

# 山西汾酒 (600809.SH) 营收速度不弱，产品结构阶段性下移

2024年08月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

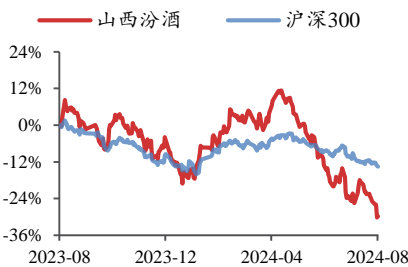
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/8/29
当前股价(元)	166.60
一年最高最低(元)	273.68/158.18
总市值(亿元)	2,032.46
流通市值(亿元)	2,032.46
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.20
近3个月换手率(%)	29.81

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《成长势能不减，业绩弹性持续——公司信息更新报告》-2024.4.29

《三季度主动控货，市场良性发展——公司信息更新报告》-2023.11.20

《基本面趋势良好，管理风波平稳过渡——公司信息更新报告》-2023.8.29

### ● 季度间产品节奏调整导致业绩低于预期，维持“买入”评级

2024H1 公司营收 227.5 亿元，同比+19.7%，归母净利润 84.1 亿元，同比+24.3%；2024Q2 营收 74.1 亿元，同比+17.1%，归母净利润 21.5 亿元，同比+10.2%；考虑需求环境费用率应有合理上升，我们下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 128.4 (-2.0) 亿元、150.7 (-11.5) 亿元、179.3 (-25.3) 亿元，同比分别+23.0%、+17.4%、+19.0%，EPS 分别为 10.52(-0.17)、12.35(-0.95)、14.69 (-2.08) 元，当前股价对应 PE 分别为 15.7、13.4、11.3 倍，下半年公司产品结构有望改善，同时经销商动销、回款处于良性状态，维持“买入”评级。

### ● Q2 青花系列主动控货挺价，玻汾释放配额，产品结构阶段性下移

2024Q2 中高端产品增速骤降，主要原因是公司在一、二季度之间平衡了不同产品的投放节奏，综合上半年看更准确。2024H1 公司中高价酒、其他酒类收入分别为 164.3 亿元、62.3 亿元，同比分别+17%、+27%。其中 Q2 中高价酒同比+1.5%，其他酒类同比+58.3%。Q2 中高价酒骤降是因为由于青花提价政策导致一季度青花回款、发货较多，二季度公司主动对其控货挺价，减轻了中高端产品市场压力，同时为了平衡增长释放了玻汾配额，加大了杏花村的招商和铺货。

### ● 省内增长稳健，省外全国化持续推进

2024H1 省内/省外营收分别为 83.9 亿元/142.6 亿元，同比分别+11.4%/+25.7%，其中 Q2 省内/省外营收分别为 28.0 亿元/45.7 亿元，同比+11.2%/+21.8%。2024 年省内定调稳定增长，在高基数上实现了目标，省外增速也符合预期。

### ● 预收款维持高位，经销商回款仍处于积极状态，产品结构影响盈利水平

2024Q2 末合同负债环比/同比变动 1.42/-0.21 亿元至 57.32 亿元。汾酒经销商的盈利能力和配合意愿在行业横向对比仍然较好。由于二季度玻汾以及杏花村等中低档占比提升，毛利率同比-2.7pct 至 75.1%，税金及附加/销售/管理费用率分别变动-0.44pct/+0.47pct/-0.63pct，净利率同比-1.83pct 至 29.1%。下半年预计产品结构会环比二季度改善。

### ● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,843	44,681	50,928
YOY(%)	31.3	21.8	21.7	15.0	14.0
归母净利润(百万元)	8,096	10,438	12,838	15,069	17,927
YOY(%)	52.4	28.9	23.0	17.4	19.0
毛利率(%)	75.4	75.3	76.2	77.2	79.3
净利率(%)	31.1	32.8	33.1	33.7	35.2
ROE(%)	37.5	37.0	35.9	32.6	30.3
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.52	12.35	14.69
P/E(倍)	25.0	19.4	15.7	13.4	11.3
P/B(倍)	9.5	7.3	5.7	4.4	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	29202	34608	43245	51577	65657	<b>营业收入</b>	26214	31928	38843	44681	50928
现金	11201	3775	10590	18191	31880	营业成本	6460	7884	9245	10172	10565
应收票据及应收账款	1	0	1	0	1	营业税金及附加	4602	5832	6798	7819	8912
其他应收款	32	36	47	49	61	营业费用	3404	3217	4079	4915	5857
预付账款	133	114	186	159	234	管理费用	1214	1202	1360	1564	1782
存货	9650	11573	13311	14068	14370	研发费用	58	88	71	89	112
其他流动资产	8186	19110	19110	19110	19110	财务费用	-37	-8	-21	-208	-496
<b>非流动资产</b>	7489	9488	10401	11072	11716	资产减值损失	-0	0	0	0	0
长期投资	80	94	122	149	177	其他收益	10	15	12	13	13
固定资产	2125	1926	2666	3177	3623	公允价值变动收益	3	0	8	10	5
无形资产	1076	1247	1414	1602	1824	投资净收益	330	499	14	14	14
其他非流动资产	4207	6221	6200	6144	6093	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	36691	44096	53646	62649	77373	<b>营业利润</b>	10873	14224	17357	20378	24239
<b>流动负债</b>	14846	15147	17190	15813	17619	营业外收入	6	5	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	3	24	13	19	16
应付票据及应付账款	2948	2893	3956	3580	4248	<b>利润总额</b>	10876	14205	17350	20365	24229
其他流动负债	11898	12254	13233	12233	13371	所得税	2719	3747	4511	5295	6299
<b>非流动负债</b>	99	674	674	674	674	<b>净利润</b>	8157	10459	12839	15070	17929
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	61	20	1	2	2
其他非流动负债	99	674	674	674	674	<b>归属母公司净利润</b>	8096	10438	12838	15069	17927
<b>负债合计</b>	14945	15821	17864	16487	18293	EBITDA	10741	14345	17347	20215	23821
少数股东权益	425	438	439	441	443	EPS(元)	6.64	8.56	10.52	12.35	14.69
股本	1220	1220	1220	1220	1220						
资本公积	592	704	704	704	704						
留存收益	19399	25787	33800	43274	53416						
<b>归属母公司股东权益</b>	21321	27837	35343	45721	58638						
<b>负债和股东权益</b>	36691	44096	53646	62649	77373						

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	10310	7225	13575	13012	19174
净利润	8157	10459	12839	15070	17929
折旧摊销	201	253	213	281	344
财务费用	-37	-8	-21	-208	-496
投资损失	-330	-499	-14	-14	-14
营运资金变动	2650	-2882	555	-2118	1404
其他经营现金流	-332	-98	3	1	6
<b>投资活动现金流</b>	-2894	-10220	-1105	-929	-969
资本支出	826	485	1099	925	961
长期投资	-2433	-10094	-27	-27	-27
其他投资现金流	365	359	21	23	19
<b>筹资活动现金流</b>	-2208	-4432	-5655	-4482	-4515
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	140	112	0	0	0
其他筹资现金流	-2348	-4544	-5655	-4482	-4515
<b>现金净增加额</b>	5209	-7426	6815	7601	13690

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.3	21.8	21.7	15.0	14.0
营业利润(%)	54.7	30.8	22.0	17.4	18.9
归属于母公司净利润(%)	52.4	28.9	23.0	17.4	19.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	75.4	75.3	76.2	77.2	79.3
净利率(%)	31.1	32.8	33.1	33.7	35.2
ROE(%)	37.5	37.0	35.9	32.6	30.3
ROIC(%)	108.5	46.3	55.7	57.8	70.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.7	35.9	33.3	26.3	23.6
净负债比率(%)	-51.3	-11.6	-29.2	-39.1	-53.7
流动比率	2.0	2.3	2.5	3.3	3.7
速动比率	0.9	0.4	0.7	1.3	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	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	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	6.64	8.56	10.52	12.35	14.69
每股经营现金流(最新摊薄)	8.45	5.92	11.13	10.67	15.72
每股净资产(最新摊薄)	17.48	22.82	28.97	37.48	48.07
<b>估值比率</b>					
P/E	25.0	19.4	15.7	13.4	11.3
P/B	9.5	7.3	5.7	4.4	3.4
EV/EBITDA	17.7	13.9	11.1	9.1	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn