

研究所:

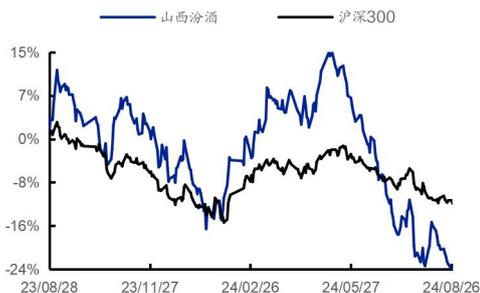
证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn

证券分析师: 秦一方 S0350523120001
qinyf@ghzq.com.cn

主动调整顺应变化, 行稳致远

——山西汾酒 (600809) 2024 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/08/27

表现	1M	3M	12M
山西汾酒	-3.6%	-28.5%	-22.2%
沪深 300	-3.0%	-9.1%	-10.9%

市场数据

2024/08/27

当前价格(元)	175.74
52 周价格区间(元)	172.19-273.68
总市值(百万)	214,396.51
流通市值(百万)	214,396.51
总股本(万股)	121,996.42
流通股本(万股)	121,996.42
日均成交额(百万)	743.97
近一月换手(%)	0.42

相关报告

《山西汾酒(600809)公司深度研究: 历尽千帆过, 归来清香晚(买入)*白酒II*刘浩铭, 秦一方》——2024-08-06

《山西汾酒(600809)2023 年报及 2024 年一季报点评: 收入跨越三百亿元, 复兴道路势能强劲(买入)*白酒II*刘浩铭, 秦一方》——2024-04-27

《山西汾酒(600809)2023 年三季报点评: 增长稳健, 经营韧性仍强(买入)*白酒II*薛玉虎, 刘浩铭》——2023-10-29

事件:

2024 年 8 月 27 日, 山西汾酒发布 2024 年中报。2024H1 公司实现营业收入 227.46 亿元, 同比+19.65%; 归母净利润 84.10 亿元, 同比+24.27%; 扣非归母净利润 84.09 亿元, 同比+24.41%。2024Q2 公司实现营业收入 74.08 亿元, 同比+17.06%; 归母净利润 21.47 亿元, 同比+10.23%; 扣非归母净利润 21.49 亿元, 同比+10.39%。

投资要点:

■ **腰部产品发力, 长江以南市场实现稳步突破。**1)分产品: 2024Q2 中高价酒类/其他酒类分别实现营收 45.67/27.96 亿元, 同比分别+1.51%/+58.33%, 我们认为中高价酒类增速放缓主要系 Q2 青花 20 控货所致, 其他酒类营收占比同比+9.79pct 至 37.98%, 预计系 Q2 公司加大巴拿马、老白汾等腰部产品推广力度所致, 下半年伴随专业化团队运作以及全新产品发力宴席市场, 腰部产品增速有望进一步提升; 2024H1 中高价酒类/其他酒类分别实现营收 164.27/62.33 亿元, 同比分别+17.38%/+27.36%, 营收占比分别为 72.49%/27.51%, 上半年整体产品结构保持稳定。2)分区域: 2024Q2 山西省内/省外分别实现营收 27.97/45.66 亿元, 同比分别+11.20%/+21.78%; 2024H1 山西省内/省外分别实现营收 83.94/142.66 亿元, 同比分别+11.36%/+25.68%, 山西省外营收占比同比由 60.10%提升 2.86pct 至 62.96%。公司聚焦三大市场布局策略, 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, 长江以南市场实现稳步突破。

■ **电商渠道加速扩张, 渠道精细化程度不断加深。**分渠道看, 2024H1 代理/电商分别实现营收 210.13/15.18 亿元, 同比分别+17.87%/+81.76%, 电商渠道实现高质量快速发展。据公司财报, 在 618 全周期, 京东、天猫、抖音、快手四个电商平台的汾酒官方旗舰店均获得白酒品牌旗舰店销售排名第一, 扩大了汾酒品牌在线上平台的影响力。公司统筹做好管理提升、秩序维护、宴席推广、圈层拓展、事件营销等工作, 进一步完善汾享礼遇内涵、扩大覆盖范围, 实现不同渠道精细化管理。截至 2024Q2, 公司经销商数量为 4196 个, 环比 Q1 增加 478 个。今年上半年在提价、汾享礼遇、数字化等多项举措的合力推动下, 公司的单个经销商、单个终端的销售体量和增长质量得到提高, 形成正向循环, 成功吸引更多经销商

