

山西汾酒 (600809)

2024Q3 业绩点评: 应付裕如, 指挥若定

买入 (维持)

2024 年 10 月 31 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

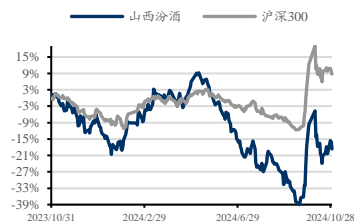
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26214	31928	37149	42373	48661
同比 (%)	31.26	21.80	16.35	14.06	14.84
归母净利润 (百万元)	8096	10438	12423	14199	16418
同比 (%)	52.36	28.93	19.01	14.30	15.63
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.64	8.56	10.18	11.64	13.46
P/E (现价&最新摊薄)	29.70	23.04	19.36	16.93	14.65

股价走势



投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年三季报。前三季度实现营收 313.6 亿元, 同增 17.2%; 归母净利 113.5 亿元, 同增 20.3%。单三季度实现收入 86.1 亿元, 同增 11.4%; 归母净利 29.4 亿元, 同增 10.4%。Q3 收入端节奏把握稳健, 利润增速慢于收入, 主因毛利率及管理费率影响。
- 多价格带均衡发力, 渠道保持良性。** 2024 前三季度公司酒类收入同增 17.5%, 单三季度同增 11.4%, 增速放缓 1 是如实反映动销走弱变化; 2 则体现公司省外市场 (主要是长江以南) 从渠道扩张的汇量增长转向提质强基阶段, 整固期公司为保证价盘稳定及渠道信心, 未做贸然压货动作。24Q3 公司省外回款安排适度放松, 单季收入增速相应回落至 12.1% (累计同增 21.4%); 省内大本营市场保持稳固, 围绕全年双位数增长稳步推进, 单季收入同增 12.1% (累计同增 11.6%)。分产品看: ①Q3 单季公司产品结构较 Q2 有一定修复, 估算青花、腰部、玻汾增速相对均衡。②Q3 累计来看, 估算同比增速: 腰部>玻汾>青花。其中青 20 增长降速, 在次高端商务消费不振背景下, 公司选择通过保利润、不压货的方式, 以稳定渠道信心、巩固渠道质量, 以便更好穿越周期。截至 Q3 季末公司经销商数量 4368 家, 同比/环比+600/172 家, 与公司全国化渠道下沉有关。
- 毛利率同比小幅回落, 管理费用波动压低净利。** 1) 收现端: Q3 季末公司合同负债 54.8 亿元, 同比/环比分别+3.1/-2.5 亿元; Q3 收现比为 99.4%, 同比回升, 现金流保持稳定。2) 利润端: Q3 净利率同比小幅回落 0.3pct, 主系毛利率及管理费率影响。①Q3 毛利率同比-0.7pct 至 74.3%, 与产品结构下移有关。②Q3 销售费率同比-0.1pct 至 10.5%, Q3 经销商季度返利结算加快, 同时销售费率保持稳定, 主系公司费用落地效率提升。③Q3 管理费率(含研发)同比+1.0pct, 单季费用同增 38.3%, 或与费用确认节奏波动有关。
- 盈利预测与投资评级:** 公司中期会议顺时而动, 进一步强化管理及组织要素, 看好经过队伍年轻化更新及省区整固调节, 未来公司有望迸发更为长效的增长动力。考虑需求承压背景下公司降速保质, 我们调节 2024-26 年归母净利润至 124.2/142.0/164.2 亿元 (前值 129.3、153.8、182.3 亿元), 同比+19%/14%/16%, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 19/17/15X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济持续走弱超预期风险; 紧缩形势加剧风险; 省外盘整效果不及预期风险等。

市场数据

收盘价(元)	197.10
一年最低/最高价	147.01/273.68
市净率(倍)	7.10
流通 A 股市值(百万元)	240,454.95
总市值(百万元)	240,454.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.76
资产负债率(% ,LF)	31.01
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

