

证券研究报告

公司研究

点评报告

山西汾酒 (600809.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

山西汾酒 (600809.SH): 健康
跨越 300 亿, 营销加码谋新局
2024. 04. 26

山西汾酒 (600809.SH): 主动
控速, 保持势能 2023. 10. 27

山西汾酒 (600809.SH): 提
价加速回款, 下半年从容应对
2023. 08. 25

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门大街127号金隅大厦B座
邮编: 100031

积极应对压力，保持秩序稳定

2024年08月28日

事件: 2024年上半年, 公司实现营收 227.46 亿元, 同比+19.65%; 归母净利润 84.1 亿元, 同比+24.27%; 销售收现 215.95 亿元, 同比+21.96%; 经营净现金流 79.3 亿元, 同比+52.28%; 半年末合同负债 57.32 亿元, 同比-0.21 亿元。

点评:

- **玻汾大幅放量, 青花控货稳价。** 24Q2, 公司实现营收 74.08 亿元, 同比+17.06%; 归母净利润 21.47 亿元, 同比+10.23%。其中, 酒类收入 73.63 亿元, 同比+17.5%: ①中高价白酒 45.67 亿元, 同比+1.5% (上半年同比+17.4%); ②低价白酒 27.96 亿元, 同比+58.3% (上半年同比+27.4%)。面对市场环境的压力, 公司二季度对青花产品采取控货稳价策略, 而玻汾发货量大幅增加; 从执行效果看, 青花 20 批价保持稳定, 玻汾批价小幅下行。虽然二季度产品结构有下降, 但也正是得益于在多个价位拥有成熟大单品的优势, 公司能够较好分散风险, 保持市场秩序的良性。受此影响, 二季度公司毛利率同比-2.7pct 至 75.09% (上半年同比+0.39pct 至 76.69%)。
- **持续精耕长江以南市场, 提高省外占比。** 24Q2, 公司省内收入 27.97 亿元, 同比+11.2% (上半年同比+11.36%); 省外收入 45.66 亿元, 同比+21.78% (上半年同比+25.68%)。基于聚焦三大市场的布局策略, 公司持续精耕长江以南核心市场, 优化长三角、珠三角等潜力市场战略方案, 提升整体布局水平, 长江以南市场实现稳步突破。上半年, 公司省外收入占比提升 2.86pct 至 62.96%, 全国合作经销商 4196 家。
- **销售费用率进入平稳期, 整体费率小幅下降。** 23Q2, 公司税金及附加率同比-0.44pct (上半年同比-0.9pct); 销售费用率同比+0.47pct (上半年同比-0.19pct); 管理费用率同比-0.63pct (上半年同比-0.29pct); 研发费用率同比+0.07pct (上半年同比+0.03pct)。由于毛利率波动较大, 二季度公司归母净利率同比-1.8pct 至 28.99% (上半年同比+1.38pct)。目前销售团队仍在大力推广汾享礼遇, 积极改善渠道价值链, 在保持费率水平稳定的基础上, 更好发挥渠道效率。
- **盈利预测与投资评级:** 2024 年公司力争营业收入同比增长 20%左右, 上半年基本完成目标进度, 我们认为公司几大单品的市场动销情况均为行业中上游水平, 结合 2025 年开门红较早, 下半年收入目标完成压力较小。考虑到产品结构下移, 我们略微下调全年利润预测, 预计公司 2024-2026 年摊薄每股收益分别为 10.61 元、12.92 元、15.43 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 商务需求恢复不及预期; 行业竞争加剧; 市场开拓不及预期

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	26,214	31,928	38,328	45,731	54,199
增长率 YoY %	31.3%	21.8%	20.0%	19.3%	18.5%
归属母公司净利润 (百万元)	8,096	10,438	12,942	15,761	18,821
增长率 YoY%	52.4%	28.9%	24.0%	21.8%	19.4%
毛利率%	75.4%	75.3%	75.0%	75.2%	75.3%
净资产收益率ROE%	38.0%	37.5%	37.8%	37.6%	36.9%
EPS(摊薄)(元)	6.65	8.56	10.61	12.92	15.43
市盈率 P/E(倍)	42.86	26.95	16.57	13.60	11.39
市净率 P/B(倍)	16.31	10.11	6.25	5.11	4.21

