

山西汾酒 (600809.SH)

第二季度归母净利润同比增长 10%，青花系列主动控速

优于大市

核心观点

2024 年第二季度公司收入同比+17.1%，净利润同比+10.2%。2024 上半年公司实现营业总收入 227.46 亿元，同比+19.6%；实现归母净利润 84.10 亿元，同比+24.3%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 74.08 亿元，同比+17.1%；实现归母净利润 21.47 亿元，同比+10.2%。

单二季度利润增速下降较多，系青花系列主动控货所致。分产品看，2024Q2 中高价酒类实现营收 45.67 亿元/同比+1.5%，其他酒类营收 27.96 亿元/同比+58.3%，腰部及以下产品贡献主要增速；预计上半年青花系列实现稳健增长，第一季度增速较快，单二季度收入在 2023Q2 高基数背景下有所承压；2024H1 巴拿马、老白汾增速高于平均（部分由提价贡献）；玻汾作为调节项在 2024Q2 补充增量，预计上半年增速和整体持平。产品结构下移，2024Q2 毛利率同比-2.7pcts 至 75.1%。我们认为第二季度为白酒传统淡季，青花在旺季高增后主动降速，消化渠道库存，维护价盘稳定（当前青花 20 批价稳定在 360-370 元），为中秋、国庆旺季动销储备余力，下半年青花预计恢复增长。

收入端展现韧性，仍具有增长抓手。我们认为第二季度阶段性降速系公司主动调整以换取发展空间，夯实长期发展动能：1) 深度全国化仍有空间，2024Q2 山西省内营收 27.97 亿元/同比+11.20%，省外营收 45.66 亿元/同比+21.78%，玻汾投放量增加下省外市场兑现稳健收入增速，验证公司品价比仍然突出，环山西市场延续较快增长，老白汾已逐步形成动销势能。2) 经销渠道补齐短板，截至 2024Q2 末公司经销商数量环比一季度末净增加 478 家，过去一年公司落地汾享礼遇实践，完成经销商的分级分类管理，在第一季度对经销商结构优化后补充优质经销商增量，2024Q2 在部分大区调整政策，配合渠道精细化管理和费用灵活化投放，看好经销商的内生增长能力。

费用率稳定、预收环比略增，反应经营质量良好。费用率看，2024Q2 经营费率在去年返利模糊后置的低基数下同比保持平稳，税金率同比-0.44pcts，销售费用率同比+0.47pcts，管理费用率同比-0.63pcts。现金流看，2024Q2 经营性现金流量净额 8.89 亿元/同比-49.9%，销售收现 73.93 亿元/同比-6.3%，截至二季度末合同负债 57.32 亿元，环比略增加 1.42 亿元，淡季渠道回款较弱为行业共性，公司基本为自然动销、回款，经营质量较好。

盈利预测与投资建议：下半年轻装上阵，公司产品及品牌力突出，看好其在旺季获取市场份额的能力；长期伴随公司补足渠道、组织短板，结构升级+全国化仍有空间。收入端维持此前预测，预计 2024-2025 年收入 384.6 亿元/453.9 亿元，同比+20.5%/18.0%；另一方面，白酒行业需求压力下，公司产品结构升级速度或将放缓，下调此前业绩预测，预计 2024-2025 年归母净利润 127.4 亿元/153.3 亿元，同比+22.0%/20.4%（前值为 26.2%/22.7%），当前股价对应 2024 年 16.8xPE，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,463	45,392	52,169
(+/-%)	31.3%	21.8%	20.5%	18.0%	14.9%
净利润(百万元)	8096	10438	12735	15331	17867
(+/-%)	52.4%	28.9%	22.0%	20.4%	16.5%
每股收益(元)	6.64	8.56	10.44	12.57	14.64
EBIT Margin	40.0%	42.9%	43.3%	43.7%	44.3%
净资产收益率 (ROE)	38.0%	37.5%	35.9%	34.3%	33.3%
市盈率 (PE)	26.5	20.5	16.8	14.0	12.0
EV/EBITDA	21.5	16.5	13.8	11.8	10.3
市净率 (PB)	10.05	7.70	6.04	4.80	4.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

