

## 调整节奏蓄力全年，结构波动拖累利润增速

2024 年 08 月 29 日

**事件：**公司发布增持进展公告，2024 年 8 月 28 日上午控股股东汾酒集团增持公司股份 6.31 万股，增持金额为 999.50 万元，本轮增持计划累计增持公司股份 73.10 万股，增持金额 1.52 亿元。公司发布 2024 年半年报，24H1 公司分别实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 227.46/84.10/84.09 亿元，分别同比+19.65%/+24.27%/+24.41%。经测算，24Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 74.08/21.47/21.49 亿元，同比+17.06%/+10.23%/+10.39%，24Q2 公司合同负债 57.32 亿元，环比+1.42 亿元，营收+ $\Delta$ 合同负债同比-4.54%，销售收现 73.93 亿元，同比-6.29%。截至 24Q2 末公司经销商数量 4196 家，环比 Q1 末净增加 478 家。

**青花系列调控制节奏，产品组合均衡发力，Q2 收入稳健增长。**分结构看，24Q2 公司中高价白酒营收同比+1.51%至 45.67 亿元，其他白酒营收同比+58.33%至 27.96 亿元，中高价白酒占比同比-9.79pct。二季度公司中高价白酒增速放缓，一方面基数较高，同时 24Q1 青花系列增速较快，在白酒商务需求整体偏弱背景下 Q2 淡季公司主动控货调节节奏，维护渠道秩序和健康度。与此同时，公司紧抓腰部及大众价位需求，稳步推进市场开拓及渠道下沉，预计 Q2 老白汾增速高于公司平均，玻汾环比提速，在当前需求环境下公司产品组合发力更为均衡，体现出较强的抗风险能力。分区域看，24Q2 省内/省外营收分别同比+11.20%/+21.78%至 27.97/45.66 亿元，公司持续深耕长江以南核心市场，省外市场占比 62.01%，同比+2.16pct。

**结构波动导致毛利率承压，拖累利润增速。**24Q2 公司毛利率 75.09%，同比-2.70pct，主要系产品结构下移。费用端管控良好，24Q2 营业税金及附加/销售/管理/研发比率分别 19.69%/11.53%/4.27%/0.42%，同比-0.44/+0.47/-0.63/+0.07pct。综上，24Q2 公司扣非归母净利率 29.00%，同比-1.75pct。

**蓄力全年目标达成，增持彰显信心，长期成长逻辑坚实。**2024 年公司力争营业收入较上年增长 20%左右，公司淡季主动调整节奏，为积极应对中秋旺季奠定较好基础，24H2 青花系列增速有望恢复。公司中长期成长逻辑坚实，控股股东增持彰显信心，未来公司将坚持青花汾酒战略长期性不动摇，区域上优化市场布局，精耕大基地、华东、华南三大市场，同时坚持品牌建设，持续深化营销模式变革，通过数字化方式提升渠道效率，今年以来汾享礼遇数字化营销模式已逐渐显效。我们看好后续青花系列持续全国化，带动产品结构稳步提升。

**投资建议：**我们适度下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 384.16/454.73/534.40 亿元，分别同比增 20.3%/18.4%/17.5%；归母净利润分别为 127.66/153.55/182.34 亿元，分别同比增 22.3%/20.3%/18.7%，当前股价对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持“**推荐**”评级。

**风险提示：**青花系列增长不及预期；省外扩张不及预期；食品安全风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	31,928	38,416	45,473	53,440
增长率 (%)	21.8	20.3	18.4	17.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,438	12,766	15,355	18,234
增长率 (%)	28.9	22.3	20.3	18.7
每股收益 (元)	8.56	10.46	12.59	14.95
PE	19	16	13	11
PB	7.3	5.8	4.6	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价）

### 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**165.60 元**

**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**分析师 张馨予**

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@mszq.com

### 相关研究

- 山西汾酒 (600809.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：23 年顺利收官，24 年经营势能持续强化-2024/04/27
- 山西汾酒 (600809.SH) 2023 年半年报点评：青花持续引领，Q2 盈利高增-2023/08/25
- 山西汾酒 (600809.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：23Q1 实现开门红，坚定高质量发展-2023/05/07
- 山西汾酒 (600809.SH) 事件点评：2022 完美收官，增长动能强劲-2023/01/30
- 山西汾酒 (600809.SH) 2022 年三季报点评：产品结构持续升级，全国化进程稳步推进-2022/10/29

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31,928	38,416	45,473	53,440
营业成本	7,884	9,360	10,820	12,532
营业税金及附加	5,832	7,017	8,306	9,761
销售费用	3,217	3,957	4,638	5,451
管理费用	1,202	1,383	1,546	1,764
研发费用	88	108	114	123
EBIT	13,717	16,608	20,067	23,828
财务费用	-8	-6	-19	-31
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	499	576	591	695
营业利润	14,224	17,191	20,678	24,555
营业外收支	-19	2	2	2
利润总额	14,205	17,193	20,680	24,557
所得税	3,747	4,298	5,170	6,139
净利润	10,459	12,895	15,510	18,418
归属于母公司净利润	10,438	12,766	15,355	18,234
EBITDA	14,321	17,223	20,704	24,488

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,775	13,345	22,563	33,383
应收账款及票据	0	1	1	1
预付款项	114	140	162	188
存货	11,573	13,738	15,881	18,394
其他流动资产	19,147	17,447	17,809	18,218
流动资产合计	34,608	44,671	56,417	70,183
长期股权投资	94	94	94	94
固定资产	1,926	2,142	2,365	2,593
无形资产	1,247	1,247	1,247	1,247
非流动资产合计	9,488	9,735	9,985	10,235
资产合计	44,096	54,407	66,402	80,418
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,893	3,485	4,029	4,667
其他流动负债	12,254	14,398	16,857	19,658
流动负债合计	15,147	17,884	20,886	24,324
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	674	674	674	674
非流动负债合计	674	674	674	674
负债合计	15,821	18,558	21,560	24,998
股本	1,220	1,220	1,220	1,220
少数股东权益	438	567	722	906
股东权益合计	28,275	35,849	44,842	55,420
负债和股东权益合计	44,096	54,407	66,402	80,418

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	21.80	20.32	18.37	17.52
EBIT 增长率	30.60	21.08	20.82	18.74
净利润增长率	28.93	22.30	20.28	18.75
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	75.31	75.64	76.21	76.55
净利润率	32.69	33.23	33.77	34.12
总资产收益率 ROA	23.67	23.46	23.12	22.67
净资产收益率 ROE	37.50	36.18	34.80	33.45
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.28	2.50	2.70	2.89
速动比率	0.25	0.75	1.08	1.37
现金比率	0.25	0.75	1.08	1.37
资产负债率 (%)	35.88	34.11	32.47	31.09
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	484.50	486.76	492.75	492.31
总资产周转率	0.79	0.78	0.75	0.73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	8.56	10.46	12.59	14.95
每股净资产	22.82	28.92	36.16	44.68
每股经营现金流	5.92	10.78	13.17	15.50
每股股利	4.37	5.34	6.43	7.63
<b>估值分析</b>				
PE	19	16	13	11
PB	7.3	5.8	4.6	3.7
EV/EBITDA	13.31	11.06	9.20	7.78
股息收益率 (%)	2.62	3.21	3.86	4.58

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10,459	12,895	15,510	18,418
折旧和摊销	604	615	637	659
营运资金变动	-2,881	206	476	491
经营活动现金流	7,225	13,150	16,069	18,911
资本开支	-482	-512	-534	-556
投资	-10,094	56	0	0
投资活动现金流	-10,220	2,126	58	139
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	6	0	0
筹资活动现金流	-4,432	-5,706	-6,909	-8,231
现金净流量	-7,426	9,570	9,218	10,819

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026