



短期节奏波动，发展势能未变

—— 2024 年中期业绩点评

2024 年 08 月 29 日

核心观点

- **事件：**公司上半年实现收入 227 亿元，同比+19.6%；归母净利 84 亿元，同比+24%。其中 Q2 收入同比+17%，归母净利同比+9.8%。
- **Q2 发货节奏波动使产品结构变化：**分产品，上半年中高价酒（青花汾酒、巴拿马金奖系列、老白汾酒系列）收入 164 亿元，同比+17.4%；其他酒类收入 62.3 亿元，同比+27.4%。Q2 中高价酒收入同比+1.5%，其他酒类收入同比+58%。Q2 增速对比 Q1 变化较大，主要是根据淡旺季市场情况调整了短期发货节奏，中高价酒中青花系列在 Q2 淡季发货放缓以稳固市场，低价酒中玻汾系列在 Q2 淡季放量较快以适应淡季消费特征和开拓空白市场。我们预计两类产品全年销售计划未变。
- **Q2 保持省外增长快于省内发展态势：**分区域，上半年省内收入 84 亿元，同比+11.4%；省外收入 143 亿元，同比+25.7%。Q2 省内收入同比+11.2%，省外收入同比+21.8%。Q2 省内外增速趋势和 Q1 对比变化不大，保持省内大本营稳健增长、省外市场快速扩张的趋势；长江以南市场稳步突破驱动省外收入增长。我们预计全年也将保持省外增长快于省内的区域发展态势。
- **Q2 盈利能力波动：**上半年归母净利率 37%，同比+1.3pct；毛利率同比+0.4pct，销售费用率同比-0.2pct。Q2 归母净利率同比-1.9pct，毛利率同比-2.7pct，销售费用率+0.5pct。Q2 毛利率下降主要因 Q2 产品结构原因导致，由上述短期发货节奏导致，而非趋势性变化，我们预计全年毛利率平稳。Q2 销售费用率同比小幅提升，受发货节奏和广告及业务宣传费投入节奏影响。我们预计全年销售费用率仍将延续下降趋势，但降幅可能较往年缩小。
- **投资建议：**公司 Q2 单季度利润低于我们预期，主要因为我们对毛利率、销售费用率的同比变化趋势预期和实际表现不一致，主要是短期发货节奏导致，我们维持 2024 全年收入稳健增长、利润增速略快于收入增速的判断。根据当前经济状况调整 2025/2026 年盈利预测。调整后预期 2024-2026 年 EPS 分别为 10.49/12.42/14.31 元，2024/8/29 收盘价 166.6 元对应 P/E 分别为 16/13/12 倍，估值已低，维持推荐评级。
- **风险提示：**白酒消费需求继续走弱的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31928.48	38518.39	45118.95	51630.64
收入增长率%	21.80	20.64	17.14	14.43
归母净利润(百万元)	10438.11	12794.72	15151.07	17457.00
利润增速%	28.93	22.58	18.42	15.22
毛利率%	75.31	75.41	75.72	75.91
摊薄 EPS(元)	8.56	10.49	12.42	14.31
PE	19.47	15.89	13.41	11.64
PB	7.30	5.76	4.03	2.99
PS	6.37	5.28	4.50	3.94

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

山西汾酒 (600809.SH)

推荐 维持

分析师

刘来珍

☎：021-2025-2647

✉：liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523040001

市场数据

2024-08-29

股票代码	600809
A 股收盘价(元)	166.60
上证指数	2823.11
总股本(亿股)	12.20
实际流通 A 股(亿股)	12.20
流通 A 股市值(亿元)	2023