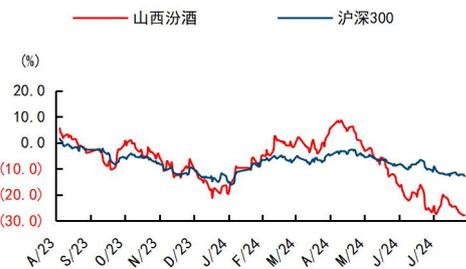
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	175.74 元
总市值/流通市值	214397/214397 百万元
52 周最高价/最低价	273.68/172.19 元
近 3 个月日均成交额	1047.79 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《山西汾酒 (600809.SH) - 提质换挡，增长动能充足》——2024-06-13
- 《山西汾酒 (600809.SH) - 老白汾焕新上市，巩固市场发展基础》——2024-06-07
- 《山西汾酒 (600809.SH) - 经营节奏保持稳健，青花 30 复兴版长期化运作》——2024-05-20
- 《山西汾酒 (600809.SH) - 一季度收入增长 21%，品牌势能持续释放》——2024-04-29
- 《山西汾酒 (600809.SH) - 强化存量管理，寻求增量优化》——2024-03-28

2024 年第二季度公司收入同比+17.1%，净利润同比+10.2%。2024 上半年公司实现营业收入总收入 227.46 亿元，同比+19.6%；实现归母净利润 84.10 亿元，同比+24.3%。其中，2024 年第二季度实现营业收入 74.08 亿元，同比+17.1%；实现归母净利润 21.47 亿元，同比+10.2%。

单二季度利润增速下降较多，系青花系列主动控货所致。分产品看，2024Q2 中高价酒类实现营收 45.67 亿元/同比+1.5%，其他酒类营收 27.96 亿元/同比+58.3%，腰部及以下产品贡献主要增速；预计上半年青花系列实现稳健增长，第一季度增速较快，单二季度收入在 2023Q2 高基数背景下有所承压；2024H1 巴拿马、老白汾增速高于平均（部分由提价贡献）；玻汾作为调节项在 2024Q2 补充增量，预计上半年增速和整体持平。产品结构下移，2024Q2 毛利率同比-2.7pcts 至 75.1%。我们认为第二季度为白酒传统淡季，青花在旺季高增后主动降速，消化渠道库存，维护价盘稳定（当前青花 20 批价稳定在 360-370 元），为中秋、国庆旺季动销储备余力，下半年青花预计恢复增长。

收入端展现韧性，仍具有增长抓手。我们认为第二季度阶段性降速系公司主动调整以换取发展空间，夯实长期发展动能：1) 深度全国化仍有空间，2024Q2 山西省内营收 27.97 亿元/同比+11.20%，省外营收 45.66 亿元/同比+21.78%，玻汾投放量增加下省外市场兑现稳健收入增速，验证公司品价比仍然突出，环山西市场延续较快增长，老白汾已逐步形成动销势能。2) 经销渠道补齐短板，截至 2024Q2 末公司经销商数量环比一季度末净增加 478 家，过去 1 年公司落地汾享礼遇实践，完成经销商的分级分类管理，在第一季度对经销商结构优化后补充优质经销商增量，2024Q2 在部分大区调整政策，配合渠道精细化管理和费用灵活化投放，看好经销商的内生增长能力。

费用率稳定、预收环比略增，反应经营质量良好。费用率看，2024Q2 经营费率在去年返利模糊后置的低基数下同比保持平稳，税金率同比-0.44pcts，销售费用率同比+0.47pcts，管理费用率同比-0.63pcts。现金流看，2024Q2 经营性现金流量净额 8.89 亿元/同比-49.9%，销售收现 73.93 亿元/同比-6.3%，截至二季度末合同负债 57.32 亿元，环比略增加 1.42 亿元，淡季渠道回款较弱为行业共性，公司基本为自然动销、回款，经营质量较好。

