

# 山西汾酒（600809.SH）

## 强化存量管理，寻求增量优化

买入

## ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张向伟 021-60933131  
证券分析师：李文华 021-60375461  
联系人：张未艾 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：

事件：2024年3月21日，“科学营销开新局 提势增能攀高峰”2024汾酒营销顾问委员会会议在成都召开。

**国信食品饮料观点：**1) 一季度动销高势能延续，青花20进入非线性增长区间。2) “汾享礼遇”推广进度顺利，厂商配合度进一步提升。3) 2024年公司或强化存量管理，不断寻求增量优化。4) 投资建议：维持此前盈利预测，我们预计公司2023-2025年实现营收323.6/388.5/448.1亿元，同比增长23.5%/20.0%/15.3%；预计实现归母净利润103.8/130.5/154.6亿元，同比增长28.2%/25.7%/18.4%；对应PE 28.9/23.0/19.4X。考虑到山西汾酒步入高势能发展阶段，维持“买入”评级。

### 评论：

## ◆ 一季度动销高势能延续，青花20进入非线性增长区间

2024年春节期间，在大众消费需求刚性复苏下，山西汾酒仍处于高势能增长阶段，回款、动销、批价、库存等指标均落于良性区间，我们预计一季度有望实现全年平均增速以上。其中，上海大区在2023Q4终端梳理、剔除虚假终端下，1-2月青花20销量仍实现高速增长，部分渠道一度出现断货情况。从批价层面看，青花20节后批价环比上行10-20元至370左右，呈现量价齐升趋势。春节期间，在经历1月的发货压力测试下（供需错配的月份），青花20价格体系稳定性远好于预期及其他竞品，我们预计主要系青花20开始由过去商务单一场景增长到多场景增长（切入宴席、礼品市场等），进入到非线性增长区间。

## ◆ 汾享礼遇推广进度顺利，厂商配合度进一步提升

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。华中某大商在全面梳理内部组织架构，坚定跟着厂家营销转型后，春节期间增长实现70%+。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。

## ◆ 2024年公司或强化存量管理，不断寻求增量优化

在上年内部管理赋能上，公司一季度实现健康、稳健的开局，并积极为拓增量做准备。在存量管理上，公司坚定执行“汾享礼遇”，重塑渠道分润模式，在青花20提价的基础上，或有望在二季度实现价格提升。其次，公司2024年或对老白汾做一定改革，做好基本盘产品建设。在增量优化上，公司2024年在深挖宋代老作坊文化价值基础上，或在新品研发、自主文创、老酒价值提升方面做出增量规划，进一步优化产品结构。其次，青花30复兴版、青花20在增量要求减轻下，或有望进一步提升内在价值感，形成量价齐升的良性增长。

## ◆ 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 2023-2025 年实现营收 323.6/388.5/448.1 亿元，同比增长 23.5%/20.0%/15.3%；预计实现归母净利润 103.8/130.5/154.6 亿元，同比增长 28.2%/25.7%/18.4%；对应 PE 28.9/23.0/19.4X。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 03 月 27 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600809.SH	山西汾酒	买入	246.26	3,004.3	8.5	10.7	12.7	28.9	23.0	19.4
000799.SZ	酒鬼酒	买入	56.34	183.1	1.8	2.1	2.6	30.5	26.8	21.5
600702.SH	舍得酒业	买入	77.41	257.9	5.1	6.2	7.6	15.1	12.6	10.3

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）-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
- 《山西汾酒（600809.SH）-主动控制经营节奏，聚焦业绩增长质量》——2023-10-28
- 《山西汾酒（600809.SH）-低度复兴版开始贡献增量，内部精细化管理持续提升》——2023-09-21

