

2024年11月01日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，产品结构略调整

—山西汾酒（600809.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年10月30日，山西汾酒发布2024年三季度报。

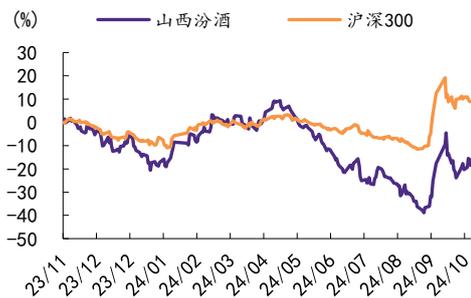
投资要点

基本数据

2024-10-31

当前股价（元）	200.9
总市值（亿元）	2451
总股本（百万股）	1220
流通股本（百万股）	1220
52周价格范围（元）	147.79-270.32
日均成交额（百万元）	1074.53

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《山西汾酒（600809）：产品结构短期调整，上半年保持稳增》
2024-08-28
- 《山西汾酒（600809）：腰部产品升级发力，渠道改革有序推进》
2024-06-05
- 《山西汾酒（600809）：品牌渠道基石稳固，产品区域轮动发力》
2024-05-20

业绩符合预期，保持韧性增长

业绩符合预期，利润增速环比平稳。2024Q1-Q3 总营收 313.58 亿元（同增 17.25%），归母净利润 113.50 亿元（同增 20.34%），扣非净利润 113.52 亿元（同增 20.41%）。2024Q3 总营收 86.11 亿元（同增 11.35%），归母净利润 29.40 亿元（同增 10.36%），扣非净利润 29.42 亿元（同增 10.27%）。毛利率表现稳定，盈利能力略提升。2024Q1-3 毛利率/净利率分别为 76.03%/36.23%，分别同比 +0.10/+0.89pcts；2024Q3 分别为 74.29%/34.11%，分别同比 -0.75/-0.29pcts。2024Q1-3 销售/管理费用率为 9.27%/3.20%，分别同比 -0.18/-0.05pcts；2024Q3 分别为 10.54%/4.43%，分别同比 -0.07/+0.61pcts。经营净现金流同比增长较快，销售回款表现较好。2024Q1-3/2024Q3 经营活动现金流净额分别为 114.35/35.05 亿元，分别同增 56.56%/67.22%，主要系公司销售商品收到的现金增加，及银行承兑汇票贴现收回现金增加所致；销售回款分别为 301.55/85.60 亿元，分别同增 24.34%/30.77%。截至 2024Q3 末，合同负债 54.81 亿元（环比减少 2.51 亿元）。

产品结构调整，顺应行业需求

分产品看，2024Q1-3 中高价/其他酒类营收为 226.14/86.38 亿元，分别同比 +14.26%/+26.87%；2024Q3 营收分别为 61.88/24.05 亿元，分别同比 +6.73%/+25.62%。青花系列 1-9 月增速预计与公司整体增速持平，其中青 20 与青 25 作为次高端价位带核心单品，增速快于青花系列整体；巴拿马老白汾价位带顺应行业发展趋势，1-9 月增速预计达 20%，处于放量阶段；玻汾性价比与品牌认知度高，前三季度增速略快于整体。未来公司预计形成“四轮驱动”产品系列，后续对不同系列产品进行专业化人员配置与运营推广。

省内稳定增长，省外长期放量

分渠道看，2024Q1-3 直销/代理/电商营收分别为 1.79/293.01/17.72 亿元，同比 -47.87%/+17.44%/+35.64%；

2024Q3 营收分别为 0.51/82.88/2.54 亿元，分别同比-57.04%/+16.37%/-65.82%，电商渠道同比下降主要系公司主动控制以稳定价格体系与经销渠道发展。截至 2024Q3 末，总经销商 4368 家，较 2024 年年初增加 428 家。分区域看，2024Q1-3 省内/省外市场营收分别为 119.00/193.53 亿元，分别同比+11.58%/+21.44%；2024Q3 营收分别为 35.06/50.87 亿元，分别同比+12.12%/+10.95%，分别占酒类收入 40.80%/59.20%。省内基本盘保持稳定，省外收入占比持续提升，京津冀、长三角、珠三角为公司后续增长重点。

