



山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 产品节奏扰动，消费势能仍占优

业绩简评

2024年8月27日，公司披露24年半年报，期内实现营收227.5亿元，同比+19.6%；实现归母净利84.1亿元，同比+24.3%；单Q2实现营收74.1亿元，同比+17.1%；实现归母净利21.5亿元，同比+10.2%，略低于市场预期。

经营分析

Q2 收入兑现符合预期、产品节奏扰动利润增速略低、全年目标兑现预期仍较强

24Q2 归母净利率同比-1.8pct 至 29.0%，主要系期内毛利率同比-2.7pct 至 75.1%、与单 Q2 产品结构走弱相关。24Q2 中高价位/其他酒分别实现营收 45.7/28.0 亿元，同比+1.5%/+58.3%，我们认为与季度产品节奏相关，Q2 青花系列控货控节奏预计略承压，腰部维持增长、玻汾环比提速。考虑 6 月青花 20 及腰部产品提价，叠加腰部加速区域外拓进度，我们预计下半年仍会以腰部领先，青花系列保持平稳，玻汾以长江以南等开拓市场增量投放为主。分区域看，24Q2 延续 Q1 趋势，期内省内/省外分别实现营收 28.0/45.7 亿元，同比+11.2%/+21.8%，省外增速相对更优，Q2 净增加 478 个经销商至 4196 个。

此外：1) 期间费用率 Q2 整体平稳，销售费用率/管理费用率分别 +0.5pct/-0.6pct；2) 24Q2 末合同负债余额 57.3 亿元，环比+1.4 亿元，考虑△合同负债后营收同比-5%；24Q2 销售收现 73.9 亿元，同比-6%。公司不断推进汾享礼遇及返利兑付机制优化，目前青花 20 等主力单品批价平稳，多区域反馈汾酒消费氛围起势，我们对公司高质兑现全年目标仍乐观。

盈利预测、估值与评级

考虑行业需求持续走弱，我们下调 25-26 年归母净利 7%/10%，预计 24-26 年收入分别+20.1%/+16.4%/+15.0%；归母净利分别+21.3%/+17.6%/+16.7%，对应归母净利分别 127/149/174 亿元；EPS 为 10.38/12.21/14.25 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 16.9/14.4/12.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；全国化不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：175.74 元

相关报告：

- 《山西汾酒公司点评：Q1 业绩超预期，高质量发展持续进攻》，2024.4.26
- 《山西汾酒公司点评：业绩符合预期，清香势下笃定前行》，2023.10.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,346	44,631	51,319
营业收入增长率	31.26%	21.80%	20.10%	16.39%	14.98%
归母净利润(百万元)	8,096	10,438	12,660	14,893	17,385
归母净利润增长率	52.36%	28.93%	21.28%	17.64%	16.74%
摊薄每股收益(元)	6.636	8.556	10.377	12.207	14.250
每股经营性现金流净额	8.45	5.92	24.55	12.48	14.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.97%	37.50%	37.19%	36.03%	34.87%
P/E	42.95	26.97	16.94	14.40	12.33
P/B	16.31	10.11	6.30	5.19	4.30

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	19,971	26,214	31,928	38,346	44,631	51,319
增长率		31.3%	21.8%	20.1%	16.4%	15.0%
主营业务成本	-5,011	-6,460	-7,884	-9,422	-10,792	-12,273
%销售收入	25.1%	24.6%	24.7%	24.6%	24.2%	23.9%
毛利	14,960	19,754	24,044	28,924	33,839	39,046
%销售收入	74.9%	75.4%	75.3%	75.4%	75.8%	76.1%
营业税金及附加	-3,730	-4,602	-5,832	-6,902	-8,034	-9,186
%销售收入	18.7%	17.6%	18.3%	18.0%	18.0%	17.9%
销售费用	-3,160	-3,404	-3,217	-3,681	-4,285	-4,875
%销售收入	15.8%	13.0%	10.1%	9.6%	9.6%	9.5%
管理费用	-1,167	-1,214	-1,202	-1,342	-1,562	-1,745
%销售收入	5.8%	4.6%	3.8%	3.5%	3.5%	3.4%
研发费用	-23	-58	-88	-106	-123	-142
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	6,881	10,476	13,705	16,893	19,836	23,098
%销售收入	34.5%	40.0%	42.9%	44.1%	44.4%	45.0%
财务费用	33	37	8	37	94	181
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	2	17	-3	0	0	0
公允价值变动收益	28	3	0	0	0	0
投资收益	72	330	499	80	80	80
%税前利润	1.0%	3.0%	3.5%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	7,029	10,873	14,224	17,020	20,020	23,369
营业利润率	35.2%	41.5%	44.5%	44.4%	44.9%	45.5%
营业外收支	61	3	-19	0	0	0
税前利润	7,091	10,876	14,205	17,020	20,020	23,369
利润率	35.5%	41.5%	44.5%	44.4%	44.9%	45.5%
所得税	-1,701	-2,719	-3,747	-4,340	-5,105	-5,959
所得税率	24.0%	25.0%	26.4%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	5,390	8,157	10,459	12,680	14,915	17,410
少数股东损益	76	61	20	20	22	25
归属于母公司的净利润	5,314	8,096	10,438	12,660	14,893	17,385
净利率	26.6%	30.9%	32.7%	33.0%	33.4%	33.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,390	8,157	10,459	12,680	14,915	17,410
少数股东损益	76	61	20	20	22	25
非现金支出	180	198	607	319	418	529
非经营收益	-531	-836	-960	-95	-573	-683
营运资金变动	2,607	2,791	-2,881	17,044	463	504
经营活动现金净流	7,645	10,310	7,225	29,947	15,223	17,760
资本开支	-156	-826	-482	-1,380	-1,827	-1,913
投资	-4,788	-2,433	-10,094	-20,000	-1,000	-1,000
其他	107	365	356	80	80	80
投资活动现金净流	-4,837	-2,894	-10,220	-21,300	-2,747	-2,833
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-345	0	0
其他	-183	-2,208	-4,432	-6,488	-7,619	-8,883
筹资活动现金净流	-183	-2,208	-4,432	-6,833	-7,619	-8,883
现金净流量	2,625	5,209	-7,426	1,814	4,857	6,044

