

山西汾酒 (600809.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

买入-B(首次)

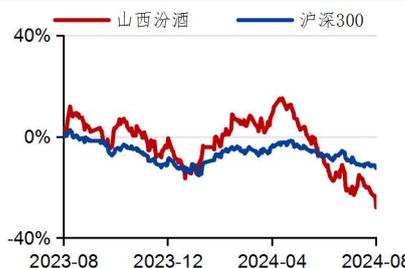
股价(2024-08-28)

165.60 元

交易数据

总市值(百万元)	202,026.08
流通市值(百万元)	202,026.08
总股本(百万股)	1,219.96
流通股本(百万股)	1,219.96
12个月价格区间	268.08/168.00

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.58	-23.0	-15.28
绝对收益	-9.19	-32.6	-26.67

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

相关报告

淡季调整节奏, 蓄力中秋旺季

事件

公司发布 24 年中报: 上半年公司实现营收 227.46 亿, 同比+19.65%, 归母净利润 84.10 亿元, 同比+24.27%, 扣非归母 84.09 亿元, 同比+24.41%, 净利率 36.97% (同比+1.38pct)。其中 24Q2 公司实现营收 74.08 亿元, 同比+17.06%, 毛利率 75.09% (同比-2.7pct), 税率 19.69% (同比-0.44pct), 归母净利润 21.47 亿元, 同比+10.23%, 扣非归母 21.49 亿元, 同比+10.39%, 净利率 29% (同比-1.8pct)。

报表分析: 24Q2 毛利率 75.09% (同比-2.7pct), 税率 19.69% (同比-0.44pct), 从侧面印证产品结构升级放缓, 24Q2 现金回款 73.93 亿元, 同比-6.29%, 收现率 99.8%; 24H1 合同负债 57.32 亿元, 环比+1.4 亿元(+2.53%), 同比-0.22 亿元 (-0.38%), 报表质量相对中性。

投资要点

◆ **收入分析: 青花主动控货, 产品结构略有下移。**上半年公司实现营收 227.46 亿元, 同比+19.65% (其中 Q1: +20.94%; Q2: +17.06%), Q2 收入略有降速。拆分来看:

1) **按产品:** 上半年 130 元/升以上的中高价白酒收入 164 亿元, 同比+17.38% (其中: Q1: +24.9%; Q2: +1.51%), 130 元/升以下的其他白酒收入 62 亿元, 同比+27.36% (其中 Q1: +9.88%; Q2: +58.33%), 我们认为 Q2 增速变化, 主要是公司 Q2 主动对青花系列进行控货, 加大巴拿马、老白汾等腰部产品推广力度, 为中秋国庆蓄力所致。

2) **按区域:** 上半年山西省内收入 83.94 亿元, 同比+11.36% (其中 Q1: +11.44%; Q2: +11.20%), 省外收入 142.66 亿元, 同比+25.68% (其中 Q1: +27.61%; Q2: +21.78%), 省内稳健增长、省外贡献增量, 发展节奏符合公司全年规划。24H1 末公司经销商 4196 家, Q1/Q2 分别净增-222/478 家, 我们预计与公司推进汾享礼遇加强对经销商管理有关。

◆ **利润分析: 结构变化毛利承压, 销售费用出现季节波动。**24Q2 利率 75.09% (同比-2.7pct), 税率 19.69% (同比-0.44pct), 均与产品结构调整相呼应。24Q2 销售费用率 11.53% (同比+0.47pct), 期间费用率 16.19% (同比+0.11pct), 费用率略有波动, 24Q2 净利率 28.99% (同比-1.8pct), 主要是产品结构变化毛利率下降所致。

◆ **展望全年:** 年初公司制定 24 年目标, 力争营业收入较上年增长 20% 左右, 按照中报业绩折算 24H2 收入为 155.68 亿元, 同比+20.52%, 我们认为公司 Q2 对青花系列主动控货, 为中秋国庆留有余力, 下半年轻装上阵, 全年业绩实现概率高。

◆ **行业分析: 行业调整过半, 期待行业复苏。**我们将本轮白酒调整周期跟上轮调整周期类比, 思考如下: 1) **周期判断:** 按照上一轮调整经验 (12Q4-16 年初/持续三年多), 本轮调整 21Q4 开始预计调整至 24 年结束, 此外上轮调整股价见底是 15Q3,



本轮预计现在处于 15 年初曙光乍现阶段，不宜过度悲观；**2) 预期节奏：**终端销售变差/库存积压（已实现）—酒企调整战略方向及人事变动（已出现）—战略执行/终端改善（半年时间）—报表改善（预期 25 年）；**3) 当下时点及关注：**当下处于战略执行情况，白酒子赛道关注高端及地产酒，股票关注稳定性、确定性两类，稳定性选高端（贵州茅台）、确定性优选地产酒（汾酒、苏酒、徽酒等）。