盈利预测

我们长期看好公司凭借香型差异化与龙头优势引领清香高势增长，全价位带产品轮动放量保持业绩稳定增长，渠道模式改革后渠道效率提升。根据三季报，我们略调整公司 2024-2026 年 EPS 为 10.05/11.18/12.61（前值为 10.60/13.01/15.94）元，当前股价对应 PE 分别为 20/18/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、青花 20 增长不及预期、献礼版玻汾进度不及预期、青花 30 批价恢复不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	31,928	36,769	40,573	45,479
增长率（%）	21.8%	15.2%	10.3%	12.1%
归母净利润（百万元）	10,438	12,258	13,638	15,389
增长率（%）	28.9%	17.4%	11.3%	12.8%
摊薄每股收益（元）	8.56	10.05	11.18	12.61
ROE（%）	36.9%	32.1%	27.7%	25.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	3,775	26,066	37,958	50,390
应收款	37	50	56	62
存货	11,573	11,588	10,801	10,455
其他流动资产	19,224	8,557	8,245	8,332
流动资产合计	34,608	46,261	57,059	69,238
非流动资产:				
金融类资产	50	100	130	145
固定资产	1,926	2,295	2,341	2,265
在建工程	829	332	133	53
无形资产	1,247	1,184	1,122	1,063
长期股权投资	94	94	94	94
其他非流动资产	5,392	5,392	5,392	5,392
非流动资产合计	9,488	9,297	9,082	8,867
资产总计	44,096	55,559	66,141	78,105
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,893	3,433	3,287	3,136
其他流动负债	5,224	5,224	5,224	5,224
流动负债合计	15,147	16,717	16,293	15,837
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	674	674	674	674
非流动负债合计	674	674	674	674
负债合计	15,821	17,391	16,967	16,511
所有者权益				
股本	1,220	1,220	1,220	1,220
股东权益	28,275	38,168	49,174	61,594
负债和所有者权益	44,096	55,559	66,141	78,105

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10459	12344	13734	15497
少数股东权益	20	86	96	108
折旧摊销	253	191	212	212
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-3507	12258	700	-188
经营活动现金净流量	7225	24879	14743	15630
投资活动现金净流量	-10220	78	123	141
筹资活动现金净流量	25286	-2452	-2728	-3078
现金流量净额	22,291	22,506	12,138	12,693

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,928	36,769	40,573	45,479
营业成本	7,884	9,047	9,837	10,893
营业税金及附加	5,832	6,618	7,303	8,186
销售费用	3,217	4,155	4,666	5,367
管理费用	1,202	1,250	1,339	1,501
财务费用	-8	-730	-1,063	-1,411
研发费用	88	102	112	126
费用合计	4,499	4,777	5,054	5,582
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	499	280	200	170
营业利润	14,224	16,630	18,598	21,005
加:营业外收入	5	60	45	30
减:营业外支出	24	9	8	7
利润总额	14,205	16,681	18,635	21,028
所得税费用	3,747	4,337	4,901	5,530
净利润	10,459	12,344	13,734	15,497
少数股东损益	20	86	96	108
归母净利润	10,438	12,258	13,638	15,389

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	21.8%	15.2%	10.3%	12.1%
归母净利润增长率	28.9%	17.4%	11.3%	12.8%
盈利能力				
毛利率	75.3%	75.4%	75.8%	76.0%
四项费用/营收	14.1%	13.0%	12.5%	12.3%
净利率	32.8%	33.6%	33.9%	34.1%
ROE	36.9%	32.1%	27.7%	25.0%
偿债能力				
资产负债率	35.9%	31.3%	25.7%	21.1%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	871.3	730.0	730.0	730.0
存货周转率	0.7	1.4	1.6	1.8
每股数据(元/股)				
EPS	8.56	10.05	11.18	12.61
P/E	23.5	20.0	18.0	15.9
P/S	7.7	6.7	6.0	5.4
P/B	8.8	6.5	5.0	4.0

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。