

山西汾酒 (600809.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年8月29日

**评级：买入（维持）**

市场价格：166.60元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

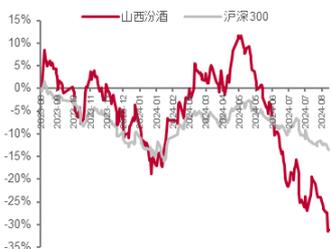
执业证书编号：S0740524010001

Email：zhaoxp@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1,220
流通股本(百万股)	1,220
市价(元)	166.60
市值(百万元)	203,246
流通市值(百万元)	203,246

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,333	43,468	48,399
增长率 yoy%	31.26%	21.80%	20.06%	13.40%	11.34%
净利润(百万元)	8,096	10,438	12,609	14,284	15,922
增长率 yoy%	52.36%	28.93%	20.80%	13.29%	11.47%
每股收益(元)	6.64	8.56	10.33	11.71	13.05
每股现金流量	8.45	5.92	10.89	8.91	14.09
净资产收益率	37.97%	37.50%	26.66%	26.59%	26.15%
P/E	25.11	19.46	16.12	14.23	12.77
PEG	1.22	1.29	0.49	0.69	0.84
P/B	9.53	7.30	4.30	3.78	3.34

备注：股价数据更新截止2024年8月29日

### 投资要点

- **事件：山西汾酒发布2024年半年报，1H24实现营业总收入227.46亿元，同增19.65%；实现归母净利润84.10亿元，同增24.27%。**
- **利润低于预期，半年回款与收入增长匹配。**汾酒2024实现营业总收入74.08亿元，同比+17.06%；实现归母净利润21.47亿元，同比+10.23%，收入基本符合预期，利润低于预期。综合考虑1H24的回款来看，连续两个季度累计收现同增21.96%，累计营业收入+△合同负债同增20.12%，与收入增速较为匹配。
- **2Q24毛利率承压，费用率稳定。**1H24毛利率同比+0.39pct至76.69%，其中2Q24单季度毛利率同比-2.70pct至75.09%；1H24归母净利率同比+1.38pct至36.97%，其中2Q24单季度归母净利率同比-1.80pct至28.99%，期间费用率保持稳定。首先看毛利率，1H24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%；其中2Q24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%。费用率方面，2Q24销售费用率为11.53%，同比+0.47pct；2Q24管理费用率为4.69%，受益于规模效应同比-0.56pct。
- **省外增长更快，清香全国化逻辑持续。**1H24末经销商数量较2023年末增加256家，在行业弱势环境下持续全国化招商更凸显汾酒独特清香龙头+老名酒品牌逻辑。1H24省内实现营收83.94亿元，同比+11.36%；省外实现营收142.66亿元，同比+25.68%。2Q24省内实现营收27.97亿元，同比+11.20%；省外实现营收45.66亿元，同比+21.78%。清香型目前较浓香、酱香仍偏小众，具有较强的扩容潜力。
- **盈利预测及投资建议：**考虑到2024利润低于预期，以及行业需求侧仍然偏弱，我们调整盈利预测，预计公司2024-2026年营业总收入分别为383.33、434.68、483.99亿元（2024-2026年原值为386.61、459.26、541.09亿元），同比增长20.06%、13.40%、11.34%；净利润分别为126.09、142.84、159.22亿元（2024-2026年原值为130.26、158.79、190.26亿元），同比增长20.80%、13.29%、11.47%，对应EPS为10.33、11.71、13.05元（2024-2026年原值为10.68、13.01、15.59元），对应PE分别为16、14、13倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**全球疫情持续扩散；次高端竞争加剧；食品安全问题；研报使用信息更新不及时。