相对沪深 300 表现图

2024-08-29



资料来源：中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34607.80	45934.39	63341.83	84333.78
现金	3774.75	11561.88	27672.99	45124.40
应收账款	0.23	6.19	1.33	7.27
其它应收款	36.41	49.18	51.08	63.65
预付账款	113.57	142.09	164.30	186.56
存货	11572.56	14739.54	15686.59	18860.77
其他	19110.28	19435.52	19765.55	20091.13
非流动资产	9488.03	9735.60	9679.39	9869.61
长期投资	94.18	94.18	94.18	94.18
固定资产	1926.33	1845.26	1752.14	1648.84
无形资产	1246.69	1426.69	1606.69	1786.69
其他	6220.83	6369.47	6226.38	6339.90
资产总计	44095.84	55669.99	73021.22	94203.40
流动负债	15146.67	19182.34	21302.50	24947.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2278.95	3246.59	3142.89	4112.05
其他	12867.72	15935.75	18159.61	20835.63
非流动负债	674.10	674.10	674.10	674.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	674.10	674.10	674.10	674.10
负债合计	15820.77	19856.44	21976.60	25621.78
少数股东权益	438.16	513.16	593.16	673.16
归属母公司股东权益	27836.91	35300.38	50451.46	67908.46
负债和股东权益	44095.84	55669.99	73021.22	94203.40

现金流量表 (百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7225.08	13184.38	15877.12	17467.42
净利润	10458.53	12869.72	15231.07	17537.00
折旧摊销	604.08	202.44	206.21	209.77
财务费用	39.42	16.01	16.01	16.01
投资损失	-499.30	-400.00	-400.00	-400.00
营运资金变动	-2880.92	496.22	823.82	104.64
其它	-496.74	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-10219.98	-50.00	250.00	0.00
资本支出	-482.17	-450.00	-150.00	-400.00
长期投资	-10094.00	0.00	0.00	0.00
其他	356.18	400.00	400.00	400.00
筹资活动现金流	-4431.61	-5347.25	-16.01	-16.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-4431.61	-5347.25	-16.01	-16.01
现金净增加额	-7426.47	7787.13	16111.11	17451.41

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31928.48	38518.39	45118.95	51630.64
营业成本	7884.35	9472.35	10953.41	12437.05
营业税金及附加	5831.98	6933.31	8121.41	9293.52
营业费用	3216.78	3774.80	4286.30	4801.65
管理费用	1202.10	1540.74	1804.76	2065.23
财务费用	-7.94	-39.24	-45.23	-52.45
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.24	0.00	0.00	0.00
投资净收益	499.30	400.00	400.00	400.00
营业利润	14224.06	17159.39	20308.06	23382.39
营业外收入	4.89	0.00	0.00	0.00
营业外支出	23.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	14205.14	17159.39	20308.06	23382.39
所得税	3746.61	4289.67	5076.99	5845.39
净利润	10458.53	12869.72	15231.07	17537.00
少数股东损益	20.42	75.00	80.00	80.00
归属母公司净利润	10438.11	12794.72	15151.07	17457.00
EBITDA	14320.66	16922.59	20069.05	23139.71
EPS (元)	8.56	10.49	12.42	14.31

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21.80%	20.64%	17.14%	14.43%
营业利润	30.82%	20.64%	18.35%	15.14%
归属母公司净利润	28.93%	22.58%	18.42%	15.22%
毛利率	75.31%	75.41%	75.72%	75.91%
净利率	32.69%	33.22%	33.58%	33.81%
ROE	37.50%	36.25%	30.03%	25.71%
ROIC	34.64%	34.18%	28.69%	24.76%
资产负债率	35.88%	35.67%	30.10%	27.20%
净负债比率	-10.24%	-29.83%	-52.49%	-64.52%
流动比率	2.28	2.39	2.97	3.38
速动比率	0.36	0.71	1.41	1.92
总资产周转率	0.72	0.69	0.62	0.55
应收账款周转率	138151.28	6224.07	33893.29	7098.07
应付账款周转率	14.01	11.86	14.36	12.56
每股收益	8.56	10.49	12.42	14.31
每股经营现金	5.92	10.81	13.01	14.32
每股净资产	22.82	28.94	41.35	55.66
P/E	19.47	15.89	13.41	11.64
P/B	7.30	5.76	4.03	2.99
EV/EBITDA	19.45	11.38	8.79	6.87
P/S	6.37	5.28	4.50	3.94

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，上海交通大学金融学硕士，7年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn