

丰富产品矩阵，省内外并发展应对市场压力

——山西汾酒 2024 年三季度报点评

公司点评

● 公司三季度营收净利均保持两位数增长，三季度营收破 300 亿元新高：

公司公布 2024 年三季度报，实现营收 313.58 亿元/+17.25%；归母净利润 113.50 亿元/+20.34%。2024Q3 实现营收 86.11 亿元/+11.35%；归母净利润 29.40 亿元/+10.36%。公司毛利率 76.03%，同比提高 0.10pct。两费方面，销售费用率 9.27%，同升-0.18pct；管理费用率 3.52%，同升 0.07pct。净利率 36.23%，同升 0.89pct。白酒行业承压，整体业绩表现三季度均弱于上半年。前三季中高价酒类销售占比 72.36%，销售增长 14.26%，其他酒类销售占比 27.64%，销售增长 26.87%，公司近几年营收净利持续保持两位数增长，公司经营效率提升，毛利率和净利率持续稳步提高。

● “抓青花、强腰部、稳玻汾” 丰富产品矩阵，打造收入增长点

产品方面，公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，在高端白酒承压严峻的条件下，公司积极迎接挑战，强化消费培育打造青花系列，丰富次高端白酒价格带参与市场竞争；老白汾和巴拿马等腰部产品加强市场推广，玻汾光瓶大众地位稳固，公司打造丰富的产品矩阵，迎接行业竞争缓解行业增速压力，提升公司整体抗风险能力。

● 公司立足大本营积极开拓省外市场，两者协同发展缓解市场竞争压力

24 年前三季省内/省外市场销售收入占比分别为 38%/62%，同比增速 11.58%/21.44%，24 三季度单季省内/省外市场销售收入占比分别为 41%/59%，同比+12.13%/+10.96%。汾酒作为国内清香型白酒的代表，发源山西，环山西扩张，省外市场占比已到六成，省内龙头地位稳固。面对白酒市场竞争加剧，公司深化营销改革，夯实市场基础，加速渠道拓展，公司省内省外接续发力，协同发展缓解市场竞争压力。

● 盈利预测及投资建议

公司牢牢把握“管理现代化提升年”工作主题，围绕加强基础管理、数智化转型全方位开展工作，内部运转更加高效。我们预计公司 24/25/26 年分别实现营收 376/435/500 亿元，同比增速 17.7%/15.8%/15%，净利润分别为 124/143/165 亿元，对应 EPS 为 10.13/11.68/13.54 元。当前股价对应 PE 分别为 21.9/19/16.4 倍，公司当前 PE22 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**消费低迷，次高端白酒竞争加剧，行业竞争加大省外扩展不及预期，财税政策改革，食品安全风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	37,580	43,517	50,045
增长率(%)	31.3	21.8	17.7	15.8	15.0
净利润(百万元)	8,096	10,438	12,364	14,255	16,521
增长率(%)	52.4	28.9	18.5	15.3	15.9
毛利率(%)	75.4	75.3	75.6	75.7	75.8
净利率(%)	30.9	32.7	32.9	32.8	33.0
ROE(%)	37.5	37.0	35.2	31.2	28.6
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.13	11.68	13.54
P/E(倍)	33.5	25.9	21.9	19.0	16.4
P/B(倍)	12.7	9.7	7.8	6.0	4.7

强烈推荐（维持评级）

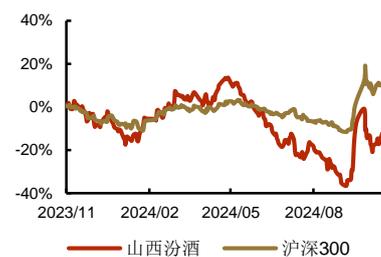
陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

市场数据	时间 2024/11/18
收盘价(元):	212.92
一年最低/最高(元):	147.01/267.74
总股本(亿股):	12.20
总市值(亿元):	2597.55
流通股本(亿股):	12.20
流通市值(亿元):	2597.55
近 3 月换手率:	39.83%