**盈利预测表**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,214	31,928	38,333	43,468	48,399	货币资金	11,201	3,775	30,667	34,775	38,719
增长率	31.3%	21.8%	20.1%	13.4%	11.3%	应收款项	33	37	47	48	57
营业成本	-6,460	-7,884	-9,599	-10,992	-12,350	存货	9,650	11,573	14,265	15,322	17,921
% 销售收入	24.6%	24.7%	25.0%	25.3%	25.5%	其他流动资产	8,318	19,224	19,297	19,267	19,339
毛利	19,754	24,044	28,734	32,476	36,048	流动资产	29,202	34,608	64,275	69,412	76,037
% 销售收入	75.4%	75.3%	75.0%	74.7%	74.5%	% 总资产	79.6%	78.5%	87.2%	88.1%	89.1%
营业税金及附加	-4,602	-5,832	-7,003	-7,942	-8,842	长期投资	95	109	108	107	107
% 销售收入	17.6%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	固定资产	2,125	1,926	1,716	1,504	1,289
营业费用	-3,404	-3,217	-3,757	-4,238	-4,598	% 总资产	5.8%	4.4%	2.3%	1.9%	1.5%
% 销售收入	13.0%	10.1%	9.8%	9.8%	9.5%	无形资产	1,076	1,247	1,385	1,519	1,649
管理费用	-1,214	-1,202	-1,303	-1,434	-1,549	非流动资产	7,484	9,488	9,445	9,397	9,331
% 销售收入	4.6%	3.8%	3.4%	3.3%	3.2%	% 总资产	20.4%	21.5%	12.8%	11.9%	10.9%
息税前利润 (EBIT)	10,534	13,793	16,671	18,862	21,059	资产总计	36,686	44,096	73,721	78,809	85,368
% 销售收入	40.2%	43.2%	43.5%	43.4%	43.5%	短期借款	0	0	6,646	7,566	2,877
财务费用	37	8	36	29	27	应付款项	4,749	3,845	7,342	5,054	9,106
% 销售收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	10,097	11,302	11,302	11,302	11,302
资产减值损失	0	0	0	0	0	流动负债	14,846	15,147	25,290	23,922	23,285
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	330	499	300	377	392	其他长期负债	94	674	674	674	674
% 税前利润	3.0%	3.5%	1.8%	2.0%	1.8%	负债	14,941	15,821	25,964	24,596	23,959
营业利润	10,904	14,301	17,008	19,267	21,479	普通股股东权益	21,321	27,837	47,294	53,722	60,887
营业利润率	41.6%	44.8%	44.4%	44.3%	44.4%	少数股东权益	425	438	463	491	522
营业外收支	3	-19	-7	-8	-11	负债股东权益合计	36,686	44,096	73,721	78,809	85,368
税前利润	10,907	14,282	17,000	19,259	21,468						
利润率	41.6%	44.7%	44.3%	44.3%	44.4%						
所得税	-2,719	-3,747	-4,367	-4,947	-5,514						
所得税率	24.9%	26.2%	25.7%	25.7%	25.7%						
净利润	8,157	10,459	12,633	14,312	15,953						
少数股东损益	61	20	25	28	31						
归属于母公司的净利润	8,096	10,438	12,609	14,284	15,922						
净利率	30.9%	32.7%	32.9%	32.9%	32.9%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,157	10,459	12,633	14,312	15,953	每股指标					
加: 折旧和摊销	201	253	273	279	285	每股收益 (元)	6.64	8.56	10.33	11.71	13.05
资产减值准备	0	0	0	0	0	每股净资产 (元)	17.48	22.82	38.76	44.03	49.90
公允价值变动损失	-3	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	8.45	5.92	10.89	8.91	14.09
财务费用	1	39	-36	-29	-27	每股股利 (元)	3.32	4.37	5.37	6.44	7.18
投资收益	-330	-499	-300	-377	-392	回报率					
少数股东损益	61	20	25	28	31	净资产收益率	37.97%	37.50%	26.66%	26.59%	26.15%
营运资金的变动	-1,885	-14,912	722	-3,317	1,373	总资产收益率	22.23%	23.72%	17.14%	18.16%	18.69%
经营活动现金净流	10,310	7,225	13,291	10,869	17,192	投入资本收益率	481.52%	185.38%	65.00%	76.70%	72.76%
固定资本投资	13	-275	-60	-60	-50	增长率					
投资活动现金净流	-2,894	-10,220	70	146	172	营业总收入增长率	31.26%	21.80%	20.06%	13.40%	11.34%
股利分配	-4,050	-5,331	-6,557	-7,856	-8,757	EBIT增长率	55.18%	31.51%	18.74%	13.36%	11.50%
其他	1,843	900	20,087	949	-4,662	净利润增长率	52.36%	28.93%	20.80%	13.29%	11.47%
筹资活动现金净流	-2,208	-4,432	13,530	-6,907	-13,420	总资产增长率	22.47%	20.20%	67.18%	6.90%	8.32%
现金净流量	5,209	-7,427	26,892	4,108	3,944	资产管理能力					
						应收账款周转天数	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
						存货周转天数	122.5	119.6	121.3	122.5	123.6
						应付账款周转天数	113.2	104.2	108.7	106.4	107.6
						固定资产周转天数	30.0	22.8	17.1	13.3	10.4
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-17.32%	-107.24%	-58.18%	-56.83%	-125.00%
						EBIT利息保障倍数	-295.4	-1,800.6	-465.4	-673.1	-781.6
						资产负债率	40.73%	35.88%	35.22%	31.21%	28.07%

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。