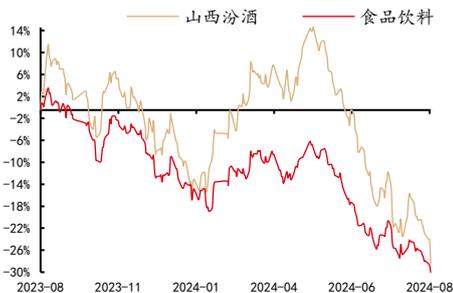


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	165.60
总股本/流通股本(亿股)	12.20 / 12.20
总市值/流通市值(亿元)	2,020 / 2,020
52周内最高/最低价	270.32 / 165.60
资产负债率(%)	35.9%
市盈率	19.34
第一大股东	山西杏花村汾酒集团有 限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

山西汾酒(600809)

上半年韧性增长，腰部发力显著

● 事件

公司发布2024年半年报。2024年上半年公司实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 227.46/84.1/84.09 亿元，同比+19.65%/+24.27%/+24.41%。公司单Q2实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 74.08/21.47/21.49 亿元，同比 17.06%/10.23%/10.39%。24Q2 利润相对承压。

● 投资要点

2024 上半年公司毛利率/归母净利率为 76.69%/36.97%，分别同比+0.39/+1.38pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.41%/8.79%/2.73%/0.24%/-0.01%，分别同比-0.9/-0.19/-0.29/0.03/0pct。分产品看，24H1 中高价酒类实现营收 164.27 亿元，同比+17.38%；其他酒类实现营收 62.33 亿元，同比+27.36%。我们预计上半年老白汾和巴拿马增速最快，带动腰部产品高增长，主因产品升级焕新提价；其次为玻汾与青花系列，预计主因去年6月青花提价导致23Q2青花基数异常高。分地区看，24H1 山西省内实现营收 83.94 亿元，同比+11.36%；山西省外实现营收 142.66 亿元，同比+25.68%，省外占比进一步提升。2024 年上半年公司实现销售收现 215.95 亿元，同比+21.96%；经现净额 79.30 亿元，同比+52.28%；Q2 末合同负债 57.32 亿元，环比增加 1.42 亿元，同比减少 0.21 亿元，预收款处于较高水位；Q2 末应收款项融资 18.95 亿元，环比减少 0.23 亿元，同比增加 13.22 亿元，处于历史偏低水平。

24Q2 结构承压导致毛利率下滑，费用率略有提升。24Q2 公司毛利率/归母净利率为 75.09%/28.99%，分别同比-2.7/-1.8pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.69%/11.53%/4.27%/0.42%/-0.03%，分别同比-0.44/0.47/-0.63/0.07/-0.02pct。23Q2 销售费用额及费用率均偏低，今年汾享礼遇渠道改革推进过程中，区域进度及费用兑现节奏有参差，对于 24Q2 费用率略提升是较为正常的节奏。分产品看，24Q2 中高价酒类实现营收 45.67 亿元，同比+1.51%；其他酒类实现营收 27.96 亿元，同比+58.33%。分地区看，24Q2 山西省内实现营收 27.97 亿元，同比+11.2%；山西省外实现营收 45.66 亿元，同比+21.78%。单二季度公司实现销售收现 73.93 亿元，同比-6.29%，经现净额 8.89 亿元，同比-49.91%，现金流表现具备行业共性，终端对于囤货意愿的再次降低、去库存是主因。