◆ **投资建议：**公司作为清香型白酒龙头，高端化和全国化齐头并进，未来将充分享受行业份额集中和品牌势能释放红利，业绩兼具确定性和成长性。24 年来看，公司 Q2 对青花系列主动控货，力保中秋国庆双节旺季，全年目标实现概率高。我们预测 24-26 年营业收入分别为 383/450/527 亿元，同比增长 20.0%/17.4%/17.2%，归母净利润 127/149/176 亿元，同比增长 21.3%/17.9%/17.9%，对应每股收益分别为 10.38/12.23/14.42 元，对应 PE 分别为 16.0/13.5/11.5x。首次覆盖，给予“买入-B 建议”。

◆ **风险提示：**宏观经济承压风险；行业政策风险；市场开拓进程风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,315	44,991	52,737
YoY(%)	31.3	21.8	20.0	17.4	17.2
归母净利润(百万元)	8,096	10,438	12,663	14,926	17,593
YoY(%)	52.4	28.9	21.3	17.9	17.9
毛利率(%)	75.4	75.3	75.4	75.4	75.4
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.38	12.23	14.42
ROE(%)	37.5	37.0	35.6	33.0	30.6
P/E(倍)	25.0	19.4	16.0	13.5	11.5
P/B(倍)	9.5	7.3	5.7	4.5	3.5
净利率(%)	30.9	32.7	33.1	33.2	33.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) **中高价白酒：**公司聚焦“抓青花，强腰部，稳玻汾”的产品战略，青20成功卡位次高端价格带，随着全国化布局稳步推进，产品势能得到强化，有望继续保持较快增长；青30瞄准高端市场，配备专业团队进行消费者培育，带动公司品牌势能提升，未来将逐步承接高端白酒消费需求；老白汾在山西市场基本盘稳固，未来将继续深化环山西市场建设，并适时对产品进行升级提价；巴拿马推出星火计划，加快推进全国化布局，有望享受清香势能和品牌势能的双重带动，继续保持加快增长。因此，我们预计24-26年中高价白酒销量增速为10%/9%/9%，吨价增速为8%/6%/6%，即中高价白酒24-26年营收增速分别为18.8%/15.5%/15.5%。
- (2) **其他白酒：**公司其他白酒主要是以玻汾为主，另外还包括杏花村、竹叶青产品。玻汾作为全国化布局的先导产品，已经初步完成清香消费者教育，未来销量和产品结构升级均有空间。因此我们预计24-26年其他白酒销量增速为20%/19%/18%，吨价增速为3%/3%/3%，即其他白酒24-26年营收增速分别为23.6%/22.6%/21.5%。
- (3) **其他业务：**其他业务收入占比小，我们预24-26年营收增速均为5%。
- (4) 综合来看，我们认为公司24-26年营收增速分别为20%/17.4%/17.2%。

表1：公司业务拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1) 中高价白酒（百万元）	13576.59	18932.56	23203.24	27565.45	31849.12	36798.47
YoY		39.45%	22.56%	18.80%	15.54%	15.54%
销量（万吨）	4.10	5.39	6.00	6.60	7.19	7.84
YoY		31.55%	11.30%	10.00%	9.00%	9.00%
吨价（万元/吨）	33.15	35.14	38.69	41.79	44.30	46.96
YoY		6.01%	10.12%	8.00%	6.00%	6.00%
销售成本（百万元）	2174.41	3032.21	3690.59	4300.21	4904.76	5593.37
YoY		39.45%	21.71%	16.52%	14.06%	14.04%
吨成本（万元/吨）	1.44	1.71	1.79	1.85	1.90	1.96
YoY		19.00%	4.70%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	95.66%	95.12%	95.36%	95.58%	95.70%	95.82%
2) 其他白酒（百万元）	6231.82	7107.39	8539.76	10555.14	12937.44	15724.16
YoY		14.05%	20.15%	23.60%	22.57%	21.54%
销量（万吨）	11.03	12.31	14.58	17.50	20.82	24.57
YoY		11.56%	18.49%	20.00%	19.00%	18.00%
出厂单价（元/吨）	5.65	5.78	5.86	6.03	6.21	6.40
YoY		2.23%	1.40%	3.00%	3.00%	3.00%
销售成本（百万元）	2780.28	3358.86	4129.16	5066.47	6106.47	7327.46
YoY		20.81%	22.93%	22.70%	20.53%	20.00%
吨成本（万元/吨）	1.84	1.90	2.01	2.09	2.17	2.26
YoY		3.10%	5.75%	4.00%	4.00%	4.00%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	67.41%	67.13%	65.72%	65.39%	65.05%	64.71%
3) 其他业务 (百万元)	162.72	173.91	185.48	194.75	204.49	214.72
YoY		6.88%	6.65%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务成本 (百万元)	55.76	68.85	64.60	67.83	71.22	74.78
YoY		23.48%	-6.17%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	65.73%	60.41%	65.17%	65.17%	65.17%	65.17%
总收入 (百万元)	19970.99	26213.86	31928.48	38315.35	44991.05	52737.35
YoY		31.26%	21.80%	20.00%	17.42%	17.22%
总成本 (百万元)	5010.58	6459.92	7884.35	9434.51	11082.46	12995.61
毛利率	74.91%	75.36%	75.31%	75.38%	75.37%	75.36%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司是中国白酒高端行业白酒龙头，主要产品为青花系列、老白汾、巴拿马、玻汾等，销售占比最高的产品属于白酒的次高端及地产酒，可比公司选择时，我们选择高端酒及典型地产白酒，具体标的为贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒。

