

# 山西汾酒 (600809.SH)

## 第三季度产品结构环比改善，销售收现表现较好

优于大市

### 核心观点

**2024年第三季度公司收入同比+11.4%，净利润同比+10.4%。**2024年前三季度公司实现营业总收入313.58亿元，同比+17.2%；归母净利润113.50亿元，同比+20.3%；其中第三季度实现营业总收入86.11亿元，同比+11.4%；归母净利润29.40亿元，同比+10.4%。产品结构环比改善，销售收现表现较好。

**第三季度收入兑现稳健增长，预计青花系列恢复增长。**分产品看，2024Q3中高价酒类收入61.88亿元/同比+6.7%/占比72.0%，其他酒类收入24.05亿元/同比+25.6%/占比28.0%。其他酒类产品增速较快主因玻汾顺应市场需求、增加投放量，增速高于平均；第三季度预计青花系列恢复增长，增速和整体持平，其中青花25/20增速更快；腰部产品老白汾/巴拿马增长稳健，但增速环比2024H1回落，前三季度增速高于平均。**分区域看**，2024Q3山西省内收入35.06亿元/同比+12.13%/占比40.8%，省外收入50.87亿元/同比+10.97%/占比59.2%；下半年消费需求进一步走弱，省内市场作为公司增长调节项，消费基础和蓄水能力较强，公司适当给经销商增加任务，增速快于省外。**分渠道看**，2024Q3批发代理/直销（含团购）/电商平台收入82.88/0.51/2.54亿元，同比+16.36%/-56.81%/-45.99%。

**2024Q3整体盈利能力同比保持稳定。**2024Q3毛利率同比略减0.75pcts，主因1)旺季动销公司加大市场投入，部分费用冲减收入；2)玻汾等产品毛利率低于整体水平，收入占比提升对毛利率产生扰动。税金及附加率同比-1.4pcts，系季度间生产和销售错期影响；销售费用率同比-0.07pcts，季度间波动系正常现象，全年看费用投入侧重于青花系列，汾享礼遇赋能下费效比有望逐步提升；管理费用率同比+0.61pcts，整体净利率同比-0.31pcts。

**现金流表现较好。**2024Q3经营性现金流净额35.05亿元/同比+67.2%，销售收现85.60亿元/同比+30.8%，现金流端表现好于收入端，主因1)中秋前后新包装青花20上市铺货，经销商提前进行打款；2)公司对大商增加全年任务，提前抢占明年春节渠道资金资源。截至9月底合同负债54.81亿元/环比减少2.51亿元（去年Q3环比减少5.81亿元），经营质量仍然较好。

**盈利预测与投资建议：**短期看行业需求压力客观存在，省内市场作为压舱石、分担业绩增长压力，为省外市场组织、渠道、产品改革换取时间；长期看公司发展思路清晰，借助汾享礼遇模式专业化运营四个大单品，省外市场拓张有望逐步取得成效。需求压力下略下调此前预测，预计2024-2026年收入373.12/422.49/474.38亿元，同比+16.9%/+13.2%/+12.3%（前值为+20.5%/18.0%/+14.9%）；预计2024-2026年归母净利润124.63/143.44/163.89亿元，同比+19.4%/+15.1%/+14.3%（前值为+22.0%/+20.4%/+16.5%），当前股价对应2024/2025年19.3/16.8xPE，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	37,312	42,249	47,438
(+/-%)	31.3%	21.8%	16.9%	13.2%	12.3%
净利润(百万元)	8096	10438	12463	14344	16389
(+/-%)	52.4%	28.9%	19.4%	15.1%	14.3%
每股收益(元)	6.64	8.56	10.21	11.76	13.43
EBIT Margin	40.0%	42.9%	43.7%	43.9%	44.5%
净资产收益率(ROE)	38.0%	37.5%	35.3%	32.7%	31.4%
市盈率(PE)	29.7	23.0	19.3	16.8	14.7
EV/EBITDA	23.9	18.4	15.7	13.9	12.3
市净率(PB)	11.28	8.64	6.81	5.48	4.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

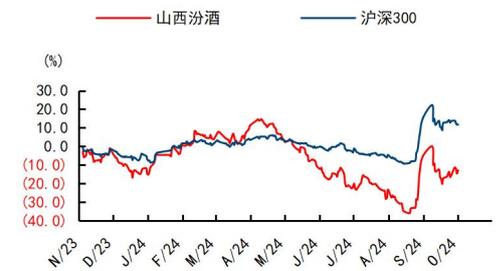
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn  
S0980523090001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	200.90元
总市值/流通市值	245091/245091百万元
52周最高价/最低价	273.68/147.01元
近3个月日均成交额	1442.30百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《山西汾酒(600809.SH)-第二季度归母净利润同比增长10%，青花系列主动控速》——2024-08-28
- 《山西汾酒(600809.SH)-提质换挡，增长动能充足》——2024-06-13
- 《山西汾酒(600809.SH)-老白汾焕新上市，巩固市场发展基础》——2024-06-07
- 《山西汾酒(600809.SH)-经营节奏保持稳健，青花30复兴版长期化运作》——2024-05-20
- 《山西汾酒(600809.SH)-一季度收入增长21%，品牌势能持续释放》——2024-04-29

**2024年第三季度公司收入同比+11.4%，净利润同比+10.4%。**2024年前三季度公司实现营业总收入313.58亿元，同比+17.2%；归母净利润113.50亿元，同比+20.3%；其中第三季度实现营业总收入86.11亿元，同比+11.4%；归母净利润29.40亿元，同比+10.4%。产品结构环比改善，销售收现表现较好。

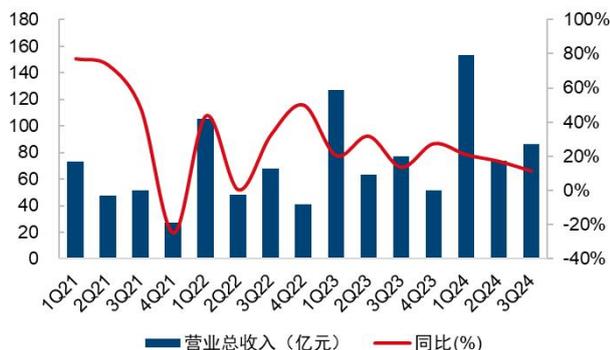
**第三季度收入兑现稳健增长，预计青花系列恢复增长。**分产品看，2024Q3中高价酒类收入61.88亿元/同比+6.7%/占比72.0%，其他酒类收入24.05亿元/同比+25.6%/占比28.0%。其他酒类产品增速较快主因玻汾顺应市场需求、增加投放量，增速高于平均；第三季度预计青花系列恢复增长，增速和整体持平，其中青花25/20增速更快；腰部产品老白汾/巴拿马增长稳健，但增速环比2024H1回落，前三季度增速高于平均。分区域看，Q3山西省内收入35.06亿元/同比+12.13%/占比40.8%，省外收入50.87亿元/同比+10.97%/占比59.2%；下半年消费需求进一步走弱，省内市场作为公司增长调节项，消费基础和蓄水能力较强，公司适当给经销商增加任务，增速快于省外。分渠道看，Q3批发代理/直销（含团购）/电商平台收入82.88/0.51/2.54亿元，同比+16.36%/-56.81%/-45.99%。

**2024Q3整体盈利能力同比保持稳定。**单Q3毛利率同比略减0.75pcts，主因1）旺季动销公司加大市场投入，部分费用冲减收入；2）玻汾等产品毛利率低于整体水平，收入占比提升对毛利率产生扰动。2024Q3税金及附加率同比-1.4pcts，系季度间生产和销售错期影响；销售费用率同比-0.07pcts，季度间波动系正常现象，全年看费用投入侧重于青花系列，汾享礼遇赋能下费效比有望逐步提升；管理费用率同比+0.61pcts，整体净利率同比-0.31pcts。

**现金流表现较好。**2024Q3经营性现金流净额35.05亿元/同比+67.2%，销售收现85.60亿元/同比+30.8%，现金流端表现好于收入端，主因1）中秋前后新包装青花20上市铺货，经销商提前进行打款；2）公司对大商增加全年任务，提前抢占明年春节渠道资金资源。截至9月底合同负债54.81亿元/环比减少2.51亿元（去年Q3环比减少5.81亿元），经营质量仍然较好。

