

2024年09月13日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

165

山西汾酒(600809.SH)

TRADING BUY 区间操作

H1 符合预期，强腰部巩固增长韧性

结论与建议：

业绩概要：

公司公告 2024H1 实现营收 227.5 亿，同比增 19.6%，录得净利润 84.1 亿，同比增 24.3%；据此计算，2Q 实现营收 74 亿，同比增 17%，录得净利润 21.5 亿，同比增 10%。Q2 业绩符合预期。

点评：

- H1 营收符合预期，以品类看，中高价酒实现收入 164.3 亿，同比增 17.4%，除青花系列引领外，今年公司加强腰部产品打造，老白汾、巴拿马系列有不错表现，其他酒类实现营收 62.3 亿，同比增 27.4%，Q2 中高价酒营收 45.7 亿，同比增 1.5%，受青花控量影响，其他酒实现营收约 28 亿，同比增 58.3%，受益竹叶青持续优化市场布局，经销商网络体系强化。区域看，H1 省内实现营收 83.9 亿，同比增 11.4%，省外实现营收 142.7 亿，同比增 25.7%，保持较快增长，长江以南市场实现稳步突破；Q2 省内实现营收 28 亿，同比增 11.2%，省外实现收入 45.7 亿，同比增 21.8%。
- 成本费用方面，上半年毛利率同比增 0.39pct 至 76.69%，受益提价和产品结构改善；Q2 毛利率同比下降 2.7pcts 至 75.1%，主要受汾酒控量导致产品结构变动影响。费用端，受益管理效能提升，H1 费率平稳，期间费用率同比下降 0.4pct 至 11.8%；Q2 期间费用率同比下降 0.11pct 至 16.19%。
- 目前公司经营平稳，回款发货节奏正常，下半年公司预计将加强统筹管理，优化渠道精细化管理，激发营销团队活力。Q2 合同负债余额 57.3 亿，基本与去年同期持平（去年同期为 57.5 亿），渠道信心较稳定。产品看，我们预计 H2 腰部产品仍将维系较好的表现，将成为达成年度经营目标重要支撑。
- 下调盈利预测，预计 2024-2026 年将分别实现净利润 127.7 亿、149 亿和 168 亿（原预测为 129.4 亿、154 亿和 182.2 亿），分别同比增 22.3%、16.8%和 12.7%，EPS 分别为 10.45 元、12.22 元和 13.77 元，当前股价对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍，受中秋终端消费不如预期影响，予以“区间操作”的投资建议。
- 风险提示：省外扩张不及预期，行业竞争加剧，费用投放超预期

..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2024/9/12)	154.15
上证指数(2024/9/12)	2717.12
股价 12 个月高/低	267.74/154.11
总发行股数(百万)	1219.96
A 股数(百万)	1219.96
A 市值(亿元)	1880.57
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司 (56.65%)
每股净值(元)	25.35
股价/账面净值	6.08
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-16.8 -28.0 -38.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-04-26	245.58	买进
2023-10-27	242.88	买进
2023-07-25	209.30	买进
2023-06-05	212.00	买进
2023-04-25	244.12	买进
2023-01-20	298.48	买进

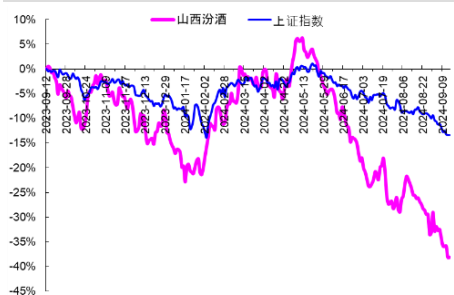
产品组合

中高价酒	72.5%
其他酒类	27.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.1%
一般法人	72.1%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5314	8096	10438	12765	14904	16801
同比增减	%	72.56	52.36	28.93	22.29	16.76	12.73
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.37	6.65	8.56	10.46	12.22	13.77
同比增减	%	23.22	51.99	28.78	22.20	16.76	12.73
市盈率(P/E)	X	35	23	18	15	13	11
股利 (DPS)	RMB 元	1.80	3.32	4.37	5.23	6.11	6.89
股息率 (Yield)	%	1.17	2.15	2.83	3.39	3.96	4.47

【投资评等说明】
评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	19971	26214	31928	38366	44825	50275
经营成本	5011	6460	7884	9412	10969	12358
营业税金及附加	3730	4602	5832	6405	7483	8393
销售费用	3160	3404	3217	3993	4765	5193
管理费用	1167	1214	1202	1596	1864	2091
财务费用	-33	-37	-8	-9	-10	-11
资产减值损失		0		0	0	0
投资收益	72	330	499	233	284	336
营业利润	7029	10873	14224	17096	19920	22453
营业外收入	71	6	5	3	3	3
营业外支出	10	3	24	13	14	14
利润总额	7091	10876	14205	17086	19909	22442
所得税	1701	2719	3747	4297	4977	5611
少数股东损益	76	61	20	23	27	30
归属于母公司所有者的净利润	5314	8096	10438	12765	14904	16801

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	6146	11201	3775	2624	5313	11849
应收账款	1	1	0	0	0	0
存货	8189	9650	11573	13308	15039	16542
流动资产合计	25286	29202	34608	39799	47759	59698
长期股权投资	76	80	94	104	109	111
固定资产	2247	2125	1926	2023	2124	2230
在建工程	247	355	829	1244	1617	1940
非流动资产合计	4669	7484	9488	10721	11794	12737
资产总计	29955	36686	44096	50520	59552	72436
流动负债合计	14265	14846	15147	15369	16855	21232
非流动负债合计	103	94	674	472	543	624
负债合计	14368	14941	15821	15841	17398	21856
少数股东权益	364	425	438	460	483	507
股东权益合计	15223	21321	27837	34220	41672	50072
负债及股东权益合计	29955	36686	44096	50520	59552	72436

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	7645	10310	7225	11510	15689	19105
投资活动产生的现金流量净额	-4837	-2894	-10220	-7,673	-6,724	-5,028
筹资活动产生的现金流量净额	-183	-2208	-4432	-4,988	-6,275	-7,541
现金及现金等价物净增加额	2625	5209	-7426	-1151	2689	6536

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。