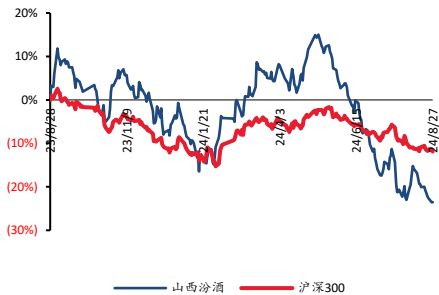


## 山西汾酒：Q2 收入稳健增长，产品结构有所波动

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	12.2/12.2
总市值/流通(亿元)	2,143.97/2,143.97
	3.97
12个月内最高/最低价(元)	273.68/172.19

### 相关研究报告

<<山西汾酒：2023 年顺利收官，2024Q1 开门红利润超预期>>—2024-04-28

<<山西汾酒：报表质量良好，高增势头延续>>—2023-08-25

<<山西汾酒：开年超预期，青花引领结构升级>>—2022-04-13

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

### 研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030019

**事件：**山西汾酒发布 2024 年半年报，2024H1 公司实现营收 227.46 亿，同比增长 19.65%，实现归母净利润 84.10 亿元，同比增长 24.27%，实现扣非归母 84.09 亿元，同比增长 24.41%。2024Q2 公司实现营收 74.08 亿元，同比+17.06%，实现归母净利润 21.47 亿元，同比+10.23%。

**2024Q2 收入符合预期，产品结构下移致利润慢于收入。**分产品来看，2024H1 中高价酒/其他酒类分别实现收入 164.27/62.33 亿元，同比增长 17.38%/27.36%，2024Q2 中高价酒/其他酒类分别实现收入 45.67/27.96 亿元，同比增长 1.51%/58.33%。分渠道来看，2024H1 直销/代理/电商分别实现收入 1.28/210.13/15.18 亿元，同比增长-43.05%/17.87%/81.76%，618 期间京东、天猫、抖音、快手四个电商平台的汾酒官方旗舰店销售均排名第一。分地区来看，2024H1 省内/省外分别实现收入 83.94/142.66 亿元，同比增长 11.36%/25.68%。2024Q2 省内/省外分别同比增长 11.2%/21.78%，省外环山西市场以及长江以南较去年有所提速，省内维持稳健良性增长。截止 2024 年 6 月底公司共有 4196 个经销商，净增 256 个经销商，省外新兴市场招商稳步推进，汾享礼遇全面推进，塑造健康价格体系和推动营销有效执行。

**2024Q2 产品结构下移和销售费用率略增，净利率同比下滑。**2024H1 公司毛利率为 76.79%，同比提升 0.39 pct，主要来自于产品提价带来的毛利率贡献；净利率为 36.97%，同比增加 1.38pct，来自于费用率优化。2024H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.79%/2.73%/-0.01%/0.24%，分别同比变化-0.19/-0.29/0/+0.03 pct，销售和管理费用率持续优化，销售费用中广告及业务宣传费为 13.13 亿元，同增 21.34%，主要由于公司今年加大青花 30 产品推广。2024Q2 毛利率为 75.09%，环比/同比-2.37/-2.7 pct，产品结构略有下移。2024Q2 销售费用率同比有所增加，同增 0.47 pct，主因公司加大营销活动和宴席推广力度。受毛利率下滑和销售费率增加影响，2024Q2 净利率同比下降 1.83 pct 至 29.13%。2024H1 销售收现同比增长 21.96%，2024Q2 同比下滑 6.29%，略慢于收入表现。截止 6 月底合同负债 57.32 亿元，环比增长 1.4 亿元，同比-0.22 亿元，合同负债相对稳定。

**投资建议：**根据中报以及近期市场消费表现调整盈利预测，预计 2024-2026 年收入增速 21%/18%/16%，归母净利润增速分别为 23%/23%/17%，EPS 分别为 10.50/12.90/15.14 元，对应 PE 分别为 17x/14x/12x，按照 2024 年业绩给予 22 倍，目标价 231 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济承压、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	31,928	38,577	45,493	52,722
营业收入增长率(%)	21.80%	20.82%	17.93%	15.89%
归母净利润（百万元）	10,438	12,809	15,742	18,466
净利润增长率(%)	28.93%	22.71%	22.90%	17.30%
摊薄每股收益（元）	8.56	10.50	12.90	15.14
市盈率（PE）	26.95	16.74	13.62	11.61

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,201	3,775	19,443	35,316	54,845
应收和预付款项	133	114	226	272	293
存货	9,650	11,573	14,592	16,691	18,449
其他流动资产	8,218	19,147	20,832	22,495	22,674
流动资产合计	29,202	34,608	55,092	74,774	96,261
长期股权投资	80	94	117	135	157
投资性房地产	15	14	14	14	14
固定资产	2,125	1,926	2,053	2,075	2,140
在建工程	355	829	755	749	705
无形资产开发支出	1,076	1,247	1,577	2,010	2,349
长期待摊费用	0	0	-11	-9	-9
其他非流动资产	33,039	39,985	60,482	80,166	101,659
资产总计	36,691	44,096	64,987	85,138	107,014
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,948	2,893	4,606	5,351	5,869
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	11,997	12,928	19,193	22,739	25,500
负债合计	14,945	15,821	23,799	28,089	31,369
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
资本公积	592	704	704	704	704
留存收益	19,399	25,787	38,596	54,338	72,804
归母公司股东权益	21,321	27,837	40,653	56,395	74,861
少数股东权益	425	438	535	654	784
股东权益合计	21,746	28,275	41,188	57,049	75,645
负债和股东权益	36,691	44,096	64,987	85,138	107,014

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	10,310	7,225	15,965	16,277	20,170
投资性现金流	-2,894	-10,220	-287	-404	-642
融资性现金流	-2,208	-4,432	-10	0	0
现金增加额	5,209	-7,426	15,668	15,873	19,529

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,214	31,928	38,577	45,493	52,722
营业成本	6,460	7,884	9,544	10,793	11,998
营业税金及附加	4,602	5,832	6,751	7,961	9,305
销售费用	3,404	3,217	3,711	4,276	4,808
管理费用	1,214	1,202	1,408	1,592	1,761
财务费用	-37	-8	-68	-74	-60
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	330	499	310	305	0
公允价值变动	3	0	0	0	0
营业利润	10,873	14,224	17,448	21,147	24,789
其他非经营损益	3	-19	-8	1	6
利润总额	10,876	14,205	17,440	21,148	24,795
所得税	2,719	3,747	4,534	5,287	6,199
净利润	8,157	10,459	12,906	15,861	18,596
少数股东损益	61	20	97	119	130
归母股东净利润	8,096	10,438	12,809	15,742	18,466

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	75.36%	75.31%	75.26%	76.27%	77.24%
销售净利率	30.88%	32.69%	33.20%	34.60%	35.03%
销售收入增长率	31.26%	21.80%	20.82%	17.93%	15.89%
EBIT 增长率	52.29%	30.60%	26.65%	21.31%	17.37%
净利润增长率	52.36%	28.93%	22.71%	22.90%	17.30%
ROE	37.97%	37.50%	31.51%	27.91%	24.67%
ROA	22.07%	23.67%	19.71%	18.49%	17.26%
ROIC	36.20%	34.64%	30.57%	27.29%	24.25%
EPS (X)	6.65	8.56	10.50	12.90	15.14
PE (X)	42.86	26.95	16.74	13.62	11.61
PB (X)	16.31	10.11	5.27	3.80	2.86
PS (X)	13.26	8.82	5.56	4.71	4.07
EV/EBITDA (X)	31.40	19.45	11.12	8.44	6.42

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。