相关研究

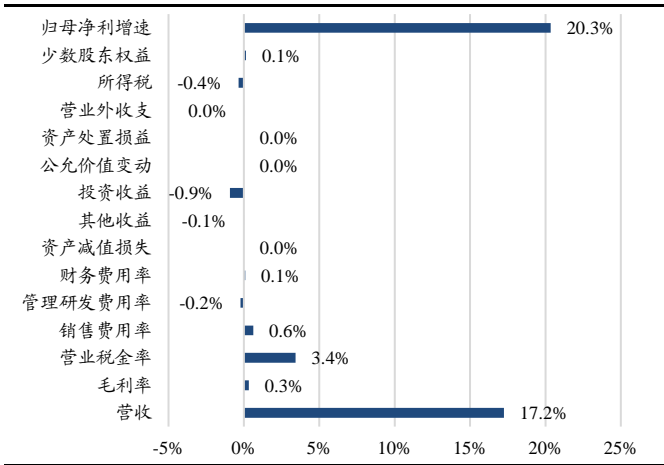
《山西汾酒(600809): 2024 年中报点评: 顺时而动, 均衡发力》

2024-08-28

《山西汾酒(600809): 公司更新: 疾风劲草, 汾享神州》

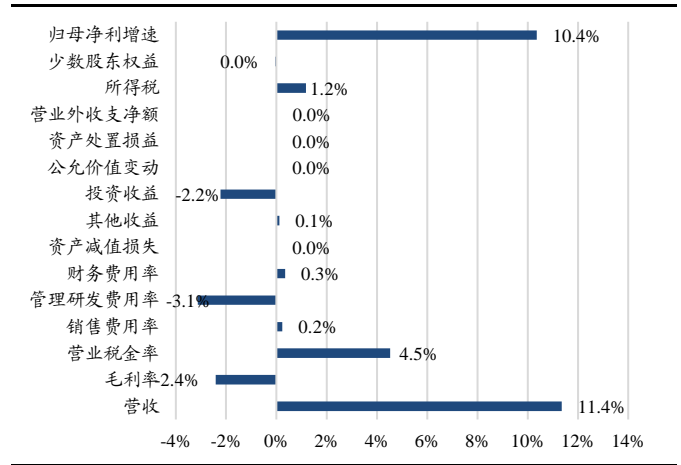
2024-08-08

图1: 24Q1~Q3 利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q3 利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34,608	45,360	46,649	48,410	营业总收入	31,928	37,149	42,373	48,661
货币资金及交易性金融资产	3,825	9,316	5,484	4,374	营业成本(含金融类)	7,884	9,130	10,605	12,092
经营性应收款项	1,714	2,160	2,517	3,006	税金及附加	5,832	6,464	7,352	8,370
存货	11,573	13,739	16,251	18,627	销售费用	3,217	3,677	4,075	4,453
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,202	1,379	1,496	1,621
其他流动资产	17,496	20,145	22,396	22,402	研发费用	88	132	159	183
非流动资产	9,488	9,398	11,273	12,927	财务费用	(8)	(9)	(17)	2
长期股权投资	94	0	0	0	加:其他收益	15	4	5	5
固定资产及使用权资产	2,799	4,046	5,332	6,371	投资净收益	499	300	350	217
在建工程	829	812	474	717	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,247	1,557	1,929	2,300	减值损失	(3)	30	8	10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	14,224	16,710	19,066	22,173
其他非流动资产	4,519	2,984	3,538	3,538	营业外净收支	(19)	15	0	(1)
资产总计	44,096	54,758	57,921	61,336	利润总额	14,205	16,725	19,066	22,171
流动负债	15,147	20,142	19,267	19,192	减:所得税	3,747	4,265	4,824	5,704
短期借款及一年内到期的非流动负债	345	0	0	0	净利润	10,459	12,460	14,242	16,468
经营性应付款项	2,893	2,940	2,952	2,825	减:少数股东损益	20	37	43	49
合同负债	7,029	10,447	9,014	8,464	归属母公司净利润	10,438	12,423	14,199	16,418
其他流动负债	4,879	6,755	7,301	7,902	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.56	10.18	11.64	13.46
非流动负债	674	1,019	1,019	1,019	EBIT	13,717	16,341	18,682	21,938
长期借款	0	345	345	345	EBITDA	14,321	16,673	19,112	22,448
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.31	75.42	74.97	75.15
租赁负债	534	534	534	534	归母净利率(%)	32.69	33.44	33.51	33.74
其他非流动负债	140	140	140	140	收入增长率(%)	21.80	16.35	14.06	14.84
负债合计	15,821	21,161	20,286	20,211	归母净利润增长率(%)	28.93	19.01	14.30	15.63
归属母公司股东权益	27,837	33,122	37,117	40,558					
少数股东权益	438	476	518	568					
所有者权益合计	28,275	33,597	37,635	41,125					
负债和股东权益	44,096	54,758	57,921	61,336					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,225	14,102	7,791	13,834	每股净资产(元)	22.82	27.15	30.42	33.25
投资活动现金流	(10,220)	(3,463)	(1,400)	(1,948)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(4,432)	(7,148)	(10,223)	(12,996)	ROIC(%)	39.67	38.26	38.24	40.47
现金净增加额	(7,426)	3,491	(3,832)	(1,110)	ROE-摊薄(%)	37.50	37.51	38.26	40.48
折旧和摊销	604	333	430	510	资产负债率(%)	35.88	38.64	35.02	32.95
资本开支	(482)	(1,857)	(1,749)	(2,164)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.04	19.36	16.93	14.65
营运资本变动	(2,881)	109	(5,987)	(2,937)	P/B(现价)	8.64	7.26	6.48	5.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>