估值来看，**1) 横向对比**：山西汾酒作为中国白酒清香型龙头，曾经的“汾老大”，历史悠久在消费者心中具有较强品牌影响力，享有一定龙头估值溢价。**2) 纵向对比**：截至 24/8/28 山西汾酒 PE-ttm 为 17.82x，处于 2014 年 1 月（近十年）以来的 3%分位、2016 年 1 月（价值发现）以来的 0%分位，估值处于历史底部位置，公司股价处于超跌状态。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	17449	747	870	995	1,130	20	18	15
000858.SZ	五粮液	4425	302	339	380	425	13	12	10
000568.SZ	泸州老窖	1662	132	162	194	231	10	9	7
002304.SZ	洋河股份	1146	100	108	119	131	11	10	9
603369.SH	今世缘	469	31	38	46	55	12	10	9
000596.SZ	古井贡酒	761	46	59	74	90	13	10	8
603198.SH	迎驾贡酒	381	23	29	36	43	13	11	9
	平均	-	197	229	263	301	13	11	10
600809.SH	山西汾酒	2,020	104	127	149	176	16	14	11

资料来源: Wind 一致预期, 山西汾酒盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29202	34608	45994	54350	71821	营业收入	26214	31928	38315	44991	52737
现金	11201	3775	12833	19015	33434	营业成本	6460	7884	9435	11082	12996
应收票据及应收账款	1	0	1	0	1	营业税金及附加	4602	5832	6999	8218	9633
预付账款	133	114	182	165	242	营业费用	3404	3217	3832	4499	5274
存货	9650	11573	13822	16008	18972	管理费用	1214	1202	1341	1575	1846
其他流动资产	8218	19147	19156	19161	19173	研发费用	58	88	70	89	116
非流动资产	7484	9488	10326	11091	11887	财务费用	-37	-8	12	-150	-407
长期投资	80	94	111	130	150	资产减值损失	17	-3	9	9	13
固定资产	2125	1926	2609	3204	3786	公允价值变动收益	3	0	0	0	0
无形资产	1076	1247	1418	1606	1829	投资净收益	330	499	404	326	390
其他非流动资产	4203	6221	6188	6151	6122	营业利润	10873	14224	17039	20013	23683
资产总计	36686	44096	56321	65441	83708	营业外收入	6	5	5	5	5
流动负债	14846	15147	20015	19511	25482	营业外支出	3	24	24	24	24
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	10876	14205	17020	19994	23664
应付票据及应付账款	2948	2893	4097	4114	5514	所得税	2719	3747	4332	5039	6036
其他流动负债	11898	12254	15918	15397	19968	税后利润	8157	10459	12688	14955	17628
非流动负债	94	674	674	674	674	少数股东损益	61	20	25	29	34
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	8096	10438	12663	14926	17593
其他非流动负债	94	674	674	674	674	EBITDA	10741	14345	16982	19796	23227
负债合计	14941	15821	20689	20185	26156						
少数股东权益	425	438	463	492	527	主要财务比率					
股本	1220	1220	1220	1220	1220	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	592	704	704	704	704	成长能力					
留存收益	19399	25787	33777	42023	51586	营业收入(%)	31.3	21.8	20.0	17.4	17.2
归属母公司股东权益	21321	27837	35169	44763	57025	营业利润(%)	54.7	30.8	19.8	17.5	18.3
负债和股东权益	36686	44096	56321	65441	83708	归属于母公司净利润(%)	52.4	28.9	21.3	17.9	17.9
						获利能力					
						毛利率(%)	75.4	75.3	75.4	75.4	75.4
						净利率(%)	30.9	32.7	33.1	33.2	33.4
						ROE(%)	37.5	37.0	35.6	33.0	30.6
						ROIC(%)	37.0	36.0	34.9	32.1	29.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	40.7	35.9	36.7	30.8	31.2
						流动比率	2.0	2.3	2.3	2.8	2.8
						速动比率	0.8	0.3	0.6	1.0	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
						应收账款周转率	29182.9	82505.9	82505.9	82505.9	82505.9
						应付账款周转率	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
						估值比率					
						P/E	25.0	19.4	16.0	13.5	11.5
						P/B	9.5	7.3	5.7	4.5	3.5
						EV/EBITDA	17.7	13.9	11.2	9.3	7.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn