

2024年08月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产品结构短期调整，上半年保持稳增

—山西汾酒（600809.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年8月27日，山西汾酒发布2024年中报。

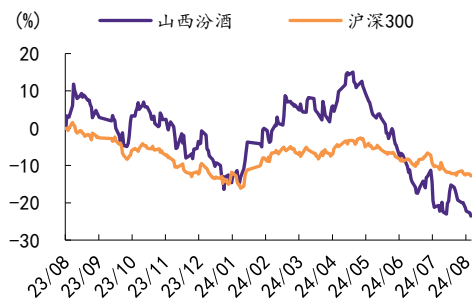
投资要点

基本数据

2024-08-27

当前股价(元)	175.74
总市值(亿元)	2144
总股本(百万股)	1220
流通股本(百万股)	1220
52周价格范围(元)	175.71-270.32
日均成交额(百万元)	970.47

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《山西汾酒（600809）：腰部产品升级发力，渠道改革有序推进》
2024-06-05
- 《山西汾酒（600809）：品牌渠道基石稳固，产品区域轮动发力》
2024-05-20
- 《山西汾酒（600809）：清香龙头强势增长，势能延续后劲充足》
2024-04-26

利润不及预期，上半年整体稳定增长

收入符合预期，利润不及预期。2024H1 总营收 227.46 亿元（同增 19.65%），归母净利润 84.10 亿元（同增 24.27%），扣非净利润 84.09 亿元（同增 24.41%）。2024Q2 总营收 74.08 亿元（同增 17.06%），归母净利润 21.47 亿元（同增 10.23%），扣非净利润 21.49 亿元（同增 10.39%）。产品结构调整，利润率同比下降。2024H1 毛利率/净利率分别为 76.69%/37.04%，分别同比+0.39/+1.31pcts；2024Q2 分别为 75.09%/29.13%，分别同比-2.70/-1.83pcts，毛利率下滑主要系产品结构下行所致。2024H1 销售/管理费用率分别为 8.79%/2.73%，分别同比-0.19/-0.29pcts；2024Q2 分别为 11.53%/4.27%，分别同比+0.47/-0.63pcts，费用率基本保持稳定。现金流表现与收入节奏一致，销售回款同比下降。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为 79.30/8.89 亿元，分别同比+52.28%/-49.91%；销售回款分别为 215.95/73.93 亿元，分别同比+21.96%/-6.29%。截至 2024H1 末，合同负债 57.32 亿元（环比增加 1.42 亿元）。

产品结构调整，整体良性增长

2024H1 中高价酒类/其他酒类营收分别为 164.27/62.33 亿元，分别同比+17.38%/+27.36%，分别占酒类收入比重 72.49%/27.51%；2024Q2 营收分别为 45.67/27.96 亿元，分别同比+1.51%/+58.33%。产品结构与价位带的下行与整体环境相关性较强，Q2 公司适度控制青花系列增长，保持良性节奏，占比下降幅度较小；腰部产品老白汾巴拿马系列增速较快，同时 Q2 老白汾完成升级；玻汾以控货稳定发展为主。

渠道模式持续优化，省外增速较好

分渠道看，2024H1 直销（含团购）/代理/电商平台营收为 1.28/210.13/15.18 亿元，同比-43.05%/+17.87%/+81.76%，分别占酒类总收入比重 0.57%/92.74%/6.70%，公司汾享礼遇渠道模式持续推进，同时根据渠道反馈进行调整优化，渠道保持健康良性状态。分区域看，2024H1 省内/省外营收分别

为 83.94/142.66 亿元，分别同比+11.36%/+25.68%，分别占酒类总收入比重 37.04%/62.96%；2024Q2 营收分别为 27.97/45.66 亿元，分别同比+11.20%/+21.78%，省外增速表现较好，为重要增长引擎。截至 2024H1 末，总经销商 4196 家，较 2024 年初增加 256 家。

