

青花环比提速

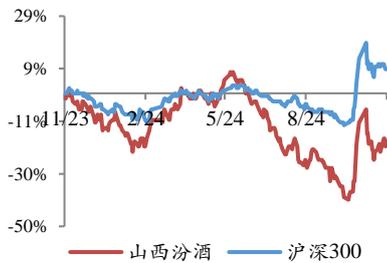
——山西汾酒 2024Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-01

收盘价(元)	200.90
近12个月最高/最低(元)	267.74/147.01
总股本(百万股)	1,220
流通股本(百万股)	1,220
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	2,451
流通市值(亿元)	2,451

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024Q3 业绩：

- 24Q3：营收 86.11 亿元 (+11.35%)，归母净利润 29.40 亿元 (+10.36%)，扣非归母净利润 29.42 亿 (+10.27%)。
- 24Q1-3：营收 313.58 亿元 (+17.25%)，归母净利润 113.50 亿元 (+20.34%)，扣非归母净利润 113.52 亿元 (+20.41%)。

24Q3 符合市场预期。

收入：青花环比提速，玻汾势能延续

- 分价格带看，24Q3 公司中高价/其他酒营收分别同比增长 6.7%/25.6%，中高价酒占比白酒业务营收同比下降 3.2pct 至 72.0%。我们预计中高价酒中青花系列 24Q3 环比提速，主因 24Q2 库存去化后得以轻装上阵，青花 25 增长快于青花 20；老白汾/巴拿马预计 24Q3 营收环比降速，主因宴席需求平淡。其他酒中，玻汾势能延续，预计增速超过 20%。
- 分区域看，24Q3 公司省内/省外营收分别同比增长 12.1%/10.9%，省内营收占比白酒业务营收同比提升 0.3pct 至 40.8%。公司省内稳健增长，省外环比降速主因行业需求疲弱。24Q3 公司经销商净增 172 家，省外招商持续，全国化布局稳步推进。
- 从报表质量看，24Q3 公司营收+ Δ 合同负债同比增长 16.9%，24Q3 公司销售收现同比增长 30.8%，快于营收增速，报表质量较高，业绩蓄水池稳健。

利润：费效比大幅优化

- 24Q3 公司毛利率同比降低 0.75pct 至 74.29%，主因其他酒占比提升。同期，公司销售/管理/税金及附加费率同比 -0.07/+0.61/-1.4pct，费用投放力度整体稳定。综上，24Q3 公司净利率同比降低 0.29pct 至 34.11%。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

公司当前回款顺利，渠道库存维持良性，为后续健康发展奠定基础。中长期看，公司产品矩阵丰富，汾享礼遇模式提高渠道精细化管理能力，增长潜力充足。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢，我们略微下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业总收入 373.61/426.26/486.83 亿元（原值 384.15/452.89/528.11 亿元），分别同比增长 17.0%/14.1%/14.2%；实现归母净利润 125.59/144.59/167.58 亿元

(原值 129.00/153.37/181.43 亿元)，分别同比增长 20.3%/15.1%/15.9%；当前股价对应 PE 分别为 20/17/15 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

省内消费升级不及预期，省外推广不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	31928	37361	42626	48683
收入同比 (%)	21.8%	17.0%	14.1%	14.2%
归属母公司净利润	10438	12559	14459	16758
净利润同比 (%)	28.9%	20.3%	15.1%	15.9%
毛利率 (%)	75.3%	75.0%	74.8%	75.4%
ROE (%)	37.5%	34.9%	32.3%	31.2%
每股收益 (元)	8.56	10.29	11.85	13.74
P/E	26.95	19.51	16.95	14.62
P/B	10.11	6.82	5.47	4.56
EV/EBITDA	19.45	13.92	11.90	9.77

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 10 月 31 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	34608	52325	56775	75221	营业收入	31928	37361	42626	48683
现金	3775	14744	22517	33887	营业成本	7884	9330	10731	11983
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	5832	6538	7460	8519
其他应收款	36	420	101	494	销售费用	3217	3848	4476	5112
预付账款	114	327	376	419	管理费用	1202	1308	1492	1704
存货	11573	17456	14141	20477	财务费用	-8	-38	-147	-225
其他流动资产	19110	19378	19641	19944	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	9488	10392	11045	11457	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	94	94	94	94	投资净收益	499	149	171	195
固定资产	1926	2820	3473	3895	营业利润	14224	16487	18743	21736
无形资产	1247	1257	1257	1247	营业外收入	5	71	71	71
其他非流动资产	6221	6221	6221	6221	营业外支出	24	0	0	0
资产总计	44096	62717	67820	86678	利润总额	14205	16558	18814	21807
流动负债	15147	25639	21824	31688	所得税	3747	3974	4327	5016
短期借款	0	0	0	0	净利润	10459	12584	14487	16791
应付账款	2279	5496	1657	6331	少数股东损益	20	25	28	33
其他流动负债	12868	20143	20167	25357	归属母公司净利润	10438	12559	14459	16758
非流动负债	674	674	674	674	EBITDA	14321	16615	18782	21704
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	8.56	10.29	11.85	13.74
其他非流动负债	674	674	674	674					
负债合计	15821	26313	22498	32362					
少数股东权益	438	463	491	524					
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积	704	704	704	704					
留存收益	25913	34017	42906	51868					
归属母公司股东权益	27837	35941	44830	53792					
负债和股东权益	44096	62717	67820	86678					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	7225	16425	14110	19701	成长能力				
净利润	10459	12584	14487	16791	营业收入	21.8%	17.0%	14.1%	14.2%
折旧摊销	604	316	357	388	营业利润	30.8%	15.9%	13.7%	16.0%
财务费用	39	0	0	0	归属于母公司净利	28.9%	20.3%	15.1%	15.9%
投资损失	-499	-149	-171	-195	获利能力				
营运资金变动	-2881	3745	-493	2788	毛利率 (%)	75.3%	75.0%	74.8%	75.4%
其他经营现金流	12843	8767	14909	13933	净利率 (%)	32.7%	33.6%	33.9%	34.4%
投资活动现金流	-10220	-1000	-769	-534	ROE (%)	37.5%	34.9%	32.3%	31.2%
资本支出	-482	-1149	-939	-729	ROIC (%)	34.6%	33.2%	30.7%	29.7%
长期投资	-10094	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	356	149	171	195	资产负债率 (%)	35.9%	42.0%	33.2%	37.3%
筹资活动现金流	-4432	-4455	-5569	-7797	净负债比率 (%)	56.0%	72.3%	49.6%	59.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.28	2.04	2.60	2.37
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.36	0.67	1.14	1.16
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	112	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.70	0.65	0.63
其他筹资现金流	-4544	-4455	-5569	-7797	应收账款周转率	82505.8	—	—	—
现金净增加额	-7426	10970	7772	11370	应付账款周转率	3.46	2.40	3.00	3.00

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。