股价一年走势



相关报告

《2021 年迎来开门红，“十四五”开启发展新篇章》2021-04-27

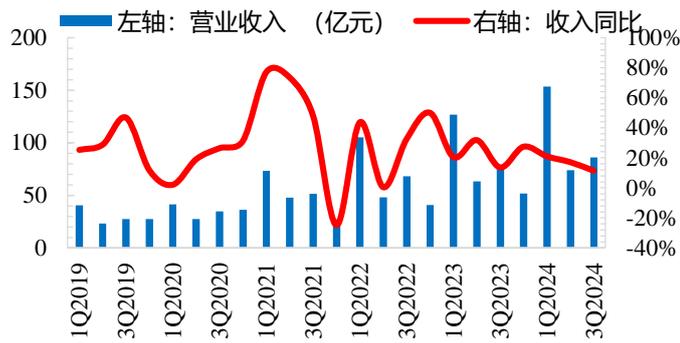
《结构提升与全国化双驱，业绩有望持续高增》2021-03-23

《品牌力持续提升，青花量价齐升》2020-10-30

《业绩超预期，品牌势能持续释放》2020-08-24

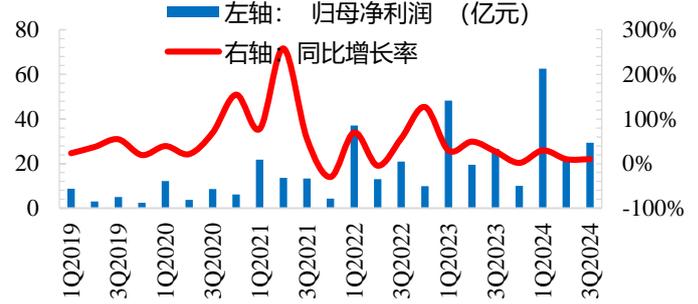
《品牌驱动下自我加压，全国化深度扩张进行时》2020-04-27

图1： 2019Q1-2024Q3 单季营业收入（亿元）保持两位数增长



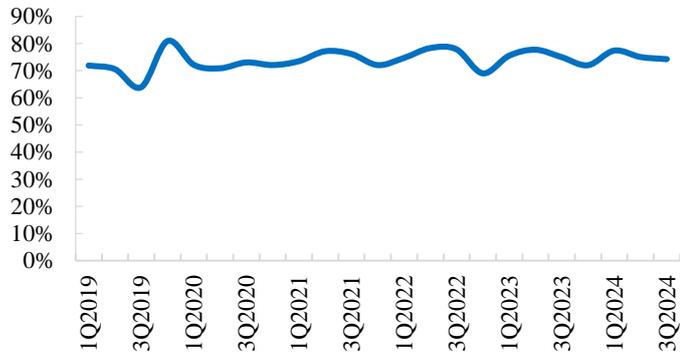
资料来源：wind，诚通证券研究所

图2： 2019Q1-2024Q3 单季归母净利润（亿元）保持两位数增长



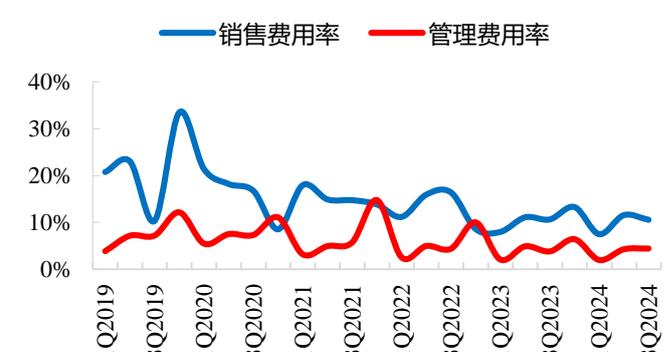
资料来源：wind，诚通证券研究所

图3： 2019Q1-2024Q3 单季毛利率稳中略升



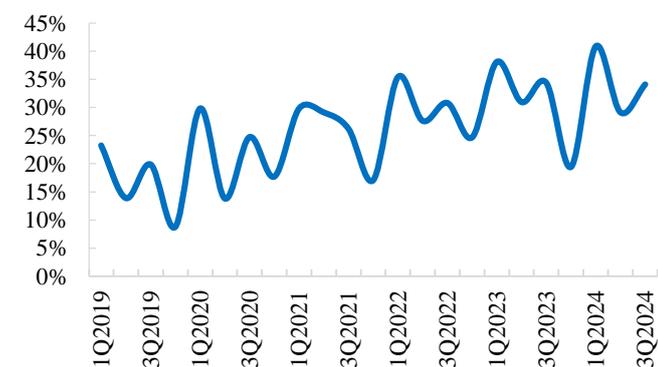
资料来源：wind，诚通证券研究所

图4： 2019Q1-2024Q3 单季销售费率和管理费率较平稳



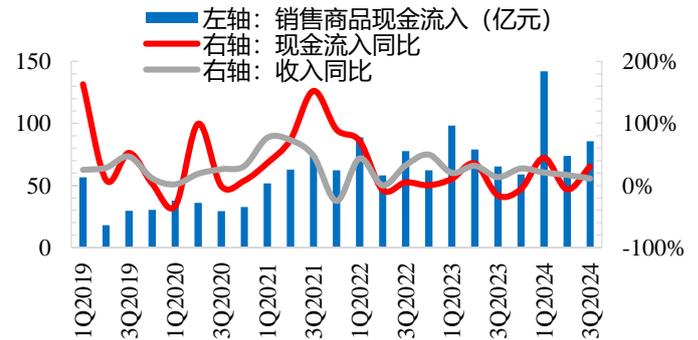
资料来源：wind，诚通证券研究所

图5： 2019Q1-2024Q3 单季净利率持续明显提升



资料来源：wind，诚通证券研究所

图6： 2019Q1-2024Q3 单季销售商品现金流入健康



资料来源：wind，诚通证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29202	34608	43976	51770	66836	营业收入	26214	31928	37580	43517	50045
现金	11201	3775	11567	17066	30227	营业成本	6460	7884	9158	10575	12111
应收票据及应收账款合计	1	0	0	0	0	营业税金及附加	4602	5832	6827	7831	9079
其他应收款	32	36	44	49	58	营业费用	3404	3217	3848	4569	5255
预付账款	133	114	176	159	227	管理费用	1214	1202	1390	1755	2027
存货	9650	11573	13078	15385	17213	研发费用	58	88	120	152	160
其他流动资产	8186	19110	19110	19110	19110	财务费用	-37	-8	-106	-286	-544
非流动资产	7484	9488	10235	10923	11603	资产减值损失	-0	0	0	0	0
长期投资	80	94	113	134	157	公允价值变动收益	3	0	10	5	5
固定资产	2125	1926	2532	3058	3536	其他收益	10	15	13	12	13
无形资产	1076	1247	1418	1606	1829	投资净收益	330	499	411	453	434
其他非流动资产	4203	6221	6173	6124	6081	营业利润	10873	14224	16776	19391	22410
资产总计	36686	44096	54211	62693	78439	营业外收入	6	5	6	5	5
流动负债	14846	15147	18132	16134	19687	营业外支出	3	24	12	13	16
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	10876	14205	16770	19384	22399
应付票据及应付账款合计	2948	2893	4928	3731	5946	所得税	2719	3747	4308	5046	5792
其他流动负债	11898	12254	13203	12404	13740	净利润	8157	10459	12462	14338	16607
非流动负债	94	674	674	674	674	少数股东损益	61	20	98	83	86