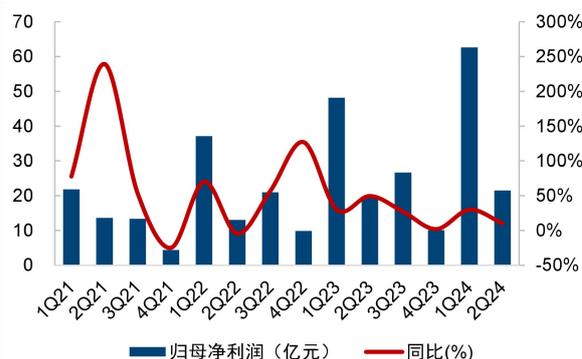
盈利预测与投资建议：下半年轻装上阵，公司产品及品牌力突出，看好其在旺季获取市场份额的能力；长期伴随公司补足渠道、组织短板，结构升级+全国化仍有空间。收入端维持此前预测，预计 2024-2025 年收入 384.6 亿元/453.9 亿元，同比+20.5%/18.0%；另一方面，白酒行业需求压力下，公司产品结构升级速度或将放缓，下调此前业绩预测，预计 2024-2025 年归母净利润 127.4 亿元/153.3 亿元，同比+22.0%/20.4%（前值为 26.2%/22.7%），当前股价对应 2024 年 16.8xPE，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



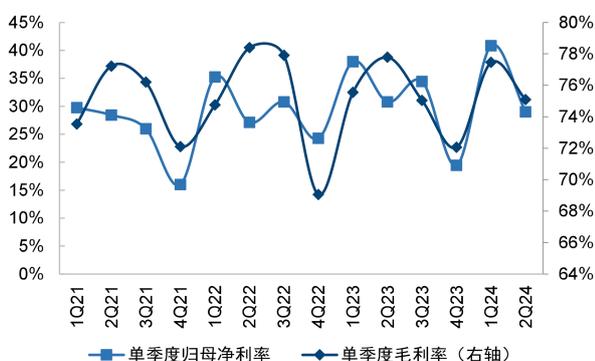
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



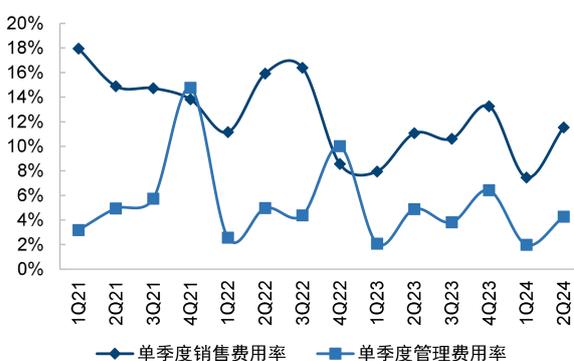
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 山西汾酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	31,928	38,468	45,412	38,463	45,392	0.0%	0.0%
收入同比增速%	21.8%	20.5%	18.1%	20.5%	18.0%	-0.02pcts	-0.04pcts
毛利率%	75.3%	76.0%	76.4%	74.8%	75.1%	-1.28pcts	-1.3pcts
销售费用率%	75.3%	9.2%	8.5%	9.4%	9.2%	0.23pcts	0.73pcts
管理费用率%	3.7%	3.5%	3.4%	3.5%	3.8%	0pcts	0.4pcts
归母净利润 (百万元)	10,438	13,177	16,173	12,735	15,331	-3.4%	-5.2%
归母净利润同比增速%	28.9%	26.2%	22.7%	22.0%	20.4%	-4.23pcts	-2.35pcts
净利率%	32.7%	34.3%	35.6%	33.1%	33.8%	-1.14pcts	-1.84pcts
EPS (元)	8.56	10.80	13.26	10.44	12.57	-3.4%	-5.2%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/8/16	2024/8/16	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,412	17,738	869.9	995.5	20.4	17.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	118	4,585	339.1	379.6	13.5	12.1		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	119	1,745	161.5	194.4	10.8	9.0		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	176	2,144	127.4	153.3	16.8	14.0		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	77	1,164	107.9	118.8	10.8	9.8		
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	36	117	4.9	5.8	23.7	20.0		

