

山西汾酒(600809)

报告日期: 2024 年 11 月 02 日

行稳致远，蓄力明年突破 400 亿

——山西汾酒 24Q3 业绩点评报告

投资要点

- 24Q1-3/Q3 收入 313.58/ 86.11 亿元，同比+17.25%/+11.35%；归母净利润 113.50/ 29.40 亿元，同比+20.34%/+10.36%。
- 公司三季度业绩表现符合预期，增速优于行业平均。今年以来公司灵活调节经营节奏，通过腰部产品/玻汾等多工具箱保证收入增长，并优化"汾享礼遇"控盘分利体系，强化渠道推力。考虑到市场环境较弱+明年春节节点较早，公司或适当调整经营节奏，保证渠道库存良性，蓄力明年春节开门红，我们看好公司全年收入实现 15%+增长(利润快于收入)。考虑到当前仍处于全国化扩张期的收获阶段，且充分受益清香势能支撑，公司中长期空间广阔，看好明年收入突破 400 亿。
- 收入增长符合预期，回款有序现金流优异
 - 1) 收入端：24Q1-3/24Q3 白酒实现收入 312.52/ 85.93 亿元，同比+17.49%/+11.42%。①24Q3 中高档酒收入增速为 6.73%，环比 Q2 提速 5.23pct，我们预计是因为青花系列恢复正常发货节奏。24Q1-3 中高档酒累计增速 14.26%。②24Q1-3/Q3 其他酒增速 26.87%/25.62%，主因玻汾持续投放。
 - 2) 财务端：24Q3 公司毛利率/净利率-0.75/-0.29pct 至 74.29%/ 34.11%，盈利能力下降主因结构下滑；销售/管理费用率-0.07/+0.61pct 至 10.54%/4.43%，费用率维持稳定。公司回款有序进行，24Q3 末合同负债同比变动+3.08 亿元至 54.81 亿元，24Q3 销售收现同比+30.77%至 85.60 亿元，经营性净现金流同比+67%至 35.05 亿。
- 青花系列恢复增长，腰部+玻汾延续放量
 - 1) 青花系列：在经历 Q2 控货后于 Q3 恢复正常投放。我们预计青花 20 增速领先，主因公司中秋期间针对青花 20 开展"与花与酒醉中秋活动"，青花 25/30 因商务需求下滑而阶段性承压。
 - 2) 老白汾&巴拿马：今年民用酒表现好于商务，预计全年腰部产品增速最快。
 - 3) 玻汾：作为全国化市场开拓的主力产品，考虑到市场仍然供不应求，公司延续加大市场投放，参考其他酒增速，我们预计 24Q1-3/Q3 玻汾增速均超 25%。
- 全国化势能延续，省内稳健增长
 - 24Q1-3 省内/省外收入+11.58%/ +21.44%，24Q3 省内/省外同比+12.12%/ +10.95%。省内市场依托龙头地位保持稳健增长，省外在竞争加剧的背景下依旧维持了双位数增长。公司仍处于全国化扩张期的收获阶段，充分受益清香势能支撑，未来将继续贡献增长。
- 盈利预测及估值
 - 我们看好青花系列高增带动产品矩阵优化+长江以南市场加速拓展+渠道结构持续升级+清香势能延续，我们预计 2024~2026 年公司收入增速为 15.45%、13.60%、12.40%；归母净利润增速分别为 17.60%、15.42%、14.02%；EPS 分别为 10.06、11.61、13.24 元；24 年 PE 对应 20.75 倍，维持买入评级。
- 风险提示：消费恢复不及预期；次高端表现不及预期；核心产品批价上涨不及预期；全国化进展不及预期。

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

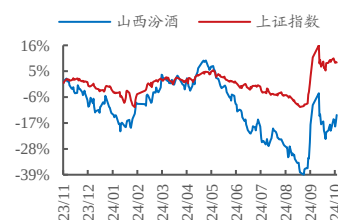
分析师：张家楨
执业证书号：S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师：潘俊汝
执业证书号：S1230524010001
panjunru@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 208.76
总市值(百万元)	254,679.73
总股本(百万股)	1,219.96

