

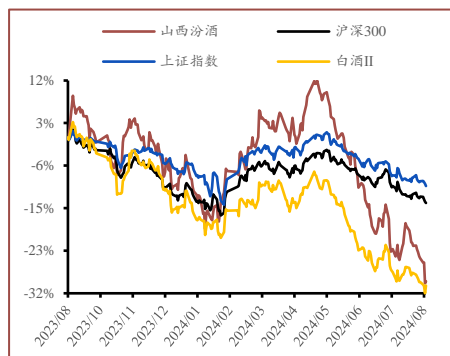
投资评级:买入(维持)

基本数据

2024-08-29

收盘价(元)	166.60
流通股本(亿股)	12.20
每股净资产(元)	25.35
总股本(亿股)	12.20

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004
wuw01@ctsec.com

分析师 任金星

SAC 证书编号: S0160524010001
renjx@ctsec.com

相关报告

- 《Q1 再次验证处于强势能期，全年业绩确定性较强》 2024-05-02
- 《稳健兑现，平波缓进》 2023-11-05
- 《青花势能持续引领，全年增长后劲仍足》 2023-07-25

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024H1 实现营收 227.5 亿元, 同比+19.6%, 归母净利润 84.1 亿元, 同比+24.3%; 2024Q2 实现营收 74.1 亿元, 同比+17.1%, 归母净利润 21.5 亿元, 同比+10.2%。
- ❖ **Q2 产品控高放低, 保护青花高质增长。** 分产品看, 2024Q2 中高价酒类/其他酒类实现收入 45.7/28 亿元, 同比+1.5%/+58.3%。1) 青花系列增速放缓, 青花 20 是 Q2 控量重点。2) 玻汾 Q2 投放量阶段性加大, 省外市场做强清氛氛围, 同时补齐青花调控的增量。3) 腰部产品增长顺应大众消费需求。分区域看, 2024Q2 省内/省外实现收入 28/45.7 亿元, 同比+11.2%/+21.8%。省外拓展顺利, 省外占比 62%, 同比提升 2.2pct。渠道方面, 2024H1 期末经销商数量达到 4196 家, 较 2023 年末净增 256 家, 公司发力省外拓展及新品铺市, 招商力度加大。
- ❖ **结构下降影响盈利, 收现节奏平稳。** 盈利方面, 2024Q2 归母净利率 29%, 同比-1.8pct, 主因毛利率下降。2024Q2 毛利率 75.1%, 同比-2.7pct, 产品结构阶段性下降造成影响。费用方面, 2024Q2 销售/管理费用率 11.5%/4.3%, 同比+0.5/-0.6pct, Q2 市场加投, 但汾享礼遇模式下费投精准, 费用率整体稳定。收现方面, 2024H1 整体销售商品收现同比+22%, 与收入基本匹配, 收现比 95%, 同比+1.8pct, 回款节奏稳健。2024H1 末合同负债 57.3 亿元, 同比基本持平。
- ❖ **阶段性战术调控, 护航长期战略方向。** 我们认为, 当前弱环境下, 一味追求短期高增会损伤经营根基, 适时灵活调控才是可持续发展的正道。而汾酒的优势即在于多层次无短板的产品组合, 赋予了产品互补调控、有的放矢的空间。当前来看, 青花势能不减, 经控量后批价、库存均保持良性, 更加健康进入中秋, Q3 预计回归放量。玻汾下半年预计收缩控量, 全年或回归合理稳增。腰部产品下半年升级产品导入省外市场, 伴随全国化拓展全年将延续增长, 中期或将补齐玻汾控量的缺口。
- ❖ **投资建议:** 预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 128.8/153.4/179.2 亿元, 同比增长 23.4%/19.1%/16.8%; 对应 PE 为 15.8/13.3/11.3 倍。维持“买入”评级。
- ❖ **风险提示:** 经济增长不及预期; 批价超预期下跌; 竞争加剧风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26214	31928	38454	44994	52237
收入增长率(%)	31.26	21.80	20.44	17.01	16.10
归母净利润(百万元)	8096	10438	12883	15344	17924
净利润增长率(%)	52.36	28.93	23.43	19.10	16.81
EPS(元/股)	6.65	8.56	10.56	12.58	14.69
PE	42.86	26.95	15.78	13.25	11.34
ROE(%)	37.97	37.50	36.40	34.74	33.03
PB	16.31	10.11	5.74	4.60	3.75

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 29 日收盘价计算)