600702.SH	舍得酒业	中性	43	145	15.2	17.0	9.5	8.5
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	169	893	59.1	73.8	15.1	12.1
603589.SH	口子窖	优于大市	36	215	19.8	22.5	10.8	9.6
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	49	394	29.0	35.7	13.6	11.0
603369.SH	今世缘	优于大市	38	477	38.0	46.0	12.6	10.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除山西汾酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11201	3775	22148	30105	37556	营业收入	26214	31928	38463	45392	52169
应收款项	33	37	211	249	281	营业成本	6460	7884	9705	11302	12913
存货净额	9650	11573	14160	16534	18932	营业税金及附加	4602	5832	7009	8209	9419
其他流动资产	7259	19174	9276	10947	12582	销售费用	3404	3217	3615	4176	4643
流动资产合计	29202	34608	45844	57886	69401	管理费用	1214	1202	1383	1759	2014
固定资产	2480	2756	2675	3060	3575	研发费用	58	88	88	88	88
无形资产及其他	1076	1247	1235	1226	1221	财务费用	(37)	(8)	(251)	(523)	(677)
投资性房地产	3848	5392	5392	5392	5392	投资收益	330	499	100	100	100
长期股权投资	80	94	94	94	94	资产减值及公允价值变动	4	0	0	0	0
资产总计	36686	44096	55240	67657	79683	其他收入	(32)	(77)	(88)	(88)	(88)
短期借款及交易性金融负债	9	345	0	0	0	营业利润	10873	14224	17013	20481	23869
应付款项	2948	2893	3618	4224	4837	营业外净收支	3	(19)	0	0	0
其他流动负债	11890	11908	15018	17611	20073	利润总额	10876	14205	17013	20481	23869
流动负债合计	14846	15147	18635	21836	24910	所得税费用	2719	3747	4253	5120	5967
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	61	20	24	29	34
其他长期负债	94	674	674	674	674	归属于母公司净利润	8096	10438	12735	15331	17867
长期负债合计	94	674	674	674	674	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	14941	15821	19309	22510	25585	净利润	8096	10438	12735	15331	17867
少数股东权益	425	438	453	471	488	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	21321	27837	35478	44677	53610	折旧摊销	201	253	259	287	313
负债和股东权益总计	36686	44096	55240	67657	79683	公允价值变动损失	(4)	(0)	0	0	0
						财务费用	(37)	(8)	(251)	(523)	(677)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(5366)	(14842)	10970	(884)	(990)
每股收益	6.64	8.56	10.44	12.57	14.64	其它	44	13	15	18	17
每股红利	1.80	3.31	4.18	5.03	7.32	经营活动现金流	2972	(4138)	23979	14752	17207
每股净资产	17.48	22.82	29.08	36.62	43.94	资本开支	0	(502)	(167)	(662)	(823)
ROIC	52.5%	41.2%	47.4%	57.1%	59.0%	其它投资现金流	4971	1009	0	0	0
ROE	38.0%	37.5%	35.9%	34.3%	33.3%	投资活动现金流	4967	494	(167)	(662)	(823)
毛利率	75.36%	75.31%	74.77%	75.10%	75.25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	40%	43%	43%	44%	44%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	44%	44%	44%	45%	支付股利、利息	(2196)	(4032)	(5094)	(6132)	(8934)
收入增长	31%	22%	20%	18%	15%	其它融资现金流	1509	4283	(345)	0	0
净利润增长率	52%	29%	22%	20%	17%	融资活动现金流	(2884)	(3782)	(5439)	(6132)	(8934)
资产负债率	42%	37%	36%	34%	33%	现金净变动	5055	(7426)	18373	7957	7451
股息率	1.0%	1.9%	2.4%	2.9%	4.2%	货币资金的期初余额	6146	11201	3775	22148	30105
P/E	26.5	20.5	16.8	14.0	12.0	货币资金的期末余额	11201	3775	22148	30105	37556
P/B	10.1	7.7	6.0	4.8	4.0	企业自由现金流	0	(5000)	23558	13635	15819
EV/EBITDA	21.5	16.5	13.8	11.8	10.3	权益自由现金流	0	(717)	23402	14026	16327

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032