



## 增持(维持)

所属行业: 食品饮料/白酒 II  
当前价格(元): 176.83

### 证券分析师

#### 熊鹏

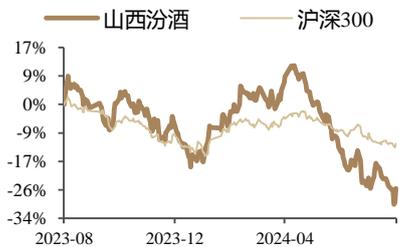
资格编号: S0120522120002  
邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

#### 尤诗超

资格编号: S0120524070004  
邮箱: yousc3@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.17	-14.29	-25.77
相对涨幅(%)	-0.75	-10.24	-18.18

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《山西汾酒(600809)2023年报及2024一季报点评: 23年平稳收官, Q1结构亮眼》, 2024.4.28
- 《山西汾酒(600809)2023三季报点评: 结构升级明显, 费用优化带来业绩弹性》, 2023.10.28

### 股票数据

总股本(百万股):	1,219.96
流通A股(百万股):	1,219.96
52周内股价区间(元):	165.60-264.45
总市值(百万元):	215,726.27
总资产(百万元):	51,975.58
每股净资产(元):	25.35

资料来源: 公司公告

# 山西汾酒(600809.SH): Q2调整节奏, 产品结构有所下移

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报, 2024H1实现营业收入227.46亿元, 同比增加19.65%; 实现归母净利润84.10亿元, 同比增加24.27%; 实现扣非归母净利润84.09亿元, 同比增加24.41%。根据计算, 2024Q2实现营业收入74.08亿元, 同比增加17.06%; 实现归母净利润21.47亿元, 同比增加10.23%; 实现扣非归母净利润21.49亿元, 同比增加10.39%。
- 产品结构有所下移, 线上渠道发展加速。** 24Q2公司实现营业收入74.08亿元, 同比增长17.06%。1) 分产品看, 24Q2中高价酒类/其他酒类分别实现营收45.67/27.96亿元, 同比+1.51%/+58.33%, 其他酒类增速较高。竹叶青酒通过加强渠道和消费者培养, 利用产品独特优势多渠道开拓市场; 杏花酒持续推进品牌传播与消费者互动, 布局新零售渠道建设, 营销势头稳中向好。2) 分渠道看, 24Q2代理/电商平台渠道分别实现营收68.79/4.97亿元, 同比+16.58%/+44.78%。公司线上渠道发展加速, 在618全周期, 京东、天猫、抖音、快手四个电商平台的汾酒官方旗舰店均获得白酒品牌旗舰店销售排名第一, 扩大了汾酒品牌在线上平台的影响力。3) 分区域看, 24Q2省内/省外市场实现营收27.97/45.66亿元, 同比+11.20%/+21.78%, 公司坚持三大市场的布局策略, 持续精耕长江以南核心市场, 优化长三角、珠三角等潜力市场, 实现省内外市场同步增长。经销商数量上, 截至24Q2期末经销商共计4196家, 24Q2期间净增加478家, 公司上半年市场开拓成效斐然。
- Q2毛利率和净利率小幅下降, 合同负债有所增加。** 24Q2公司毛利率和净利率分别为75.09%和29.13%, 分别同比减少2.70pct和1.83pct。税金率同比降低0.44pct, 销售费用率同比增加0.47pct, 管理费用率同比降低0.63pct。24Q2合同负债57.32亿元, 环比增加1.42亿元, 展望全年收入增长仍留有余力。
- 投资建议:** 预计24-26年公司营业收入为384.8/452.6/532.1亿元, 同比增速为20.5%/17.6%/17.5%, 归母净利润为129.1/154.7/183.8亿元, 同比增速为23.7%/19.9%/18.8%, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 宏观经济恢复不及预期, 行业竞争加剧, 新品推广不及预期

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,479	45,263	53,206
(+/-)YOY(%)	31.3%	21.8%	20.5%	17.6%	17.5%
净利润(百万元)	8,096	10,438	12,909	15,472	18,382
(+/-)YOY(%)	52.4%	28.9%	23.7%	19.9%	18.8%
全面摊薄EPS(元)	6.64	8.56	10.58	12.68	15.07
毛利率(%)	75.4%	75.3%	75.4%	75.4%	75.3%
净资产收益率(%)	38.0%	37.5%	37.2%	36.3%	35.4%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	8.56	10.58	12.68	15.07
每股净资产	22.82	28.48	34.93	42.62
每股经营现金流	5.92	12.77	13.23	15.90
每股股利	4.37	4.60	4.90	5.00
价值评估(倍)				
P/E	26.95	16.71	13.94	11.74
P/B	10.11	6.21	5.06	4.15
P/S	6.76	5.61	4.77	4.05
EV/EBITDA	19.45	11.49	9.26	7.43
股息率%	1.9%	2.6%	2.8%	2.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	75.3%	75.4%	75.4%	75.3%
净利润率	32.8%	33.8%	34.4%	34.7%
净资产收益率	37.5%	37.2%	36.3%	35.4%
资产回报率	23.7%	21.8%	23.0%	22.3%
投资回报率	34.6%	36.0%	35.3%	34.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	21.8%	20.5%	17.6%	17.5%
EBIT 增长率	30.6%	27.3%	19.8%	19.1%
净利润增长率	28.9%	23.7%	19.9%	18.8%
偿债能力指标				
资产负债率	35.9%	40.3%	35.6%	36.2%
流动比率	2.3	2.1	2.4	2.4
速动比率	0.4	0.7	1.0	1.1
现金比率	0.2	0.5	0.8	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.1	0.1
存货周转天数	484.5	501.3	494.3	493.4
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6
固定资产周转率	16.6	19.7	24.6	30.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	10,438	12,909	15,472	18,382
少数股东损益	20	102	90	96
非现金支出	607	333	365	417
非经营收益	-960	-0	-0	-0
营运资金变动	-2,881	2,232	208	501
经营活动现金流	7,225	15,576	16,135	19,396
资产	-482	-1,148	-1,286	-1,418
投资	-10,094	-20	-14	-17
其他	356	0	0	0
投资活动现金流	-10,220	-1,168	-1,300	-1,435
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-4,432	-6,000	-7,600	-9,000
融资活动现金流	-4,432	-6,000	-7,600	-9,000
现金净流量	-7,426	8,408	7,235	8,961

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31,928	38,479	45,263	53,206
营业成本	7,884	9,450	11,125	13,120
毛利率%	75.3%	75.4%	75.4%	75.3%
营业税金及附加	5,832	6,888	8,105	9,590
营业税金率%	18.3%	17.9%	17.9%	18.0%
营业费用	3,217	3,463	3,847	4,256
营业费用率%	10.1%	9.0%	8.5%	8.0%
管理费用	1,202	1,154	1,177	1,224
管理费用率%	3.8%	3.0%	2.6%	2.3%
研发费用	88	79	106	127
研发费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	13,717	17,465	20,923	24,914
财务费用	-8	0	0	0
财务费用率%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	499	0	0	0
营业利润	14,224	17,465	20,923	24,914
营业外收支	-19	0	0	0
利润总额	14,205	17,465	20,923	24,914
EBITDA	14,321	17,798	21,288	25,331
所得税	3,747	4,454	5,362	6,436
有效所得税率%	26.4%	25.5%	25.6%	25.8%
少数股东损益	20	102	90	96
归属母公司所有者净利润	10,438	12,909	15,472	18,382

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,775	12,183	19,418	28,378
应收账款及应收票据	0	3	10	5
存货	11,573	14,747	15,803	20,159
其它流动资产	19,260	21,842	20,654	21,769
流动资产合计	34,608	48,774	55,885	70,311
长期股权投资	94	112	124	139
固定资产	1,926	1,951	1,842	1,739
在建工程	829	1,029	1,290	1,601
无形资产	1,247	1,549	1,945	2,234
非流动资产合计	9,488	10,323	11,259	12,277
资产总计	44,096	59,098	67,143	82,588
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,893	5,471	3,866	6,915
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	12,254	17,666	19,355	22,272
流动负债合计	15,147	23,137	23,221	29,188
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	674	674	674	674
非流动负债合计	674	674	674	674
负债总计	15,821	23,811	23,895	29,862
实收资本	1,220	1,220	1,220	1,220
普通股股东权益	27,837	34,746	42,618	52,000
少数股东权益	438	540	630	726
负债和所有者权益合计	44,096	59,098	67,143	82,588

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。