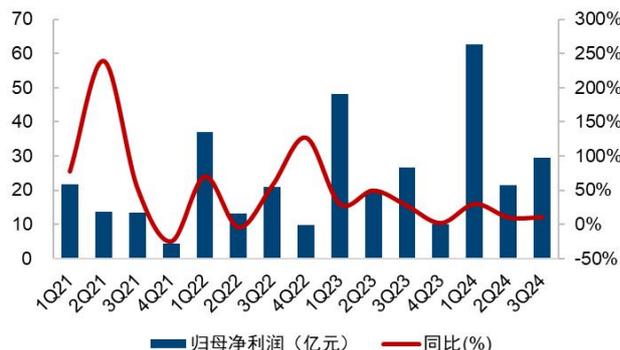
**盈利预测与投资建议：**短期看行业需求压力客观存在，省内市场作为压舱石、分担业绩增长压力，为省外市场组织、渠道、产品改革换取时间；长期看公司发展思路清晰，借助汾享礼遇模式专业化运营四个大单品，省外市场拓张有望逐步取得成效。需求压力下略下调此前预测，预计2024-2026年收入373.12/422.49/474.38亿元，同比+16.9%/+13.2%/+12.3%（前值为+20.5%/18.0%/+14.9%）；预计2024-2026年归母净利润124.63/143.44/163.89亿元，同比+19.4%/+15.1%/+14.3%（前值为+22.0%/+20.4%/+16.5%），当前股价对应2024/2025年19.3/16.8xPE，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



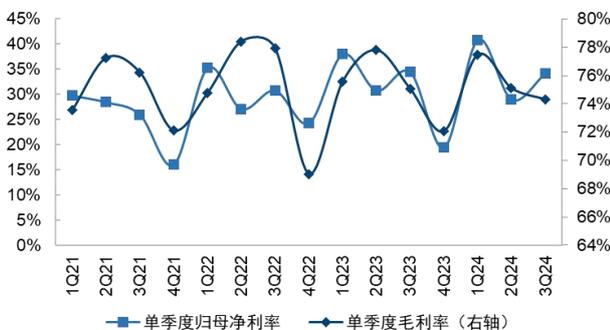
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



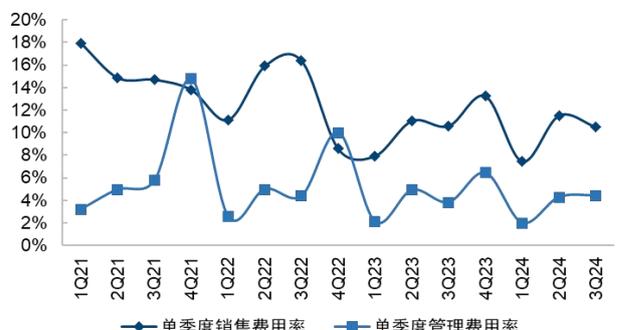
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 山西汾酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	31,928	38,463	45,392	37,312	42,249	-3.0%	-6.9%
收入同比增速%	21.8%	20.5%	18.0%	16.9%	13.2%	-3.6pcts	-4.79pcts
毛利率%	75.3%	74.8%	75.1%	74.4%	74.3%	-0.38pcts	-0.77pcts
销售费用率%	75.3%	9.4%	9.2%	9.1%	8.9%	-0.3pcts	-0.3pcts
管理费用率%	3.7%	3.5%	3.8%	3.2%	3.4%	-0.26pcts	-0.36pcts
归母净利润 (百万元)	10,438	12,735	15,331	12,463	14,344	-2.1%	-6.4%
归母净利润同比增速%	28.9%	22.0%	20.4%	19.4%	15.1%	-2.61pcts	-5.29pcts
净利率%	32.7%	33.1%	33.8%	33.4%	34.0%	0.29pcts	0.18pcts
EPS (元)	8.56	10.44	12.57	10.21	11.76	-2.1%	-6.4%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/10/30	2024/10/30	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,532	19,245	862.4	970.3	22.3	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	149	5,776	337.8	376.9	17.1	15.3		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	137	2,014	151.9	174.1	13.3	11.6		
<b>600809.SH</b>	<b>山西汾酒</b>	<b>优于大市</b>	<b>197</b>	<b>2,405</b>	<b>124.6</b>	<b>143.4</b>	<b>19.3</b>	<b>16.8</b>		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	85	1,275	102.3	108.3	12.5	11.8		
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	52	168	3.7	4.3	45.4	38.9		

600702.SH	舍得酒业	中性	64	212	10.9	11.9	19.4	17.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	186	985	58.5	71.7	16.8	13.7
603589.SH	口子窖	优于大市	39	235	18.3	20.1	12.9	11.7
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	61	488	28.4	34.3	17.2	14.2
603369.SH	今世缘	优于大市	44	551	38.0	45.9	14.5	12.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除山西汾酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