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26213.86	31928.48	38454.02	44994.35	52236.95	成长性					
减:营业成本	6459.92	7884.35	9512.97	11015.18	12695.71	营业收入增长率	31.3%	21.8%	20.4%	17.0%	16.1%
营业税费	4601.53	5831.98	6702.53	7784.02	8984.76	营业利润增长率	54.7%	30.8%	22.1%	19.4%	16.3%
销售费用	3403.57	3216.78	3655.23	4234.18	4922.05	净利润增长率	52.4%	28.9%	23.4%	19.1%	16.8%
管理费用	1214.48	1202.10	1363.60	1547.43	1756.77	EBITDA 增长率	51.4%	33.6%	23.9%	18.8%	16.7%
研发费用	58.00	88.18	97.00	106.70	117.37	EBIT 增长率	52.3%	30.6%	24.6%	18.8%	17.0%
财务费用	-36.79	-7.94	-52.85	-210.79	-224.78	NOPLAT 增长率	50.3%	28.2%	27.0%	18.3%	17.6%
资产减值损失	-0.44	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	39.4%	34.0%	25.2%	24.4%	22.6%
加:公允价值变动收益	3.15	0.24	5.51	6.61	7.93	净资产增长率	39.5%	30.0%	27.2%	24.8%	22.9%
投资和汇兑收益	330.03	499.30	154.00	200.00	100.00	利润率					
营业利润	10872.68	14224.06	17368.84	20736.93	24107.84	毛利率	75.4%	75.3%	75.3%	75.5%	75.7%
加:营业外净收支	3.23	-18.92	-4.88	-6.85	-11.22	营业利润率	41.5%	44.5%	45.2%	46.1%	46.2%
利润总额	10875.91	14205.14	17363.97	20730.07	24096.62	净利润率	31.1%	32.8%	33.9%	34.4%	34.6%
减:所得税	2718.92	3746.61	4340.99	5240.68	6003.67	EBITDA/营业收入	40.9%	44.9%	46.1%	46.8%	47.1%
净利润	8095.87	10438.11	12883.32	15344.28	17924.33	EBIT/营业收入	40.1%	43.0%	44.5%	45.1%	45.5%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	11201.22	3774.75	15056.71	16055.73	16126.49	固定资产周转天数	30	22	27	31	34
交易性金融资产	1059.15	50.24	555.74	1062.35	1570.28	流动营业资本周转天数	44	179	119	153	195
应收账款	0.54	0.23	34.15	9.19	14.78	流动资产周转天数	407	396	485	451	468
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
预付账款	132.85	113.57	156.57	173.75	203.16	存货周转天数	497	485	491	488	540
存货	9649.55	11572.56	14365.02	15476.34	22610.80	总资产周转天数	458	455	488	506	500
其他流动资产	6113.95	17459.36	18959.36	20459.36	21959.36	投资资本周转天数	303	333	346	368	389
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	38.0%	37.5%	36.4%	34.7%	33.0%
长期股权投资	80.45	94.18	0.00	0.00	0.00	ROA	22.1%	23.7%	21.4%	23.2%	22.8%
投资性房地产	14.93	14.36	14.55	14.49	14.51	ROIC	36.2%	34.6%	35.1%	33.4%	32.0%
固定资产	2124.85	1926.33	2885.26	3856.95	4893.45	费用率					
在建工程	355.41	829.21	811.75	473.80	348.80	销售费用率	13.0%	10.1%	9.5%	9.4%	9.4%
无形资产	1075.97	1246.69	1537.11	1922.64	2203.82	管理费用率	4.6%	3.8%	3.5%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	1728.21	1957.20	1957.20	1957.20	1957.20	财务费用率	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.5%	-0.4%
资产总额	36690.58	44095.84	60205.36	66241.56	78760.55	三费/营业收入	17.5%	13.8%	12.9%	12.4%	12.4%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	2283.82	2278.95	4045.16	2992.31	4977.77	资产负债率	40.7%	35.9%	40.3%	32.2%	30.0%
应付票据	664.49	614.20	1235.55	722.71	1393.25	负权益比	68.7%	56.0%	67.4%	47.6%	42.8%
其他流动负债	476.96	394.64	394.64	394.64	394.64	流动比率	1.97	2.28	2.17	2.69	2.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.90	0.36	0.75	0.94	0.87
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	10092.59	345.44	—	—	—
负债总额	14944.98	15820.77	24234.84	21353.21	23604.48	分红指标					
少数股东权益	424.63	438.16	577.82	722.93	891.55	DPS(元)	3.32	4.37	4.37	5.39	6.41
股本	1220.07	1219.96	1219.96	1219.96	1219.96	分红比率	0.27	0.39	0.41	0.43	0.44
留存收益	19399.02	25787.22	33339.80	42113.59	52212.33	股息收益率	1.2%	1.9%	2.6%	3.2%	3.9%
股东权益	21745.61	28275.07	35970.53	44888.35	55156.07	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	6.65	8.56	10.56	12.58	14.69
净利润	8095.87	10438.11	12883.32	15344.28	17924.33	BVPS(元)	17.48	22.82	29.01	36.20	44.48
加:折旧和摊销	214.69	604.08	640.66	763.94	831.79	PE(X)	42.9	26.9	15.8	13.2	11.3
资产减值准备	-16.53	3.20	-30.00	-8.12	-9.75	PB(X)	16.3	10.1	5.7	4.6	3.7
公允价值变动损失	-3.15	-0.24	-5.51	-6.61	-7.93	P/FCF					
财务费用	0.72	39.42	0.00	0.00	0.00	P/S	13.3	8.8	5.3	4.5	3.9
投资收益	-330.03	-499.30	-154.00	-200.00	-100.00	EV/EBITDA	31.4	19.5	10.6	8.9	7.6
少数股东损益	61.12	20.42	139.66	145.11	168.62	CAGR(%)					
营运资金的变动	2791.05	-2880.92	4065.60	-5834.82	-8491.77	PEG	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
经营活动产生现金流量	10310.20	7225.08	19079.72	9655.84	10326.51	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-2893.50	-10219.98	-2125.21	-2085.24	-2430.53	REP					
融资活动产生现金流量	-2207.70	-4431.61	-5672.56	-6571.57	-7825.23						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 29 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。