

# 山西汾酒 (600809)

## 2024 年中报点评: 顺时而动, 均衡发力

买入 (维持)

2024 年 08 月 28 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@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	38405	45051	52995
同比 (%)	31.26	21.80	20.28	17.31	17.63
归母净利润 (百万元)	8096	10438	12932	15380	18231
同比 (%)	52.36	28.93	23.89	18.93	18.54
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.64	8.56	10.60	12.61	14.94
P/E (现价&最新摊薄)	26.48	20.54	16.58	13.94	11.76

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司发布 24H1 财报, 24H1 实现营收 227.5 亿元, 同比 19.6%; 归母净利 84.1 亿元, 同比+24.3%。对应 24Q2 实现收入 74.1 亿元, 同比+17.1%; 归母净利 21.5 亿元, 同比+10.2%。Q2 利润增速慢于收入, 主因产品结构波动拖累。
- **H1 结构升级节奏放缓, 产品增速更趋均衡。** 24H1/Q2 公司酒类收入分别同比增长 20.0%/17.5%, 季度收入增速略有放缓, 与基数波动有关, 全年预计仍将稳步兑现 20%增长。**1) 分产品看:** ①Q2 公司产品结构波动较大, 估算 Q2 腰部、青花增速“此起彼伏”, 玻汾维持 20%增速。青花 Q1 放量较多, Q2 控量挺价 (去年节奏刚好相反)。②H1 估算青花、腰部、玻汾增速分别为 20%、30%、20%+, 其中青 20 保持 20%+增长, 青 25 随省内增速回落, 复兴版圈层培育尚待时间显效, 不急于一时。腰部紧抓大众消费需求, 加快全国化推广; 玻汾则随县级市场下沉开拓保持增量投放。**2) 分区域看:** 24H1 省内/省外收入分别同增 11.4%/25.7%, 全年延续省内缓进深耕、省外拔节成长。截至 Q2 季末公司经销商数量 4196 家, Q1/Q2 分别环比-222/+478 家, 与公司全国化渠道下沉、经销商结构优化有关。
- **结构回落压制毛利, 费用保持温和增长。****1) 收现端:** Q2 季末公司合同负债 57.5 亿元, 同比/环比分别+1.4/-0.2 亿元; Q2 收现比为 99.8%, 同比回落, 预计与票据展期有关。**2) 利润端:** Q2 净利率同比回落 1.8pct, 主系产品结构拖累。①Q2 毛利率同比-2.7pct 至 75.1%, 与产品结构下移有关。参考 H1 毛利率(同比+0.4pct), 考虑 Q2 提价贡献逐步显现, 预计全年毛利率稳中略增。②Q2 销售费率同比+0.5pct 至 11.5%, 主系结算节奏波动。H1 公司销售费用同增 17.1%, 费率同比小幅回落 0.2pct, 预计全年费率变化相似。③Q2 管理费率(含研发)同比-0.6pct, 国企费控保持良好。
- **盈利预测与投资评级:** 公司中期会议顺时而动, 进一步强化管理及组织要素: 1 是对后续增长未做激进要求; 2 是调整费用结构, 适当调低汾享礼遇返利比例, 相应增加大区自主费用; 3 是持续推进销售梯队年轻化建设, 提拔更新销售中层。我们下调 2024-26 年归母净利润至 129.3/153.8/182.3 亿元 (前值 132、162、198 亿元), 同比+24%/19%/19%, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 17/14/12X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济持续走弱超预期风险; 出口减弱的传导风险; 紧缩形势加剧风险等。

### 市场数据

收盘价(元)	175.74
一年最低/最高价	172.19/273.68
市净率(倍)	6.93
流通 A 股市值(百万元)	214,396.51
总市值(百万元)	214,396.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	25.35
资产负债率(% ,LF)	39.63
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