## 风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11201	3775	21990	29571	36470	<b>营业收入</b>	<b>26214</b>	<b>31928</b>	<b>37312</b>	<b>42249</b>	<b>47438</b>
应收款项	33	37	204	231	256	营业成本	6460	7884	9556	10844	12036
存货净额	9650	11573	13791	15554	17339	营业税金及附加	4602	5832	6729	7524	8438
其他流动资产	7259	19174	8999	10189	11441	销售费用	3404	3217	3395	3760	4080
<b>流动资产合计</b>	<b>29202</b>	<b>34608</b>	<b>45034</b>	<b>55596</b>	<b>65555</b>	管理费用	1214	1202	1244	1486	1663
固定资产	2480	2756	2675	3060	3575	研发费用	58	88	88	88	88
无形资产及其他	1076	1247	1235	1226	1221	财务费用	(37)	(8)	(250)	(516)	(660)
投资性房地产	3848	5392	5392	5392	5392	投资收益	330	499	100	100	100
长期股权投资	80	94	94	94	94	资产减值及公允价值变动	4	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>36686</b>	<b>44096</b>	<b>54430</b>	<b>65367</b>	<b>75837</b>	其他收入	(32)	(77)	(88)	(88)	(88)
短期借款及交易性金融负债	9	345	0	0	0	营业利润	10873	14224	16649	19162	21893
应付款项	2948	2893	3523	3974	4430	营业外净收支	3	(19)	0	0	0
其他流动负债	11890	11908	14466	16329	18133	<b>利润总额</b>	<b>10876</b>	<b>14205</b>	<b>16649</b>	<b>19162</b>	<b>21893</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>14846</b>	<b>15147</b>	<b>17989</b>	<b>20303</b>	<b>22563</b>	所得税费用	2719	3747	4162	4790	5473
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	61	20	24	28	31
其他长期负债	94	674	674	674	674	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8096</b>	<b>10438</b>	<b>12463</b>	<b>14344</b>	<b>16389</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>94</b>	<b>674</b>	<b>674</b>	<b>674</b>	<b>674</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>14941</b>	<b>15821</b>	<b>18663</b>	<b>20977</b>	<b>23237</b>	<b>净利润</b>	8096	10438	12463	14344	16389
少数股东权益	425	438	453	469	485	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	21321	27837	35315	43921	52115	折旧摊销	201	253	259	287	313
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36686</b>	<b>44096</b>	<b>54430</b>	<b>65367</b>	<b>75837</b>	公允价值变动损失	(4)	(0)	0	0	0
						财务费用	(37)	(8)	(250)	(516)	(660)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(5366)	(14842)	10976	(667)	(801)
每股收益	6.64	8.56	10.21	11.76	13.43	其它	44	13	14	17	16
每股红利	1.80	3.31	4.09	4.70	6.72	<b>经营活动现金流</b>	<b>2972</b>	<b>(4138)</b>	<b>23713</b>	<b>13980</b>	<b>15916</b>
每股净资产	17.48	22.82	28.94	36.00	42.71	资本开支	0	(502)	(167)	(662)	(823)
ROIC	52.5%	41.2%	46.7%	54.9%	56.9%	其它投资现金流	4971	1009	0	0	0
ROE	38.0%	37.5%	35.3%	32.7%	31.4%	<b>投资活动现金流</b>	<b>4967</b>	<b>494</b>	<b>(167)</b>	<b>(662)</b>	<b>(823)</b>
毛利率	75.36%	75.31%	74.39%	74.33%	74.63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	40%	43%	44%	44%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	44%	44%	45%	45%	支付股利、利息	(2196)	(4032)	(4985)	(5737)	(8194)
收入增长	31.3%	21.8%	16.9%	13.2%	12.3%	其它融资现金流	1509	4283	(345)	0	0
净利润增长率	52.4%	28.9%	19.4%	15.1%	14.3%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2884)</b>	<b>(3782)</b>	<b>(5330)</b>	<b>(5737)</b>	<b>(8194)</b>
资产负债率	42%	37%	35%	33%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>5055</b>	<b>(7426)</b>	<b>18215</b>	<b>7581</b>	<b>6899</b>
股息率	0.9%	1.7%	2.1%	2.4%	3.4%	货币资金的期初余额	6146	11201	3775	21990	29571
P/E	29.7	23.0	19.3	16.8	14.7	货币资金的期末余额	11201	3775	21990	29571	36470
P/B	11.3	8.6	6.8	5.5	4.6	企业自由现金流	0	(5000)	23293	12867	14539
EV/EBITDA	23.9	18.4	15.7	13.9	12.3	权益自由现金流	0	(717)	23135	13254	15034

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032