■ 盈利预测

我们长期看好公司凭借香型差异化与龙头优势引领清香高势增长，全价位带产品轮动放量保持业绩稳定增长，渠道模式改革后渠道效率提升。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 10.60/13.01/15.94 元，当前股价对应 PE 分别为 17/14/11 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、青花 20 增长不及预期、献礼版玻汾进度不及预期、青花 30 批价恢复不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	31,928	38,725	46,760	56,268
增长率（%）	21.8%	21.3%	20.8%	20.3%
归母净利润（百万元）	10,438	12,934	15,866	19,442
增长率（%）	28.9%	23.9%	22.7%	22.5%
摊薄每股收益（元）	8.56	10.60	13.01	15.94
ROE（%）	36.9%	33.4%	30.8%	28.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	3,775	26,339	39,400	54,508
应收款	37	53	64	77
存货	11,573	11,942	12,013	12,332
其他流动资产	19,224	9,007	9,482	10,274
流动资产合计	34,608	47,341	60,959	77,190
非流动资产:				
金融类资产	50	100	130	145
固定资产	1,926	2,295	2,341	2,265
在建工程	829	332	133	53
无形资产	1,247	1,184	1,122	1,063
长期股权投资	94	94	94	94
其他非流动资产	5,392	5,392	5,392	5,392
非流动资产合计	9,488	9,297	9,082	8,867
资产总计	44,096	56,638	70,041	86,057
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,893	3,538	3,656	3,700
其他流动负债	5,224	5,224	5,224	5,224
流动负债合计	15,147	17,250	17,848	18,173
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	674	674	674	674
非流动负债合计	674	674	674	674
负债合计	15,821	17,924	18,522	18,848
所有者权益				
股本	1,220	1,220	1,220	1,220
股东权益	28,275	38,714	51,519	67,209
负债和所有者权益	44,096	56,638	70,041	86,057

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10459	13026	15978	19579
少数股东权益	20	91	112	137
折旧摊销	253	191	212	212
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-3507	11985	71	-783
经营活动现金净流量	7225	25292	16373	19145
投资活动现金净流量	-10220	78	123	141
筹资活动现金净流量	25559	-2587	-3173	-3888
现金流量净额	22,564	22,784	13,323	15,398

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,928	38,725	46,760	56,268
营业成本	7,884	9,173	10,647	12,377
营业税金及附加	5,832	6,970	8,417	10,128
销售费用	3,217	4,647	5,705	6,921
管理费用	1,202	1,317	1,543	1,857
财务费用	-8	-737	-1,103	-1,526
研发费用	88	107	129	155
费用合计	4,499	5,333	6,274	7,407
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	499	280	200	170
营业利润	14,224	17,551	21,643	26,543
加:营业外收入	5	60	45	30
减:营业外支出	24	9	8	7
利润总额	14,205	17,602	21,680	26,566
所得税费用	3,747	4,577	5,702	6,987
净利润	10,459	13,026	15,978	19,579
少数股东损益	20	91	112	137
归母净利润	10,438	12,934	15,866	19,442

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	21.8%	21.3%	20.8%	20.3%
归母净利润增长率	28.9%	23.9%	22.7%	22.5%
盈利能力				
毛利率	75.3%	76.3%	77.2%	78.0%
四项费用/营收	14.1%	13.8%	13.4%	13.2%
净利率	32.8%	33.6%	34.2%	34.8%
ROE	36.9%	33.4%	30.8%	28.9%
偿债能力				
资产负债率	35.9%	31.6%	26.4%	21.9%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	871.3	730.0	730.0	730.0
存货周转率	0.7	1.4	1.6	1.8
每股数据(元/股)				
EPS	8.56	10.60	13.01	15.94
P/E	20.5	16.6	13.5	11.0
P/S	6.7	5.5	4.6	3.8
P/B	7.7	5.6	4.2	3.2

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。