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	8096	10438	12364	14255	16521
其他非流动负债	94	674	674	674	674	EBITDA	10741	14345	16747	19225	22024
负债合计	14941	15821	18806	16809	20361	EPS(元)	6.64	8.56	10.13	11.68	13.54
少数股东权益	425	438	536	619	705						
股本	1220	1220	1220	1220	1220	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	592	704	704	704	704	成长能力					
留存收益	19399	25787	31884	38899	47024	营业收入(%)	31.3	21.8	17.7	15.8	15.0
归属母公司股东权益	21321	27837	34870	45266	57373	营业利润(%)	54.7	30.8	17.9	15.6	15.6
负债和股东权益	36686	44096	54211	62693	78439	归属于母公司净利润(%)	52.4	28.9	18.5	15.3	15.9
						获利能力					
						毛利率(%)	75.4	75.3	75.6	75.7	75.8
						净利率(%)	30.9	32.7	32.9	32.8	33.0
						ROE(%)	37.5	37.0	35.2	31.2	28.6
						ROIC(%)	108.9	47.0	58.6	54.3	65.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	40.7	35.9	34.7	26.8	26.0
						净负债比率(%)	-51.3	-9.7	-30.8	-35.7	-50.9
						流动比率	2.0	2.3	2.4	3.2	3.4
						速动比率	0.8	0.3	0.6	1.1	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
						应收账款周转率	29182.9	82505.9	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	2.2	2.7	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	6.64	8.56	10.13	11.68	13.54
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.47	-3.43	11.39	7.85	14.43
						每股净资产(最新摊薄)	17.48	22.82	28.58	37.10	47.03
						估值比率					
						P/E	33.5	25.9	21.9	19.0	16.4
						P/B	12.7	9.7	7.8	6.0	4.7
						EV/EBITDA	24.1	18.7	15.6	13.3	11.0

资料来源：公司公告，wind，诚通证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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人或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及诚通证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

诚通证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。诚通证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。

诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

北京：北京市朝阳区东三环北路27号嘉铭中心12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>