

## 山西汾酒(600809.SH)

## 淡季稳健发展，盈利略承压

## 推荐 (维持)

股价:175.74元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.fenjiu.com.cn
大股东/持股	山西杏花村汾酒集团有限责任公司/56.59%
实际控制人	山西省国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,220
流通A股(百万股)	1,220
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,144
流通A股市值(亿元)	2,144
每股净资产(元)	25.35
资产负债率(%)	39.6

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】山西汾酒(600809.SH)\*年报点评\*产品结构升级，省外核心市场加速拓展\*推荐20240426

【平安证券】山西汾酒(600809.SH)\*季报点评\*内生动力充足，蓄力长期发展\*推荐20231027

## 证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号  
S1060522030001  
WANGMENG917@pingan.com.cn

王星云 投资咨询资格编号  
S1060523100001  
wangxingyun937@pingan.com.cn



## 事项:

山西汾酒发布2024年半年报，1H24实现营收227亿元，同比增长19.7%，归母净利润84亿元，同比增长24.3%；2Q24实现营收74亿元，同比增长17.1%，归母净利润21亿元，同比增长10.2%。

## 平安观点:

- 收入整体平稳，大众价格带表现更优。**分产品看，2Q24公司中高价酒收入46亿元，同比增长2%，其他酒类收入28亿元，同比增长58%，我们预计玻汾产品放量明显，承接淡季大众价格带需求。分市场看，2Q24公司省内收入28亿元，同比增长11%，省外收入46亿元，同比增长22%。分渠道看，2Q24公司批发代理收入69亿元，同比增长17%，电商收入5亿元，同比增长45%。
- 受产品结构影响，盈利能力略承压。**2Q24公司毛利率75.1%，同比-2.7pct，我们认为主因产品结构略下滑。2Q24公司销售/管理/研发/财务费用率分别为11.5%/4.3%/0.4%/-0.03%，同比分别+0.5/-0.6/+0.1/-0.03pct。受毛利率压力影响，2Q24公司归母净利率29.0%，同比-1.8pct。截至2Q24公司合同负债57亿元，同比/环比分别-0.2/+1.4亿元。
- 青花战略持续推进，看好长期前景。**考虑消费整体承压，我们调整2024-26年归母净利预测至127/148/170亿元（原值：131/160/193亿元）。展望未来，公司深化营销改革，加速渠道拓展，“一轮红日、五星灿烂、清香天下”市场结构逐渐形成，青花汾酒销售亮眼，老白汾、巴拿马等腰部产品亦较快放量，玻汾维持稳健。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 宏观经济波动影响：白酒受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；2) 消费复苏不及预期：宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,346	44,175	50,271
YOY(%)	31.3	21.8	20.1	15.2	13.8
净利润(百万元)	8,096	10,438	12,749	14,815	16,994
YOY(%)	52.4	28.9	22.1	16.2	14.7
毛利率(%)	75.4	75.3	75.8	76.2	76.6
净利率(%)	30.9	32.7	33.2	33.5	33.8
ROE(%)	38.0	37.5	36.9	35.0	33.2
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.45	12.14	13.93
P/E(倍)	26.5	20.5	16.8	14.5	12.6
P/B(倍)	10.1	7.7	6.2	5.1	4.2

复苏可能不及预期，从而影响白酒板块复苏。3) 行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定程度扰乱影响白酒行业定价，对行业造成不良影响。

---

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	34608	48848	60458	73350
现金	3775	20189	27722	36411
应收票据及应收账款	1601	3959	4561	5190
其他应收款	36	96	111	126
预付账款	114	215	247	281
存货	11573	14213	16102	18016
其他流动资产	17510	10176	11715	13325
<b>非流动资产</b>	9488	8823	8139	7435
长期投资	94	99	104	109
固定资产	2799	2477	2134	1768
无形资产	1247	1039	831	624
其他非流动资产	5348	5208	5070	4933
<b>资产总计</b>	44096	57671	68596	80784
<b>流动负债</b>	15147	22045	25190	28431
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2893	4282	4851	5428
其他流动负债	12254	17763	20339	23004
<b>非流动负债</b>	674	554	436	320
长期借款	534	413	295	179
其他非流动负债	140	140	140	140
<b>负债合计</b>	15821	22599	25625	28751
少数股东权益	438	539	656	791
股本	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	705	707
留存收益	25913	32609	40390	49315
<b>归属母公司股东权益</b>	27837	34533	42315	51242
<b>负债和股东权益</b>	44096	57671	68596	80784

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	6874	22356	14405	16562
净利润	10459	12850	14932	17128
折旧摊销	253	670	692	715
财务费用	-8	-19	-67	-101
投资损失	-499	-300	-300	-300
营运资金变动	-2882	9073	-933	-961
其他经营现金流	-448	82	82	81
<b>投资活动现金流</b>	-10220	213	212	211
资本支出	432	0	3	6
长期投资	-10094	0	0	0
其他投资现金流	-558	213	209	205
<b>筹资活动现金流</b>	-4432	-6154	-7085	-8083
短期借款	0	0	0	0
长期借款	526	-120	-118	-116
其他筹资现金流	-4958	-6034	-6967	-7968
<b>现金净增加额</b>	-7777	16415	7532	8689

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	31928	38346	44175	50271
营业成本	7884	9277	10511	11760
税金及附加	5832	7004	8069	9182
营业费用	3217	3710	4274	4864
管理费用	1202	1444	1663	1893
研发费用	88	106	122	139
财务费用	-8	-19	-67	-101
资产减值损失	0	-0	-0	-0
信用减值损失	-3	8	9	11
其他收益	15	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	1	2
投资净收益	499	300	300	300
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	14224	17145	19926	22859
营业外收入	5	27	27	27
营业外支出	24	12	12	12
<b>利润总额</b>	14205	17160	19941	22875
所得税	3747	4311	5009	5746
<b>净利润</b>	10459	12850	14932	17128
少数股东损益	20	101	117	134
<b>归属母公司净利润</b>	10438	12749	14815	16994
EBITDA	14451	17811	20567	23489
EPS (元)	8.56	10.45	12.14	13.93

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	21.8	20.1	15.2	13.8
营业利润(%)	30.8	20.5	16.2	14.7
归属于母公司净利润(%)	28.9	22.1	16.2	14.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	75.3	75.8	76.2	76.6
净利率(%)	32.7	33.2	33.5	33.8
ROE(%)	37.5	36.9	35.0	33.2
ROIC(%)	86.5	45.5	78.0	85.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	35.9	39.2	37.4	35.6
净负债比率(%)	-11.5	-56.4	-63.8	-69.6
流动比率	2.3	2.2	2.4	2.6
速动比率	0.4	1.1	1.3	1.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	19.9	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	3.46	3.01	3.01	3.01
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	8.56	10.45	12.14	13.93
每股经营现金流(最新摊薄)	5.63	18.32	11.81	13.58
每股净资产(最新摊薄)	22.82	28.31	34.69	42.00
<b>估值比率</b>				
P/E	20.5	16.8	14.5	12.6
P/B	7.7	6.2	5.1	4.2
EV/EBITDA	20	11	9	8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

#### 上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层