

2024年11月01日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

221

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2024/10/31)	200.90		
上证指数(2024/10/31)	3279.82		
股价 12 个月高/低	267.74/147.01		
总发行股数(百万)	1219.96		
A 股数(百万)	1219.96		
A 市值(亿元)	2450.91		
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)	27.76		
股价/账面净值	7.24		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	11.1	13.5	-16.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-11-01	154.15	区间操作
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

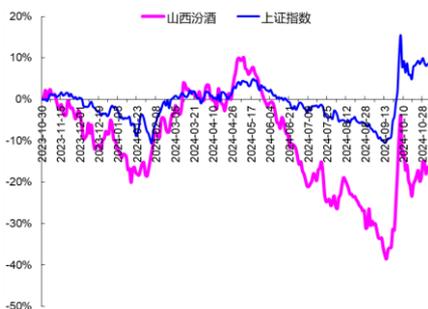
产品组合

中高价酒	72.4%
其他酒类	27.6%

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



山西汾酒(600809.SH)

TRADING BUY 区间操作

Q3 稳健, 腰部产品支撑加强

结论与建议:

业绩概要:

2024 年前三季度, 公司实现营收 313.6 亿, 同比增 17.3%, 录得归母净利润 113.5 亿, 同比增 20.3%; 3Q 单季度实现营收 86.1 亿, 同比增 11.4%, 录得归母净利润 29.4 亿, 同比增 10.4%。业绩符合预期。

点评:

- 腰部及玻汾支撑效果加强。拆分收入看, Q3 青花有所放量, 中高价酒营收增速较 Q2 回升 (Q2YOY+1.5%), 实现营收 61.9 亿, 同比增 6.7%, 我们估计腰部产品、玻汾维持较强的支撑效果; 低价白酒实现收入 24 亿, 同比增 25.6%。区域看, 省内实现收入 35 亿, 同比增 12%, 省外实现收入 50.9 亿, 同比增 11%。受产品结构变化影响, 3Q 毛利率同比下降 0.7pct 至 74.3%。
- 费率小幅上升, 销售费用率平稳。3Q 期间费用率同比上升 0.78pct 至 15.38%, 其中, 销售费用率较稳定, 同比下降 0.07pct, 管理费用率同比上升 0.61pct, 研发费用率同比上升 0.36pct, 财务费用率同比下降 0.11pct。
- 现金流表现亮眼。前三季度经营活动现金净流入 114.3 亿, 同比增 56.6%, 其中 3Q 净流入 35 亿, 同比增 67%, 主要由于报告期销售商品收到的现金增加, 以及银行承兑汇票贴现收回的现金增加。
- 三季度末合同负债余额 54.8 亿, 同比增 6%, 环比下降 4.4%, 表现较平稳, 回款进度在 90%左右, 考虑 Q4 基期不高, 业绩有望环比提速。略下调盈利预测, 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 126.7 亿、145.5 亿和 166.7 亿 (原预测为 129.4 亿、154 亿和 182.2 亿), 分别同比增 21.4%、14.9%和 14.6%, EPS 分别为 10.38 元、11.93 元和 13.67 元, 当前股价对应 PE 分别为 19 倍、17 倍和 15 倍, 维持“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

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	12667	14551	16671
同比增减	%	72.56	52.36	28.93	21.36	14.87	14.57
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.37	6.65	8.56	10.38	11.93	13.67
同比增减	%	23.22	51.99	28.78	21.26	14.87	14.57
市盈率(P/E)	X	46	30	23	19	17	15
股利 (DPS)	RMB 元	1.80	3.32	4.37	5.19	5.96	6.83
股息率 (Yield)	%	0.90	1.65	2.18	2.58	2.97	3.40

【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	37822	44179	50228
经营成本	5011	6460	7884	9285	10909	12390
营业税金及附加	3730	4602	5832	6542	7641	8688
销售费用	3160	3404	3217	3748	4685	5183
管理费用	1167	1214	1202	1422	1661	1889
财务费用	-33	-37	-8	-18	-21	-24
资产减值损失		0		0	0	0
投资收益	72	330	499	298	300	357
营业利润	7029	10873	14224	17016	19450	22283
营业外收入	71	6	5	4	4	4
营业外支出	10	3	24	15	16	16
利润总额	7091	10876	14205	17006	19439	22272
所得税	1701	2719	3747	4314	4860	5568
少数股东损益	76	61	20	24	29	32
归属于母公司所有者的净利润	5314	8096	10438	12667	14551	16671

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	3397	4722	6731
应收账款	1	1	0	0	0	0
存货	8189	9650	11573	13540	15571	17439
流动资产合计	25286	29202	34608	40145	47371	56845
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	50867	59165	69583
流动负债合计	14265	14846	15147	15764	16693	18670
非流动负债合计	103	94	674	472	543	624
负债合计	14368	14941	15821	16236	17236	19294
少数股东权益	364	425	438	460	483	507
股东权益合计	15223	21321	27837	34171	41446	49782
负债及股东权益合计	29955	36686	44096	50867	59165	69583

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	11347	14137	16575
投资活动产生的现金流量净额	-4837	-2894	-10220	-6,808	-6,627	-7,032
筹资活动产生的现金流量净额	-183	-2208	-4432	-4,917	-6,185	-7,534
现金及现金等价物净增加额	2625	5209	-7426	-378	1325	2009

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使用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及意见可能会或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；@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；@。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。