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6146	11201	21174	28414	35479	营业收入	19971	26214	32361	38849	44810
应收款项	104	33	177	213	241	营业成本	5011	6460	7092	8229	9320
存货净额	8189	9650	12293	14492	16550	营业税金及附加	3730	4602	6011	7197	8287
其他流动资产	4816	7259	7805	9369	10807	销售费用	3160	3404	4093	4550	4978
<b>流动资产合计</b>	<b>25286</b>	<b>29202</b>	<b>42508</b>	<b>53547</b>	<b>64136</b>	管理费用	1167	1214	1661	1985	2284
固定资产	2493	2480	2388	2770	3283	研发费用	23	58	32	39	45
无形资产及其他	363	1076	1071	1069	1071	财务费用	(33)	(37)	(324)	(496)	(639)
投资性房地产	1736	3848	3848	3848	3848	投资收益	72	330	0	0	0
长期股权投资	76	80	80	80	80	资产减值及公允价值变动	28	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>29955</b>	<b>36686</b>	<b>49896</b>	<b>61314</b>	<b>72419</b>	其他收入	(7)	(32)	118	150	183
短期借款及交易性金融负债	13	9	0	0	0	营业利润	7029	10873	13946	17533	20762
应付款项	2812	2948	4222	4977	5684	营业外净收支	61	3	0	0	0
其他流动负债	11440	11890	16492	19229	21786	<b>利润总额</b>	<b>7091</b>	<b>10876</b>	<b>13946</b>	<b>17533</b>	<b>20762</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>14265</b>	<b>14846</b>	<b>20713</b>	<b>24205</b>	<b>27470</b>	所得税费用	1701	2719	3486	4383	5191
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	76	61	78	99	117
其他长期负债	103	94	94	94	94	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5314</b>	<b>8096</b>	<b>10381</b>	<b>13051</b>	<b>15455</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>103</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>14368</b>	<b>14941</b>	<b>20808</b>	<b>24300</b>	<b>27564</b>	净利润	5314	8096	10381	13051	15455
少数股东权益	364	425	500	596	709	资产减值准备	4	0	0	0	0
股东权益	15223	21321	28587	36418	44146	折旧摊销	170	201	264	283	307
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29955</b>	<b>36686</b>	<b>49896</b>	<b>61314</b>	<b>72419</b>	公允价值变动损失	(28)	(4)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(33)	(37)	(324)	(496)	(639)
每股收益	4.36	6.64	8.51	10.70	12.67	营运资本变动	2305	(5366)	2542	(307)	(260)
每股红利	0.14	1.80	2.55	4.28	6.33	其它	70	44	76	95	113
每股净资产	12.48	17.48	23.43	29.85	36.18	<b>经营活动现金流</b>	<b>7835</b>	<b>2972</b>	<b>13263</b>	<b>13122</b>	<b>15615</b>
ROIC	53.9%	52.5%	50.6%	59.1%	60.7%	资本开支	0	(176)	(167)	(662)	(823)
ROE	34.9%	38.0%	36.3%	35.8%	35.0%	其它投资现金流	(6031)	4971	0	0	0
毛利率	74.91%	75.36%	78.09%	78.82%	79.20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(6067)</b>	<b>4791</b>	<b>(167)</b>	<b>(662)</b>	<b>(823)</b>
EBIT Margin	34%	40%	42%	43%	44%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	41%	42%	44%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	43%	31%	23%	20%	15%	支付股利、利息	(174)	(2196)	(3114)	(5220)	(7728)
净利润增长率	73%	52%	28%	26%	18%	其它融资现金流	121	1685	(9)	0	0
资产负债率	49%	42%	43%	41%	39%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(228)</b>	<b>(2708)</b>	<b>(3123)</b>	<b>(5220)</b>	<b>(7728)</b>
股息率	0.1%	0.7%	1.0%	1.7%	2.6%	<b>现金净变动</b>	<b>1539</b>	<b>5055</b>	<b>9973</b>	<b>7240</b>	<b>7065</b>
P/E	56.5	37.1	28.9	23.0	19.4	货币资金的期初余额	4607	6146	11201	21174	28414
P/B	19.7	14.1	10.5	8.3	6.8	货币资金的期末余额	6146	11201	21174	28414	35479
EV/EBITDA	44.7	29.5	23.4	19.0	16.2	企业自由现金流	0	2516	12743	11950	14146
						权益自由现金流	0	4202	12977	12322	14625

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