### 相关研究

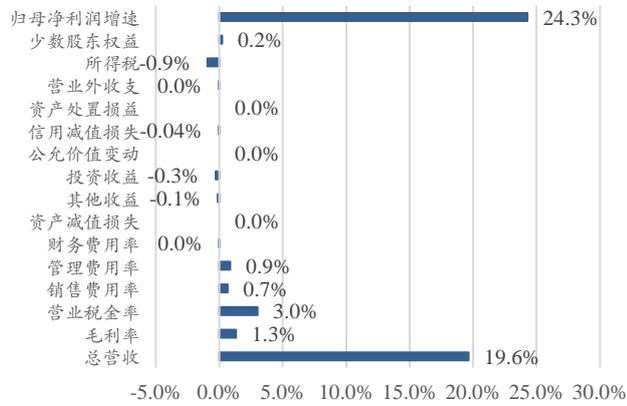
《山西汾酒(600809): 公司更新: 疾风劲草, 汾享神州》

2024-08-08

《山西汾酒(600809): 2023 年报及 2024Q1 点评: 青花凤举云飞, 盈利稳步提升》

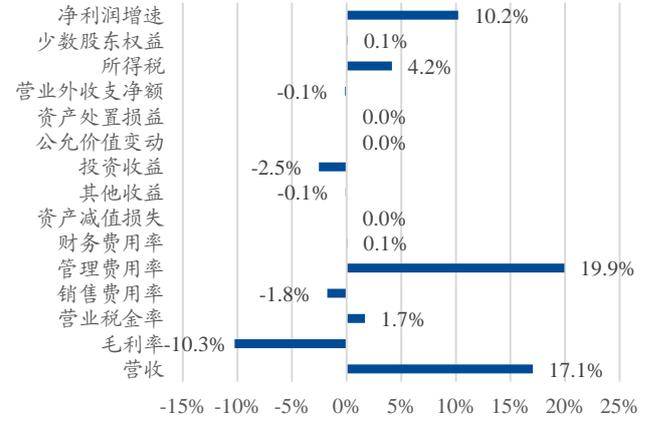
2024-04-26

图1: 24H1 利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q2 利润增速贡献拆分



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
<b>流动资产</b>	<b>34,608</b>	<b>48,445</b>	<b>48,962</b>	<b>54,068</b>	<b>营业总收入</b>	<b>31,928</b>	<b>38,405</b>	<b>45,051</b>	<b>52,995</b>
货币资金及交易性金融资产	3,825	12,383	8,013	7,570	营业成本(含金融类)	7,884	9,447	11,144	12,927
经营性应收款项	1,714	2,168	2,528	3,022	税金及附加	5,832	6,694	7,816	9,115
存货	11,573	14,619	16,894	20,393	销售费用	3,217	3,769	4,285	4,861
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,202	1,354	1,469	1,621
其他流动资产	17,496	19,276	21,527	23,083	研发费用	88	88	97	107
<b>非流动资产</b>	<b>9,488</b>	<b>9,398</b>	<b>11,273</b>	<b>12,927</b>	财务费用	(8)	(9)	(48)	(26)
长期股权投资	94	0	0	0	加:其他收益	15	4	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	300	350	217
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	<b>营业利润</b>	<b>14,224</b>	<b>17,395</b>	<b>20,651</b>	<b>24,621</b>
其他非流动资产	4,519	2,984	3,538	3,538	营业外净收支	(19)	15	0	(1)
<b>资产总计</b>	<b>44,096</b>	<b>57,844</b>	<b>60,235</b>	<b>66,995</b>	<b>利润总额</b>	<b>14,205</b>	<b>17,410</b>	<b>20,650</b>	<b>24,620</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,147</b>	<b>23,010</b>	<b>21,027</b>	<b>23,912</b>	减:所得税	3,747	4,440	5,225	6,333
短期借款及一年内到期的非流动负债	345	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>10,459</b>	<b>12,970</b>	<b>15,426</b>	<b>18,286</b>
经营性应付款项	2,893	5,224	3,877	6,393	减:少数股东损益	20	39	46	55
合同负债	7,029	10,811	9,472	9,049	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,438</b>	<b>12,932</b>	<b>15,380</b>	<b>18,231</b>
其他流动负债	4,879	6,975	7,678	8,470	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.56	10.60	12.61	14.94
非流动负债	674	1,019	1,019	1,019	EBIT	13,717	17,026	20,236	24,359
长期借款	0	345	345	345	EBITDA	14,321	17,358	20,666	24,868
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.31	75.40	75.26	75.61
租赁负债	534	534	534	534	归母净利率(%)	32.69	33.67	34.14	34.40
其他非流动负债	140	140	140	140	收入增长率(%)	21.80	20.28	17.31	17.63
<b>负债合计</b>	<b>15,821</b>	<b>24,029</b>	<b>22,046</b>	<b>24,931</b>	归母净利润增长率(%)	28.93	23.89	18.93	18.54
归属母公司股东权益	27,837	33,338	37,665	41,486					
少数股东权益	438	477	523	578					
<b>所有者权益合计</b>	<b>28,275</b>	<b>33,815</b>	<b>38,188</b>	<b>42,064</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>44,096</b>	<b>57,844</b>	<b>60,235</b>	<b>66,995</b>					

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	17,461	8,101	15,935	每股净资产(元)	22.82	27.33	30.87	34.01
投资活动现金流	(10,220)	(404)	(1,400)	(1,948)	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)	(7,440)	(11,071)	(14,429)	ROIC(%)	39.67	39.73	40.99	44.12
现金净增加额	(7,426)	9,617	(4,370)	(442)	ROE-摊薄(%)	37.50	38.79	40.83	43.95
折旧和摊销	604	333	430	510	资产负债率(%)	35.88	41.54	36.60	37.21
资本开支	(482)	(1,857)	(1,749)	(2,164)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.54	16.58	13.94	11.76
营运资本变动	(2,881)	2,958	(6,861)	(2,655)	P/B(现价)	7.70	6.43	5.69	5.17

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>