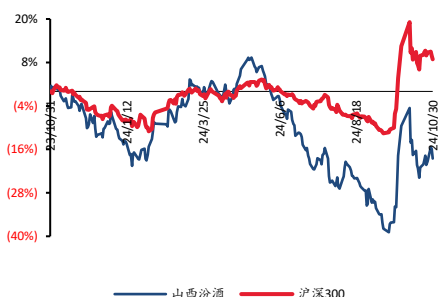


山西汾酒：业绩符合预期，青花系列保持稳健，腰部产品放量

■ 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) 2,404.55/2,404.55
12个月内最高/最低价(元) 273.68/147.01

相关研究报告

<<山西汾酒：Q2 收入稳健增长，产品结构有所波动>>—2024-08-30

<<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

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：山西汾酒发布 2024 年三季报，2024Q1-Q3 实现收入 313.58 亿元，同比+17.25%，归母净利润 113.50 亿元，同比+20.34%，扣非归母净利润 113.52 亿元，同比+20.41%。2024Q3 实现收入 86.11 亿元，同比+11.35%，归母净利润 29.40 亿元，同比+10.36%，扣非归母净利润 29.42 亿元，同比+10.27%。

业绩符合预期，青花系列保持稳健，腰部和玻汾放量，省外增长强劲。①分产品，2024Q1-Q3 中高价酒类/其他酒类分别实现营收 226.14/86.38 亿元，同比+14.3%/+26.87%，中高档酒占比同比-2.0pct 至 72.4%。2024Q3 中高价酒类/其他酒类分别实现营收 61.88/24.05 亿元，同比+6.7%/+25.6%，中高档酒占比同比-3.2pct 至 72.0%。根据渠道调研，我们预计前三季度青花 20、25 增速超过 20%，青花 30 控量保价相对偏慢。老白汾增长 30%左右，巴拿马增速 20-25%，老白汾和巴拿马宴席放量，山西和环山西市场表现较好。玻汾实现 20%以上增长，开拓新兴市场依托玻汾导入维持高增。其他酒中纯柔老白汾增长较快。公司近期计划推出 600 元价格带新品 1924，青花 26 产品仍在准备中。②分区域，2024Q1-Q3 省内/省外分别实现营收 119.00/193.53 亿元，同比+14.3%/+26.9%，省内占比 38.1%，同比-2.0pct。2024Q3 省内/省外分别实现营收 35.06/50.87 亿元，同比+12.1%/+10.9%，省内占比 40.8%，同比+0.25pct。截至 2024Q3 省内/省外经销商 825/3543 个，较年初净增加+5/+423 个。省内在去年高增长基础上实现稳健增长，省外承担更多放量任务，依托玻汾和青花系列实现增长动能，同时空白市场加速招商，长江以南市场增长亮眼。

受产品结构影响 Q3 毛利率略有下移，费用率小幅收缩。2024Q1-Q3 公司毛利率为 76.03%，同比+0.09pct，其中 2024Q3 毛利率 74.3%，同比-0.75pct，主要受到产品结构影响。2024Q3 税金及附加/销售/管理/研发费用率分别为 14.62%/10.54%/4.43%/0.54%，同比-1.4/-0.1/+0.6/+0.3pct。2024Q1-Q3 净利率为 36.23%，同比+0.89pct，其中 2024Q3 净利率 34.11%，同比-0.29pct。三季度末合同负债 54.81 亿，同增 3.09 亿，蓄水池相对充足。2024Q3 公司销售收现增速为 30.77%，好于收入增速表现。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年收入同比增长 16%/14%/12%，净利润同比增长 17%/16%/12%，对应 PE 为 20/17/15X。我们按照 2025 年业绩给 20 倍 PE，一年目标价 233 元，维持“买入”评级。

风险提示：消费需求不及预期风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	31,928	36,988	42,110	47,113
营业收入增长率(%)	21.80%	15.85%	13.85%	11.88%
归母净利（百万元）	10,438	12,213	14,215	15,964
净利润增长率(%)	28.93%	17.01%	16.39%	12.30%
摊薄每股收益（元）	8.56	10.01	11.65	13.09
市盈率（PE）	26.95	19.69	16.92	15.06

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	18,518	32,494	49,069
应收和预付款项	133	114	220	263	279
存货	9,650	11,573	14,191	16,144	17,547
其他流动资产	8,218	19,147	20,694	22,124	22,124
流动资产合计	29,202	34,608	53,623	71,025	89,019
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	58,895	76,298	94,298
资产总计	36,691	44,096	63,400	81,271	99,653
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,948	2,893	4,480	5,175	5,582
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	11,997	12,928	18,334	21,187	23,086
负债合计	14,945	15,821	22,814	26,362	28,668
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	38,000	52,216	68,179
归母公司股东权益	21,321	27,837	40,056	54,271	70,235
少数股东权益	425	438	530	638	750
股东权益合计	21,746	28,275	40,586	54,909	70,985
负债和股东权益	36,691	44,096	63,400	81,271	99,653

现金流量表（百万）					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	10,310	7,225	15,151	14,380	17,216
投资性现金流	-2,894	-10,220	-204	-404	-642
融资性现金流	-2,208	-4,432	-203	0	0
现金增加额	5,209	-7,426	14,743	13,976	16,574

利润表（百万）					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,214	31,928	36,988	42,110	47,113
营业成本	6,460	7,884	9,282	10,439	11,411
营业税金及附加	4,602	5,832	6,473	7,369	8,315
销售费用	3,404	3,217	3,536	4,000	4,297
管理费用	1,214	1,202	1,350	1,474	1,574
财务费用	-37	-8	-68	-57	-21
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	16,637	19,096	21,429
其他非经营损益	3	-19	-8	1	6
利润总额	10,876	14,205	16,629	19,097	21,435
所得税	2,719	3,747	4,324	4,774	5,359
净利润	8,157	10,459	12,305	14,323	16,076
少数股东损益	61	20	92	107	113
归母股东净利润	8,096	10,438	12,213	14,215	15,964

预测指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	75.36%	75.31%	74.91%	75.21%	75.78%
销售净利率	30.88%	32.69%	33.02%	33.76%	33.88%
销售收入增长率	31.26%	21.80%	15.85%	13.85%	11.88%
EBIT 增长率	52.29%	30.60%	20.74%	14.97%	12.47%
净利润增长率	52.36%	28.93%	17.01%	16.39%	12.30%
ROE	37.97%	37.50%	30.49%	26.19%	22.73%
ROA	22.07%	23.67%	19.26%	17.49%	16.02%
ROIC	36.20%	34.64%	29.70%	25.69%	22.41%
EPS (X)	6.65	8.56	10.01	11.65	13.09
PE (X)	42.86	26.95	19.69	16.92	15.06
PB (X)	16.31	10.11	6.00	4.43	3.42
PS (X)	13.26	8.82	6.50	5.71	5.10
EV/EBITDA (X)	31.40	19.45	13.25	10.82	8.86

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。