● 盈利预测与投资建议

公司在大环境压力较大背景下推行渠道改革，所面临的和要去解决的问题较多。上半年公司兼顾了改革的推进、收入和利润保持了韧性增长，质量较高。展望下半年，7月开始汾享礼遇费用落地明显加快，终端反馈获得感较好。Q3中秋公司布局较早，动销情况有望延续好于其他品牌的趋势，我们预计公司中秋将侧重青花、下半年产品结构有望环比改善、回归正常。据此我们预计公司2024-2026年实现营收380.10/440.13/504.46亿元（2024-2026年前值为385.45/471.62/559.67亿元），同比增长19.05%/15.79%/14.62%，预计2024-2026年归母净利润为129.57/151.14/172.94亿元（2024-2026年前值为131.73/165.56/198.88亿元），同比增长24.13%/16.65%/14.43%，未来三年EPS为10.62/12.39/14.18元，对应当前股价PE为16/13/12倍，单季度结构带来的业绩波动压力释放，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31928	38010	44013	50446
增长率(%)	21.80	19.05	15.79	14.62
EBITDA(百万元)	14450.51	17292.34	20060.94	22987.99
归属母公司净利润(百万元)	10438.11	12956.78	15114.13	17294.47
增长率(%)	28.93	24.13	16.65	14.43
EPS(元/股)	8.56	10.62	12.39	14.18
市盈率(P/E)	19.35	15.59	13.37	11.68
市净率(P/B)	7.26	5.31	3.94	3.04
EV/EBITDA	14.00	10.67	8.71	7.14

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	31928	38010	44013	50446	营业收入	21.8%	19.0%	15.8%	14.6%
营业成本	7884	9290	11046	12694	营业利润	30.8%	19.7%	16.2%	14.4%
税金及附加	5832	6658	7577	8836	归属于母公司净利润	28.9%	24.1%	16.7%	14.4%
销售费用	3217	3753	4302	4982	获利能力				
管理费用	1202	1317	1437	1597	毛利率	75.3%	75.6%	74.9%	74.8%
研发费用	88	106	123	141	净利率	32.8%	34.5%	34.7%	34.6%
财务费用	-8	-22	-77	-119	ROE	37.5%	34.0%	29.5%	26.1%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	86.5%	46.2%	73.9%	72.0%
营业利润	14224	17031	19794	22643	偿债能力				
营业外收入	5	90	100	120	资产负债率	35.9%	36.8%	33.5%	30.8%
营业外支出	24	5	5	5	流动比率	2.28	2.32	2.57	2.79
利润总额	14205	17116	19889	22758	营运能力				
所得税	3747	4016	4614	5280	应收账款周转率	19.94	9.69	9.69	9.69
净利润	10459	13101	15275	17478	存货周转率	0.68	0.65	0.65	0.65
归母净利润	10438	12957	15114	17294	总资产周转率	0.72	0.62	0.56	0.52
每股收益(元)	8.56	10.62	12.39	14.18	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	8.56	10.62	12.39	14.18
货币资金	3775	22351	32697	44044	每股净资产	22.82	31.21	42.03	54.41
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1601	3924	4544	5208	PE	19.35	15.59	13.37	11.68
预付款项	114	213	246	282	PB	7.26	5.31	3.94	3.04
存货	11573	14232	16921	19446	现金流量表				
流动资产合计	34608	50902	66192	82479	净利润	10459	12947	15063	17146
固定资产	2799	3033	3882	5631	折旧和摊销	253	198	249	349
在建工程	829	1441	2386	3331	营运资本变动	-2882	9095	-1146	-1136
无形资产	1247	1205	1164	1122	其他	-960	73	38	26
非流动资产合计	9488	10292	12081	14814	经营活动现金流净额	6869	22312	14204	16385
资产总计	44096	61195	78273	97293	资本开支	-432	-1000	-2000	-3000
短期借款	0	0	0	0	其他	-9788	57	58	105
应付票据及应付账款	2893	4288	5098	5859	投资活动现金流净额	-10220	-943	-1942	-2895
其他流动负债	12254	17671	20658	23701	股权融资	112	0	0	0
流动负债合计	15147	21959	25756	29560	债务融资	526	-94	-81	-74
其他	674	581	499	425	其他	-5070	-2699	-1835	-2069
非流动负债合计	674	581	499	425	筹资活动现金流净额	-4432	-2792	-1916	-2143
负债合计	15821	22540	26255	29985	现金及现金等价物净增加额	-7782	18577	10346	11347
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积金	704	704	704	704					
未分配利润	25913	36149	49351	64457					
少数股东权益	438	582	743	926					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	28275	38655	52017	67307					
负债和所有者权益总计	44096	61195	78273	97293					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000