股票走势图



相关报告

- 《留有余力的汾酒如何“结硬寨打呆仗”？》 2024.09.19
- 《短期节奏调整放缓，蓄力中秋旺季》 2024.09.03
- 《Q1 业绩再超预期，全年蓄势竞争行业三甲》 2024.04.29

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31928.48	36860.12	41873.07	47063.40
(+/-) (%)	21.80%	15.45%	13.60%	12.40%
归母净利润	10438.11	12275.61	14168.01	16154.40
(+/-) (%)	28.93%	17.60%	15.42%	14.02%
每股收益(元)	8.56	10.06	11.61	13.24
P/E	24.40	20.75	17.98	15.77

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	34608	50223	63974	80519
现金	3775	23623	35560	48858
交易性金融资产	50	2380	1163	1198
应收账款	0	1	1	2
其它应收款	36	92	68	83
预付账款	114	200	190	204
存货	11573	13646	14837	16344
其他	19060	10280	12156	13832
非流动资产	9488	7848	8792	9186
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	94	84	86	88
固定资产	1926	1831	1724	1639
无形资产	1247	1531	1907	2175
在建工程	829	744	777	836
其他	5392	3658	4299	4449
资产总计	44096	58071	72767	89705
流动负债	15147	17206	17643	18310
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2893	4111	4243	4567
预收账款	0	0	0	0
其他	12254	13095	13401	13743
非流动负债	674	290	353	439
长期借款	0	0	0	0
其他	674	290	353	439
负债合计	15821	17496	17996	18749
少数股东权益	438	462	490	521
归属母公司股东权益	27837	40113	54281	70435
负债和股东权益	44096	58071	72767	89705

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7225	22335	10609	12963
净利润	10459	12300	14196	16186
折旧摊销	253	139	143	146
财务费用	(8)	(181)	(420)	(610)
投资损失	(499)	(118)	(100)	(100)
营运资金变动	(11854)	10855	(1430)	(1073)
其它	8874	(659)	(1779)	(1586)
投资活动现金流	(10220)	(2445)	871	(324)
资本支出	(275)	59	(48)	(98)
长期投资	(13)	10	(2)	(2)
其他	(9932)	(2515)	921	(224)
筹资活动现金流	(4432)	(42)	457	660
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(4432)	(42)	457	660
现金净增加额	(7427)	19848	11936	13298

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	31928	36860	41873	47063
营业成本	7884	8907	9906	10902
营业税金及附加	5832	6733	7648	8596
营业费用	3217	3612	4104	4612
管理费用	1202	1364	1549	1741
研发费用	88	111	126	141
财务费用	(8)	(181)	(420)	(610)
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	499	118	100	100
其他经营收益	15	13	12	13
营业利润	14224	16446	19073	21794
营业外收支	(19)	(19)	(19)	(19)
利润总额	14205	16427	19055	21775
所得税	3747	4127	4859	5589
净利润	10459	12300	14196	16186
少数股东损益	20	24	28	32
归属母公司净利润	10438	12276	14168	16154
EBITDA	14402	16381	18774	21308
EPS (最新摊薄)	8.56	10.06	11.61	13.24

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	21.80%	15.45%	13.60%	12.40%
营业利润	30.82%	15.62%	15.98%	14.26%
归属母公司净利润	28.93%	17.60%	15.42%	14.02%
获利能力				
毛利率	75.31%	75.83%	76.34%	76.84%
净利率	32.76%	33.37%	33.90%	34.39%
ROE	41.74%	35.66%	29.72%	25.70%
ROIC	36.25%	30.07%	25.38%	22.16%
偿债能力				
资产负债率	35.88%	30.13%	24.73%	20.90%
净负债比率	2.18%	0.70%	0.88%	1.11%
流动比率	2.28	2.92	3.63	4.40
速动比率	1.52	2.13	2.79	3.50
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.72	0.64	0.58
应收账款周转率	82506	54779	43463	55226
应付账款周转率	3.46	3.40	3.20	3.27
每股指标(元)				
每股收益	8.56	10.06	11.61	13.24
每股经营现金	5.92	18.31	8.70	10.63
每股净资产	22.82	32.88	44.49	57.74
估值比率				
P/E	24.40	20.75	17.98	15.77
P/B	9.15	6.35	4.69	3.62
EV/EBITDA	19.37	14.01	11.66	9.65

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>