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,146	11,201	3,775	5,443	10,193	16,160
应收款项	4,515	1,045	1,637	1,817	2,115	2,432
存货	8,189	9,650	11,573	12,907	14,488	16,139
其他流动资产	6,435	7,306	17,623	20,192	21,212	22,234
流动资产	25,286	29,202	34,608	40,358	48,008	56,966
%总资产	84.4%	79.6%	78.5%	79.2%	79.3%	79.7%
长期投资	105	107	121	121	121	121
固定资产	2,493	2,480	2,756	3,595	4,535	5,362
%总资产	8.3%	6.8%	6.2%	7.1%	7.5%	7.5%
无形资产	363	1,076	1,247	1,332	1,416	1,499
非流动资产	4,669	7,484	9,488	10,596	12,522	14,526
%总资产	15.6%	20.4%	21.5%	20.8%	20.7%	20.3%
资产总计	29,955	36,686	44,096	50,955	60,531	71,492
短期借款	13	9	345	0	0	0
应付款项	4,223	4,751	3,847	4,370	4,865	5,363
其他流动负债	10,029	10,087	10,955	11,564	13,431	15,428
流动负债	14,265	14,846	15,147	15,934	18,296	20,791
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	103	94	674	523	417	340
负债	14,368	14,941	15,821	16,456	18,713	21,131
普通股股东权益	15,223	21,321	27,837	34,040	41,338	49,856
其中：股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
未分配利润	12,941	18,841	25,229	31,432	38,730	47,248
少数股东权益	364	425	438	458	480	505
负债股东权益合计	29,955	36,686	44,096	50,955	60,531	71,492

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	4.355	6.636	8.556	10.377	12.207	14.250
每股净资产	12.476	17.475	22.818	27.903	33.884	40.867
每股经营现金净流	6.266	8.450	5.922	24.547	12.478	14.558
每股股利	1.800	3.320	4.370	5.292	6.226	7.268
回报率						
净资产收益率	34.91%	37.97%	37.50%	37.19%	36.03%	34.87%
总资产收益率	17.74%	22.07%	23.67%	24.84%	24.60%	24.32%
投入资本收益率	33.45%	36.04%	35.26%	36.48%	35.34%	34.17%
增长率						
主营业务收入增长率	42.75%	31.26%	21.80%	20.10%	16.39%	14.98%
EBIT增长率	63.47%	52.26%	30.82%	23.26%	17.42%	16.45%
净利润增长率	72.56%	52.36%	28.93%	21.28%	17.64%	16.74%
总资产增长率	51.45%	22.47%	20.20%	15.55%	18.79%	18.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	529.7	504.0	491.2	500.0	490.0	480.0
应付账款周转天数	117.8	114.8	105.6	95.0	90.0	85.0
固定资产周转天数	41.1	29.6	22.0	23.5	25.4	25.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-78.03%	-56.34%	-12.31%	-15.92%	-24.50%	-32.19%
EBIT利息保障倍数	-207.7	-284.7	-1,726.6	-455.2	-211.0	-127.8
资产负债率	47.97%	40.73%	35.88%	32.30%	30.91%	29.56%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	21	40	66	189
增持	0	0	1	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.02	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究