

非金融公司|公司点评|山西汾酒（600809）

三季度报点评：经营稳健，行稳致远



报告要点

公司发布 2024 年三季度报告，2024Q3 公司实现营业总收入 86.11 亿元，同比+11.35%；归母净利润 29.40 亿元，同比+10.36%，收入利润符合我们此前预期。2024Q3 中高价酒类环比 Q2 提速，我们预计或主因青花 20 环比 Q2 放量以及老白汾升级焕新，其他酒类中玻汾 Q3 放量增长较快。考虑到公司品类与产品矩阵优势明显，全国化延续推进，维持“买入”评级。

分析师及联系人



邓周贵

SAC: S0590524040005



徐锡联

SAC: S0590524040004



刘景瑜

SAC: S0590524030005



吴雪枫

山西汾酒(600809)

三季报点评：经营稳健，行稳致远

行业：食品饮料/白酒 II
投资评级：买入（维持）
当前价格：197.10 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,220/1,220
流通 A 股市值(百万元) 240,454.95
每股净资产(元) 27.76
资产负债率(%) 31.01
一年内最高/最低(元) 273.68/147.01

股价相对走势



相关报告

- 《山西汾酒(600809)：2024年半年报点评：淡季调结构去库存，锚定全年目标推进》2024.08.28
- 《山西汾酒(600809)：年报及一季报点评：青花系列高增，现金流表现亮眼》2024.04.27



扫码查看更多

事件

公司发布 2024 年三季度报告，前三季度公司实现营业总收入收入 313.58 亿元，同比+17.25%；归母净利润 113.50 亿元，同比+20.34%。

收入利润符合预期，销售收现增速快于收入

2024Q3 公司实现营业总收入 86.11 亿元，同比+11.35%；归母净利润 29.40 亿元，同比+10.36%，收入利润符合我们此前预期。2024Q3 收入+Δ 合同负债 83.60 亿元，同比+16.89%。2024Q3 销售收现 85.60 亿元，同比+30.77%，销售收现增速快于收入，报表质量较高。

中高价酒类环比提速，其他酒类延续高增

分产品看，2024Q3 中高价酒类/其他酒类分别实现收入 61.88/24.05 亿元，分别同比增长 6.73%/25.62%，前三季度中高价酒类/其他酒类分别同比增长 14.26%/26.87%。Q3 中高价酒类环比 Q2 提速，我们预计或主因青花 20 环比 Q2 放量以及老白汾升级焕新，其他酒类中玻汾 Q3 放量增长较快。分区域看，2024Q3 省内/省外分别实现收入 35.06/50.87 亿元，分别同比增长 12.12%/10.95%。前三季度省内/省外分别实现收入 119.00/193.53 亿元，分别同比增长 11.58%/21.44%。

毛利率基本平稳，管理费用率拖累盈利水平

2024Q3 公司毛利率 74.29%，同比-0.75pct，我们预计或主要受产品结构变化的影响。2024Q3 公司销售费用率/管理费用率/营业税金及附加比率分别为 10.54%/4.43%/14.62%，分别同比-0.07/+0.61/-1.40pct。管理费用率对净利率有所拖累，2024Q3 归母净利率为 34.14%，同比-0.31pct。

全国化延续推进，维持“买入”评级

考虑到行业需求较为疲弱，公司或主动控量与调整发货节奏，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别 369.46/407.23/439.88 亿元，分别同比增长 15.72%/10.22%/8.02%，归母净利润分别为 124.46/137.34/149.04 亿元，分别同比增长 19.24%/10.34%/8.52%，对应 CAGR 为 12.61%，对应 2024-2026 年 PE 估值分别为 19/18/16X。考虑到公司品类与产品矩阵优势明显，全国化延续推进，维持“买入”评级。

风险提示：白酒消费力不及预期，行业竞争加剧，宏观经济不达预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26214	31928	36946	40723	43988
增长率(%)	31.26%	21.80%	15.72%	10.22%	8.02%
EBITDA(百万元)	11040	14451	17453	19212	20827
归母净利润(百万元)	8096	10438	12446	13734	14904
增长率(%)	52.36%	28.93%	19.24%	10.34%	8.52%
EPS(元/股)	6.64	8.56	10.20	11.26	12.22
市盈率(P/E)	29.7	23.0	19.3	17.5	16.1
市净率(P/B)	11.3	8.6	7.0	5.8	4.9
EV/EBITDA	30.7	19.5	12.9	11.4	10.1

