

## 淡季主动控货蓄势

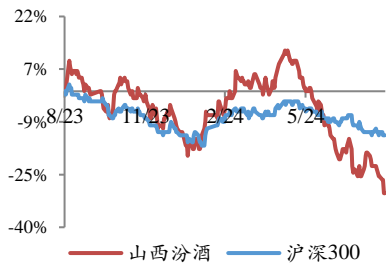
——山西汾酒 2024Q2 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-30

收盘价(元)	176.83
近12个月最高/最低(元)	267.74/158.18
总股本(百万股)	1,220
流通股本(百万股)	1,220
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	2,157
流通市值(亿元)	2,157

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

### 主要观点：

#### 公司发布 2024H1 业绩：

- 24Q2：营业总收入 74.08 亿(+17.06%)，归母 21.47 亿(+10.23%)，扣非 21.49 亿(+10.39%)。
- 24H1：营业总收入 227.46 亿(+19.65%)，归母 84.10 亿(+24.27%)，扣非 84.09 亿(+24.41%)。
- 24Q2 收入基本符合市场一致预期。**

#### 收入端：淡季控货调整产品结构

- 分产品看，24Q2 公司中高价/其他酒营收分别同比增长 1.5%/58.3%，中高价酒营收占比同比-9.8pct 至 62.0%。我们预计主力产品中，青花系列淡季去化库存，增速边际放缓。其中，青花 30 复兴版受商务场景扰动+主动控货，预计增速边际承压；青花 20 增速预计与中高价增速持平。巴拿马和老白汾在公司资源倾斜、升级换代、发力宴席下预计增速领先。玻汾省内控量+省外放量，持续培育消费氛围，预计环比加速。
- 分区域看，24Q2 公司省内/省外营收同比增长 11.2%/21.8%，省外营收占比同比+2.2pct 至 62.0%。省内市场经历 23 年冲刺后，进入休整阶段，整体表现符合公司年初规划；长江以南市场面对激烈竞争环境，仍显增长韧性。
- 从报表质量看，24Q2 公司营收+Δ 合同负债同比-4.5%，Q2 收现同比-6.3%，略慢于营收增速，我们预计系季度间打款节奏影响。上半年整体看，24H1 公司营收+Δ 合同负债同比+20.1%，24H1 公司收现同比+22.0%，与营收增速吻合。

#### 盈利端：产品结构及销售费用拖累

- 24Q2 公司毛利率同比-2.7pct 达 75.09%，主因产品结构下移所致。同期公司销售/管理费用率分别同比+0.47/-0.63pct，基本稳定。综上，24Q2 公司净利率同比-1.83pct 达 29.13%。

#### 投资建议：维持“买入”

#### 我们的观点：

公司在行业调整周期，主动控货以维持渠道健康，并推广“汾享礼遇”模式，以提高渠道精细化管理能力。通过适时调整战略重心，以 100-300 元价格带产品作为阶段性营收抓手，全年 20% 营收目标达成可信度高。

**盈利预测：**考虑到商务场景受宏观环境影响恢复较慢，叠加公司产品结构略有下移，我们略微调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026

年分别实现营业总收入 384.15/452.89/528.11 亿元 (前值 389.12/466.69/551.19 亿元), 分别同比+20.3%/+17.9%/+16.6%; 实现归母净利润 129.00/153.37/181.43 亿元 (前值 131.72/163.22/197.65 亿元), 分别同比+23.6%/+18.9%/+18.3%; 当前股价对应 PE 分别为 16.72/14.07/11.89 倍, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示:**

行业景气不及预期, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31928	38415	45289	52811
收入同比 (%)	21.8%	20.3%	17.9%	16.6%
归属母公司净利润	10438	12900	15337	18143
净利润同比 (%)	28.9%	23.6%	18.9%	18.3%
毛利率 (%)	75.3%	75.0%	74.8%	75.3%
ROE (%)	37.5%	35.6%	33.3%	32.2%
每股收益 (元)	8.56	10.57	12.57	14.87
P/E	26.95	16.72	14.07	11.89
P/B	10.11	5.95	4.68	3.83
EV/EBITDA	19.45	11.82	9.68	7.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 8 月 30 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	34608	53485	59554	80355	<b>营业收入</b>	31928	38415	45289	52811
现金	3775	14965	23947	36877	营业成本	7884	9608	11422	13036
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	5832	6723	7926	9242
其他应收款	36	433	120	525	销售费用	3217	3957	4755	5545
预付账款	114	336	400	456	管理费用	1202	1345	1585	1848
存货	11573	18320	15313	22346	财务费用	-8	-38	-150	-239
其他流动资产	19110	19430	19774	20150	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	9488	10392	11045	11457	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	94	94	94	94	投资净收益	499	154	181	211
固定资产	1926	2820	3473	3895	<b>营业利润</b>	14224	16935	19886	23538
无形资产	1247	1257	1257	1247	营业外收入	5	71	71	71
其他非流动资产	6221	6221	6221	6221	营业外支出	24	0	0	0
<b>资产总计</b>	44096	63877	70599	91812	<b>利润总额</b>	14205	17006	19957	23608
<b>流动负债</b>	15147	26458	23383	34214	所得税	3747	4082	4590	5430
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	10459	12925	15367	18179
应付账款	2279	5728	1887	6803	少数股东损益	20	25	30	35
其他流动负债	12868	20730	21496	27410	<b>归属母公司净利润</b>	10438	12900	15337	18143
<b>非流动负债</b>	674	674	674	674	EBITDA	14321	17060	19912	23475
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	8.56	10.57	12.57	14.87
其他非流动负债	674	674	674	674					
<b>负债合计</b>	15821	27133	24057	34888					
少数股东权益	438	463	493	529					
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积	704	704	704	704					
留存收益	25913	34357	44125	54471					
归属母公司股东权益	27837	36281	46049	56395					
<b>负债和股东权益</b>	44096	63877	70599	91812					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	7225	16641	15309	21245	<b>成长能力</b>				
净利润	10459	12925	15367	18179	营业收入	21.8%	20.3%	17.9%	16.6%
折旧摊销	604	316	357	388	营业利润	30.8%	19.1%	17.4%	18.4%
财务费用	39	0	0	0	归属于母公司净利	28.9%	23.6%	18.9%	18.3%
投资损失	-499	-154	-181	-211	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-2881	3625	-163	2961	毛利率 (%)	75.3%	75.0%	74.8%	75.3%
其他经营现金流	12843	9229	15459	15147	净利率 (%)	32.7%	33.6%	33.9%	34.4%
<b>投资活动现金流</b>	-10220	-995	-758	-518	ROE (%)	37.5%	35.6%	33.3%	32.2%
资本支出	-482	-1149	-939	-729	ROIC (%)	34.6%	33.8%	31.8%	30.8%
长期投资	-10094	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	356	154	181	211	资产负债率 (%)	35.9%	42.5%	34.1%	38.0%
<b>筹资活动现金流</b>	-4432	-4455	-5569	-7797	净负债比率 (%)	56.0%	73.8%	51.7%	61.3%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.28	2.02	2.55	2.35
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.36	0.66	1.13	1.17
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	112	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.71	0.67	0.65
其他筹资现金流	-4544	-4455	-5569	-7797	应收账款周转率	82505.8	—	—	—
<b>现金净增加额</b>	-7426	11191	8982	12930	应付账款周转率	3.46	2.40	3.00	3.00

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。