

山西汾酒 (600809.SH)
白酒 II

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月01日

评级： 买入（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

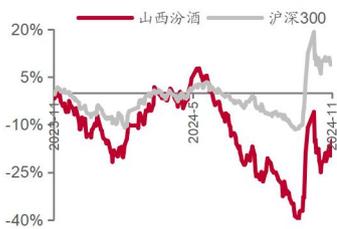
执业证书编号：S0740524010001

Email: zhaoxp02@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,219.96
流通股本(百万股)	1,219.96
市价(元)	208.76
市值(百万元)	254,679.73
流通市值(百万元)	254,679.73

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《山西汾酒：利润相对承压，增长韧性仍足》2024-08-30
- 《山西汾酒：业绩符合预期，持续成长的清香龙头》2024-04-26
- 《山西汾酒：增长势能仍在，估值性价比突出》2023-12-25

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	36,907	41,777	47,079
增长率 yoy%	31%	22%	16%	13%	13%
归母净利润(百万元)	8,096	10,438	12,184	14,011	15,989
增长率 yoy%	52%	29%	17%	15%	14%
每股收益(元)	6.64	8.56	9.99	11.48	13.11
每股现金流量	8.45	5.92	6.63	19.02	3.08
净资产收益率	37%	37%	35%	32%	29%
P/E	31.5	24.4	20.9	18.2	15.9
P/B	11.9	9.1	7.3	5.9	4.7

备注：股价截止自2024年11月01日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件：山西汾酒发布2024年三季报，前三季度实现营业总收入313.58亿元，同增17.25%；实现归母净利润113.50亿元，同增20.34%。**
- 业绩符合预期，前三季度回款质量较高。**汾酒3Q24实现营业总收入86.11亿元，同比+11.35%；实现归母净利润29.40亿元，同比+10.36%，符合市场预期。销售收现和合同负债表现上，3Q24较上一季度有了比较明显的改善。综合考虑前三季度的回款来看，1Q24-3Q24累计收现同增24.34%，累计营业收入+△合同负债同增19.20%，略高于期间收入增速，反映公司增长质量较高。
- 3Q24毛利率略降，费用率相对稳定。**1Q24-3Q24期间毛利率同比+0.10pct至76.03%，其中3Q24单季度毛利率同比-0.75pct至74.29%；1Q24-3Q24期间归母净利率同比+0.93pct至36.20%，其中3Q24单季度归母净利率同比-0.31pct至34.14%。首先看毛利率，1Q24-3Q24中高价酒类实现营收226.14亿元，同比+14.26%；其他酒类实现营收86.38亿元，同比+26.87%；其中3Q24中高价酒类实现营收61.88亿元，同比+6.73%；其他酒类实现营收24.05亿元，同比+25.62%，更低价格带的产品增速更快拖累整体毛利率。3Q24销售费用率同比保持稳定，管理费用率同比+0.97pct至4.97%，税金及附加占收入比例同比-1.40pct至14.62%。
- 省内持续稳定增长，为省外调整提供空间。**3Q24末经销商数量较1H24末增加172家，在行业弱势环境下持续全国化招商更凸显汾酒独特清香龙头+老名酒品牌逻辑，汾酒四大单品（玻汾、老白汾+巴拿马、青花20、青花30）运作趋于专业化、独立化、全国化，预计未来仍将处于招商拓点的进程中。1Q24-3Q24省内实现营收119.00亿元，同比+11.58%；省外实现营收193.53亿元，同比+21.44%。3Q24省内实现营收35.06亿元，同比+12.12%；省外实现营收50.87亿元，同比+10.95%。三季度省外市场控速调整、整顿渠道、理清汾享礼遇分类体系，有助于在量价均衡的前提下实现长期稳健增长。清香型目前较浓香、酱香仍偏小众，具有较强的扩容潜力。
- 盈利预测及投资建议：**考虑到3Q24白酒行业普遍降速，以及需求侧的反转仍需要时间，我们调整盈利预测，预计公司2024-2026年营业总收入分别为369.07、417.77、470.79亿元（2024-2026年原值为383.33、434.68、483.99亿元），同比增长16%、13%、13%；净利润分别为121.84、140.11、159.89亿元（2024-2026年原值为126.09、142.84、159.22亿元），同比增长17%、15%、14%，对应EPS为9.99、11.48、13.11元（2024-2026年原值为10.33、11.71、13.05元），对应PE分别为21、18、16倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**全球疫情持续扩散；次高端竞争加剧；食品安全问题；研报使用信息更新不及时。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,775	6,218	24,083	22,729	营业收入	31,928	36,907	41,777	47,079
应收票据	0	0	0	0	营业成本	7,884	9,142	10,404	11,597
应收账款	0	2	2	1	税金及附加	5,832	6,743	7,633	8,601
预付账款	114	206	199	217	销售费用	3,217	3,506	3,927	4,331
存货	11,573	14,233	3,578	14,097	管理费用	1,202	1,255	1,379	1,507
合同资产	0	0	0	0	研发费用	88	102	115	130
其他流动资产	19,147	22,125	25,037	28,208	财务费用	-8	-119	-368	-453
流动资产合计	34,608	42,783	52,899	65,252	信用减值损失	-3	5	5	5
其他长期投资	14	14	14	14	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	94	94	94	94	公允价值变动收益	0	2	2	1
固定资产	1,926	2,121	2,354	2,621	投资收益	499	300	377	392
在建工程	829	929	929	829	其他收益	15	15	15	15
无形资产	1,247	1,442	1,714	1,854	营业利润	14,224	16,600	19,086	21,779
其他非流动资产	5,377	5,376	5,374	5,374	营业外收入	5	5	5	5
非流动资产合计	9,488	9,977	10,479	10,786	营业外支出	24	24	24	24
资产合计	44,096	52,760	63,379	76,038	利润总额	14,205	16,581	19,067	21,760
短期借款	0	97	226	335	所得税	3,746	4,373	5,029	5,739
应付票据	614	712	810	903	净利润	10,459	12,208	14,038	16,021
应付账款	2,279	2,643	3,038	3,422	少数股东损益	20	24	27	31
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	10,438	12,184	14,011	15,989
合同负债	7,029	8,125	9,197	10,365	NOPLAT	10,453	12,120	13,767	15,687
其他应付款	952	952	952	952	EPS (摊薄)	8.56	9.99	11.48	13.11
一年内到期的非流动负债	345	345	345	345					
其他流动负债	3,928	4,056	4,272	4,489	主要财务比率				
流动负债合计	15,147	16,929	18,840	20,810	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	21.8%	15.6%	13.2%	12.7%
其他非流动负债	674	674	674	674	EBIT 增长率	31.0%	16.0%	13.6%	13.9%
非流动负债合计	674	674	674	674	归母公司净利润增长率	28.9%	16.7%	15.0%	14.1%
负债合计	15,821	17,603	19,515	21,484	获利能力				
归属母公司所有者权益	27,837	34,695	43,375	54,033	毛利率	75.3%	75.2%	75.1%	75.4%
少数股东权益	438	462	489	521	净利率	32.8%	33.1%	33.6%	34.0%
所有者权益合计	28,275	35,157	43,864	54,553	ROE	36.9%	34.7%	31.9%	29.3%
负债和股东权益	44,096	52,760	63,379	76,038	ROIC	59.8%	53.6%	47.3%	42.3%
					偿债能力				
					资产负债率	35.9%	33.4%	30.8%	28.3%
					债务权益比	3.6%	3.2%	2.8%	2.5%
					流动比率	2.3	2.5	2.8	3.1
					速动比率	1.5	1.7	2.6	2.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6
					应收账款周转天数	0	0	0	0
					应付账款周转天数	104	97	98	100
					存货周转天数	485	508	308	274
					每股指标 (元)				
					每股收益	8.56	9.99	11.48	13.11
					每股经营现金流	5.92	6.63	19.02	3.08
					每股净资产	22.82	28.44	35.55	44.29
					估值比率				
					P/E	24	21	18	16
					P/B	9	7	6	5
					EV/EBITDA	21	18	16	14

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,225	8,085	23,204	3,761
现金收益	10,704	12,429	14,051	16,001
存货影响	-1,923	-2,661	10,656	-10,519
经营性应收影响	20	-94	7	-17
经营性应付影响	-904	462	494	476
其他影响	-671	-2,050	-2,004	-2,180
投资活动现金流	-10,220	-527	-505	-347
资本支出	-699	-830	-885	-741
股权投资	-14	0	0	0
其他长期资产变化	-9,507	303	380	394
融资活动现金流	-4,432	-5,115	-4,833	-4,769
借款增加	337	97	129	109
股利及利息支付	-4,032	-6,174	-7,140	-8,131
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-737	962	2,178	3,253

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。