单品整体控量, 结构上向年轻化群体培育倾斜。②老白汾作为具有全国化基因的腰部大单品, 是汾酒复兴纲领第 2 阶段的主要增长点, 已成立项目组做针对性运营推广, 并加强销售资源投入。③青花 20 要精选渠道打造全国商务用酒领先单品。④青 30 聚焦核心市场, 精准突破核心消费圈层; 青 26 与青 30 组合发力, 有望灵活适应次高端、高端价位需求波动。2) 竹叶青聚焦养生酒市场, 针对老龄化与年轻化饮酒人群, 围绕功能化和时尚化方向布局。3) 杏花村定位“第二瓶汾酒”, 从定位、价格、品牌个性出发, 2025~26 年全国化布局预热, 2027~30 年实现全国化突破爆发。
- **全国化再上台阶, 省内控量增值, 省外扩容升级。** 随着公司省内、省外收入实现 4: 6 占比, 省外省级市场平均营收超过 6 亿元, 全国化布局规划迈向 2.0 阶段: 以环山西市场作为“一轮红日、五星灿烂”的原点市场, 希望与其他省级区域构建营收占比 4: 6 的新格局, 对文化、产品、价格、渠道、服务、管理等进行全要素重塑与提升。1) 省内市场控量增值。2024 年预计山西市场销售同比略增, 但结构仍保持提升, 普通大众宴席从玻汾向老白汾产品升级; 未来伴随省内份额已达约 80%, 规划重在保持健康可持续, 为外省提供高端、超高端产品推广的成熟市场经验。2) 省外市场扩容升级: 2024 年公司环山西市场销售势能持续走强, 汾酒多价位产品均具备较好基础, 未来河南、山东等市场的酱酒销售调整也为清香份额提升带来额外机会。远端省份目前 10 亿级市场亦逐步涌现, 伴随终端建设逐步铺开, “汾享礼遇”及时帮助强化管理效益, 未来计划借助汾酒品牌优势, 以资源聚焦打法进一步撬动增量需求。

市场数据

收盘价(元)	200.16
一年最低/最高价	147.01/273.68
市净率(倍)	7.21
流通 A 股市值(百万元)	244,188.04
总市值(百万元)	244,188.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.76
资产负债率(% ,LF)	31.01
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): 2024Q3 业绩点评: 应付裕如, 指挥若定》

2024-10-31

《山西汾酒(600809): 2024 年中报点评: 顺时而动, 均衡发力》

2024-08-28

- **盈利预测与投资评级:** 公司经销商大会务实定调, 全国各省区营销稳扎稳打, 节奏把握指挥若定。考虑需求承压背景下公司降速保质, 我们调整 2024~26 年归母净利润至 122.0、136.8、157.9 亿元 (前值 124.2、142.0、164.2 亿元), 同比+17%、12%、15%, 当前市值对应 2024~26 年 PE 为 20/18/15X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济持续走弱超预期风险; 紧缩形势加剧风险; 省外竞争超预期风险等。

图1: 青花 26·复兴版全球首发



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 汾酒产品突破、渠道孵化取得积极成果



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	44,723	45,407	47,046	营业总收入	31,928	36,319	40,712	46,751
货币资金及交易性金融资产	3,825	9,267	5,193	3,843	营业成本(含金融类)	7,884	8,920	10,068	11,483
经营性应收款项	1,714	2,155	2,507	2,995	税金及附加	5,832	6,247	7,064	8,041
存货	11,573	13,157	15,313	17,808	销售费用	3,217	3,565	3,984	4,353
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,202	1,371	1,487	1,612
其他流动资产	17,496	20,143	22,394	22,401	研发费用	88	132	159	183
非流动资产	9,488	9,398	11,273	12,927	财务费用	(8)	(9)	(17)	3
长期股权投资	94	0	0	0	加:其他收益	15	7	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	310	350	220
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	16,440	18,331	21,312
其他非流动资产	4,519	2,984	3,538	3,538	营业外净收支	(19)	1	(5)	(7)
资产总计	44,096	54,121	56,680	59,973	利润总额	14,205	16,441	18,326	21,304
流动负债	15,147	19,623	18,320	18,288	减:所得税	3,747	4,225	4,636	5,495
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	12,216	13,689	15,810
经营性应付款项	2,893	2,806	2,788	2,699	减:少数股东损益	20	12	14	16
合同负债	7,029	10,207	8,558	8,038	归属母公司净利润	10,438	12,204	13,676	15,794
其他流动负债	4,879	6,610	6,975	7,551	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.56	10.00	11.21	12.95
非流动负债	674	1,019	1,019	1,019	EBIT	13,717	16,061	17,947	21,076
长期借款	0	345	345	345	EBITDA	14,321	16,393	18,377	21,585
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.31	75.44	75.27	75.44
租赁负债	534	534	534	534	归母净利率(%)	32.69	33.60	33.59	33.78
其他非流动负债	140	140	140	140	收入增长率(%)	21.80	13.75	12.10	14.83
负债合计	15,821	20,642	19,339	19,307	归母净利润增长率(%)	28.93	16.91	12.06	15.49
归属母公司股东权益	27,837	33,028	36,876	40,186					
少数股东权益	438	450	464	480					
所有者权益合计	28,275	33,479	37,340	40,666					
负债和股东权益	44,096	54,121	56,680	59,973					

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	13,931	7,177	13,104	每股净资产(元)	22.82	27.07	30.23	32.94
投资活动现金流	(10,220)	(3,467)	(1,404)	(1,951)	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)	(7,022)	(9,847)	(12,503)	ROIC(%)	39.67	37.58	36.94	39.22
现金净增加额	(7,426)	3,442	(4,074)	(1,350)	ROE-摊薄(%)	37.50	36.95	37.09	39.30
折旧和摊销	604	333	430	510	资产负债率(%)	35.88	38.14	34.12	32.19
资本开支	(482)	(1,870)	(1,753)	(2,170)	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.39	20.01	17.86	15.46
营运资本变动	(2,881)	179	(6,053)	(3,012)	P/B (现价)	8.77	7.39	6.62	6.08

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>