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29,202	34,608	44,259	55,280	68,185
货币资金	11,201	3,775	11,581	20,378	30,849
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1	0	1	1	1
预付账款	133	114	191	227	268
存货	9,650	11,573	13,632	15,551	17,635
其他	8,218	19,147	18,853	19,123	19,431
非流动资产	7,489	9,488	9,488	9,483	9,469
长期股权投资	80	94	94	94	94
固定资产	2,125	1,926	1,948	1,942	1,913
无形资产	1,076	1,247	1,317	1,387	1,457
其他	4,207	6,221	6,129	6,060	6,006
资产总计	36,691	44,096	53,746	64,763	77,654
流动负债	14,846	15,147	18,503	21,828	25,659
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	664	614	786	933	1,102
应付账款	2,284	2,279	2,622	3,110	3,674
其他	11,898	12,254	15,095	17,784	20,883
非流动负债	99	674	500	500	500
长期借款	0	0	0	0	0
其他	99	674	500	500	500
负债合计	14,945	15,821	19,003	22,328	26,159
少数股东权益	425	438	464	496	533
归属母公司股东权益	21,321	27,837	34,279	41,940	50,961
负债和股东权益	36,691	44,096	53,746	64,763	77,654

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,214	31,928	38,328	45,731	54,199
同比 (%)	31.3%	21.8%	20.0%	19.3%	18.5%
归属母公司净利润	8,096	10,438	12,942	15,761	18,821
同比	52.4%	28.9%	24.0%	21.8%	19.4%
毛利率 (%)	75.4%	75.3%	75.0%	75.2%	75.3%
ROE%	38.0%	37.5%	37.8%	37.6%	36.9%
EPS (摊薄)(元)	6.65	8.56	10.61	12.92	15.43
P/E	42.86	26.95	16.57	13.60	11.39
P/B	16.31	10.11	6.25	5.11	4.21
EV/EBITDA	31.40	19.45	11.81	9.31	7.40

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,214	31,928	38,328	45,731	54,199
营业成本	6,460	7,884	9,569	11,352	13,410
营业税金及附加	4,602	5,832	6,707	8,003	9,485
销售费用	3,404	3,217	3,641	4,116	4,878
管理费用	1,214	1,202	1,341	1,509	1,680
研发费用	58	88	77	91	108
财务费用	-37	-8	-7	-55	-103
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	330	499	383	457	542
其他	30	12	19	23	27
营业利润	10,873	14,224	17,402	21,195	25,310
营业外收支	3	-19	4	4	4
利润总额	10,876	14,205	17,406	21,199	25,314
所得税	2,719	3,747	4,439	5,406	6,455
净利润	8,157	10,459	12,968	15,793	18,859
少数股东损益	61	20	26	32	38
归属母公司净利润	8,096	10,438	12,942	15,761	18,821
EBITDA	10,717	14,321	17,237	20,914	24,902
EPS (当年)(元)	6.65	8.56	10.61	12.92	15.43

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10,310	7,225	14,318	16,711	20,000
净利润	8,157	10,459	12,968	15,793	18,859
折旧摊销	215	604	244	255	264
财务费用	1	39	31	25	25
投资损失	-330	-499	-383	-457	-542
营运资金变动	2,791	-2,881	1,462	1,100	1,398
其它	-523	-497	-4	-4	-4
投资活动现金流	-2,894	10,220	193	211	296
资本支出	-826	-482	-246	-246	-246
长期投资	-2,433	-	56	0	0
其他	365	356	383	457	542
筹资活动现金流	-2,208	-4,432	-6,705	-8,125	-9,825
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-2,196	-4,032	-6,531	-8,125	-9,825
现金流净增加额	5,209	-7,426	7,806	8,798	10,471

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。