入局。

- **产品结构调整致使盈利端及现金流承压，上半年整体表现良好。** 2024Q2 公司净利率同比下滑 1.83pct 至 29.13%，毛利率同比下滑 2.70pct 至 75.09%，主要系 Q2 产品结构调整，其他酒类占比提升所致，叠加公司费用投放加大，销售费用率同比+0.47pct。公司上半年整体费用率水平优化，盈利能力提升，2024H1 公司净利率同比+1.31pct 至 37.04%，毛利率同比+0.39pct 至 76.69%，销售/管理费用率分别为 8.79%/2.73%，同比分别-0.20pct/-0.29pct。现金流方面，2024Q2 公司销售收现/经营性现金流净额分别为 73.93/8.89 亿元，同比分别-6.29%/-49.91%；2024H1 公司销售收现/经营性现金流净额分别为 215.95/79.30 亿元，同比分别+21.96%/+52.28%。截至 2024Q2 末，公司合同负债为 57.32 亿元，环比/同比分别+1.42/-0.21 亿元，在行业调整期、消费弱复苏的背景下表现坚挺。
- **盈利预测和投资评级：**我们认为公司是为数不多的能够同时在次高端、中高端和百元以下光瓶酒等各个价位均形成较大体量的酒企，且汾酒强大的品牌力是其在白酒行业内卷激烈的存量时代保持有效增长的关键。随着公司在长江以南市场实现有效突破，愈发完善的全国化布局将助力公司行稳致远。我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 385.54/456.09/534.08 亿元，归母净利润分别为 126.07/146.57/169.75 亿元，EPS 分别为 10.33/12.01/13.91 元，对应 PE 分别为 17/15/13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费力下行抑制行业需求；2) 宏观经济大幅波动；3) 行业政策发生变化；4) 营销工作执行效果不达预期；5) 价格改革的市场预期引发波动；6) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31928	38554	45609	53408
增长率(%)	22	21	18	17
归母净利润(百万元)	10438	12607	14657	16975
增长率(%)	29	21	16	16
摊薄每股收益(元)	8.56	10.33	12.01	13.91
ROE(%)	37	37	36	36
P/E	26.95	17.01	14.63	12.63
P/B	10.11	6.35	5.33	4.52
P/S	8.82	5.56	4.70	4.01
EV/EBITDA	19.45	11.86	10.26	8.84

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：山西汾酒盈利预测表

证券代码:	600809				股价:	175.74				投资评级:	买入				日期:	2024/08/27			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	37%	37%	36%	36%	EPS	8.56	10.33	12.01	13.91										
毛利率	75%	75%	76%	76%	BVPS	22.82	27.67	32.96	38.84										
期间费率	14%	14%	15%	15%	估值														
销售净利率	33%	33%	32%	32%	P/E	26.95	17.01	14.63	12.63										
成长能力					P/B	10.11	6.35	5.33	4.52										
收入增长率	22%	21%	18%	17%	P/S	8.82	5.56	4.70	4.01										
利润增长率	29%	21%	16%	16%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.79	0.79	0.81	0.85	营业收入	31928	38554	45609	53408										
应收账款周转率	82505.88	74131.44	58659.72	65903.22	营业成本	7884	9461	11164	13062										
存货周转率	0.74	0.73	0.72	0.72	营业税金及附加	5832	6901	8301	9827										
偿债能力					销售费用	3217	4048	5017	6142										
资产负债率	36%	35%	31%	28%	管理费用	1202	1542	1837	2030										
流动比	2.28	2.35	2.67	2.93	财务费用	-8	-8	-11	-10										
速动比	0.36	0.58	0.73	0.91	其他费用/(-收入)	88	89	111	131										
					营业利润	14224	17024	19831	22978										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-19	2	-5	-5										
现金及现金等价物	3825	7483	10164	13348	利润总额	14205	17026	19826	22973										
应收款项	0	1	1	1	所得税费用	3747	4345	5099	5918										
存货净额	11573	14232	16638	19478	净利润	10459	12681	14727	17055										
其他流动资产	19210	20597	20489	21169	少数股东损益	20	74	71	80										
流动资产合计	34608	42312	47292	53996	归属于母公司净利润	10438	12607	14657	16975										
固定资产	1926	2166	2381	2570															
在建工程	829	1056	1345	1644	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	6638	7267	8020	8775	经营活动现金流	7225	11620	12222	14247										
长期股权投资	94	109	121	134	净利润	10438	12607	14657	16975										
资产总计	44096	52909	59159	67120	少数股东损益	20	74	71	80										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	604	681	687	729										
应付款项	2893	3154	3411	3628	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	7029	8482	7297	7370	营运资金变动	-2881	-1227	-2577	-2815										
其他流动负债	5224	6336	6985	7401	投资活动现金流	-10220	-3432	-4460	-3374										
流动负债合计	15147	17972	17694	18400	资本支出	-482	-1771	-1949	-1977										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-10094	-2171	-3132	-2124										
其他长期负债	674	674	674	674	其他	356	510	621	728										
长期负债合计	674	674	674	674	筹资活动现金流	-4432	-6687	-8200	-9800										
负债合计	15821	18646	18368	19074	债务融资	0	6	0	0										
股本	1220	1220	1220	1220	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	28275	34263	40791	48046	其它	-4432	-6693	-8200	-9800										
负债和股东权益总计	44096	52909	59159	67120	现金净增加额	-7426	1501	-439	1073										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。