数据来源：公司公告、iFIND、国联证券研究所预测；股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

风险提示

(1) 白酒消费力不及预期：若白酒需求与消费不达预期，可能导致公司业绩表现不达预期。

(2) 行业竞争加剧：白酒行业已步入存量时代，若行业竞争加剧，可能影响公司收入及盈利水平。

(3) 宏观经济不达预期的风险：若宏观经济不达预期，可能导致整体消费偏弱、公司业绩表现不达预期。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E			
货币资金	11201	3775	20066	27243	35161	营业收入	26214	31928	36946	40723	43988	营业成本	6460	7884	8758	9314	9836			
应收账款+票据	1013	1601	3815	4205	4542	营业税金及附加	4602	5832	6748	7438	8035	营业费用	3404	3217	3621	4317	4707			
预付账款	133	114	207	228	246	管理费用	1272	1290	1420	1570	1783	财务费用	-37	-8	-19	-65	-97			
存货	9650	11573	13417	14269	15069	资产减值损失	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	0	0	0	0			
其他	7205	17546	9899	10905	11776	投资净收益	330	499	300	300	300	其他	27	12	21	22	22			
流动资产合计	29202	34608	47403	56850	66793	营业利润	10873	14224	16738	18471	20047	营业外净收益	3	-19	15	15	15			
长期股权投资	80	94	99	104	109	利润总额	10876	14205	16753	18486	20062	所得税	2719	3747	4209	4644	5040			
固定资产	2147	2799	2730	2593	2386	净利润	8157	10459	12545	13842	15022	少数股东损益	61	20	99	109	118			
在建工程	355	829	691	553	415	归属于母公司净利润	8096	10438	12446	13734	14904									
无形资产	1076	1247	1047	854	658															
其他非流动资产	3826	4519	4527	4525	4523															
非流动资产合计	7484	9488	9094	8629	8091															
资产总计	36686	44096	56498	65479	74884															
短期借款	0	0	0	0	0															
应付账款+票据	2948	2893	4042	4299	4540															
其他	11898	12254	16986	18503	19836															
流动负债合计	14846	15147	21028	22802	24376															
长期带息负债	7	534	419	304	190															
长期应付款	0	0	0	0	0															
其他	87	140	140	140	140															
非流动负债合计	94	674	559	445	330															
负债合计	14941	15821	21587	23246	24706															
少数股东权益	425	438	537	645	763															
股本	1220	1220	1220	1220	1220															
资本公积	592	704	704	704	704															
留存收益	19509	25913	32450	39663	47491															
股东权益合计	21746	28275	34911	42232	50178															
负债和股东权益总计	36686	44096	56498	65479	74884															

现金流量表						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	8157	10459	12545	13842	15022	成长能力					
折旧摊销	201	253	719	791	863	营业收入	31.26%	21.80%	15.72%	10.22%	8.02%
财务费用	-37	-8	-19	-65	-97	EBIT	53.59%	30.98%	17.87%	10.08%	8.38%
存货减少(增加为“-”)	-1461	-1923	-1845	-852	-800	EBITDA	52.74%	30.89%	20.78%	10.07%	8.41%
营运资金变动	2650	-2882	9377	-496	-452	归属于母公司净利润	52.36%	28.93%	19.24%	10.34%	8.52%
其它	785	975	1626	634	581	获利能力					
经营活动现金流	10297	6874	22404	13853	15118	毛利率	75.36%	75.31%	76.29%	77.13%	77.64%
资本支出	-825	-432	-320	-320	-320	净利率	31.12%	32.76%	33.95%	33.99%	34.15%
长期投资	-2433	-10094	0	0	0	ROE	37.97%	37.50%	36.21%	33.02%	30.16%
其他	365	306	213	213	213	ROIC	150.16%	86.52%	44.45%	72.94%	77.39%
投资活动现金流	-2894	-10220	-107	-107	-107	偿债能力					
债权融资	-9	526	-115	-115	-114	资产负债率	40.73%	35.88%	38.21%	35.50%	32.99%
股权融资	0	0	0	0	0	流动比率	2.0	2.3	2.3	2.5	2.7
其他	-2199	-4958	-5891	-6455	-6979	速动比率	0.9	0.4	1.1	1.4	1.6
筹资活动现金流	-2208	-4432	-6005	-6570	-7093	营运能力					
现金净增加额	5196	-7777	16292	7177	7918	应收账款周转率	25.9	19.9	9.7	9.7	9.7
						存货周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	6.6	8.6	10.2	11.3	12.2
						每股经营现金流	8.4	5.6	18.4	11.4	12.4
						每股净资产	17.5	22.8	28.2	34.1	40.5
						估值比率					
						市盈率	29.7	23.0	19.3	17.5	16.1
						市净率	11.3	8.6	7.0	5.8	4.9
						EV/EBITDA	30.7	19.5	12.9	11.4	10.1
						EV/EBIT	31.2	19.8	13.4	11.8	10.5

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