

白酒

山西汾酒（600809.SH）

买入-A(维持)

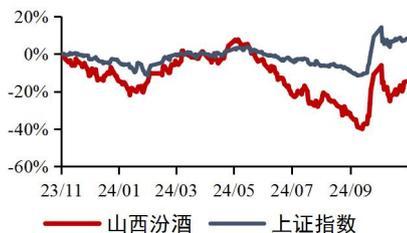
事件点评

业绩符合预期，经营韧性凸显

2024年11月4日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年11月4日

收盘价(元)：	209.90
年内最高/最低(元)：	273.68/147.01
流通A股/总股本(亿)：	12.20/12.20
流通A股市值(亿)：	2,560.70
总市值(亿)：	2,560.70

基础数据：2024年9月30日

基本每股收益(元)：	9.30
摊薄每股收益(元)：	9.30
每股净资产(元)：	28.13
净资产收益率(%)：	33.11

资料来源：最闻

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

➢ 事件：公司发布公告，前三季度营业收入 313.58 亿元，同比增长 17.25%；归母净利润 113.50 亿元，同比增长 20.34%。

事件点评

➢ 省内稳健增长，青花系列环比提速。2024 年前三季度实现营业收入 313.58 亿元，同比+17.25%；归母净利润为 113.50 亿元，同比+20.34%，其中单 Q3 收入 86.11 亿元，同比+11.35%，归母净利润 29.40 亿元，同比+10.36%，环比降速，主要在于整体白酒行业动销走弱，业绩符合市场预期。具体来看：1) 分产品，24 年前三季度中高价酒类/其他酒分别实现营收 226.14/86.38 亿（同比+14.26%/+26.87%）；2024Q3 中高价酒类/其他酒分别实现营收 61.87/24.05 亿元/（同比+6.73%/+25.62%）；预计 2024 前三季度青花系列略低于平均增速；腰部产品（巴拿马、老白汾）预计 20%左右增长；玻汾系列预计 20%+增长，其中三季度对青花系列、尤其是青 20 和青 25 做了市场推广和活动，青花系列环比提速。2) 分区域看，三季度省内稳健增长，省外环比降速。2024 年前三季度省内/省外营收分别为 119/193.53 亿元，分别同比+11.58%/+21.44%，24Q3 省内/省外市场分别实现收入 35.06/50.87 亿元，同比+12.13%/+10.96%。

➢ 盈利保持平稳，现金流表现亮眼。公司 2024 前三季度净利率为 36.23%，同比+0.89pct，单 Q3 净利率为 34.11%，同比-0.29pct，盈利能力整体保持平稳。具体来看：1) 公司前三季度毛利率为 76.03%，同比+0.09pct，单 Q3 毛利率为 74.29%，同比-0.75pct，主要在于产品结构下移；2) 前三季度销售期间费用率为 12.75%，同比-0.15pct，其中销售费用率/管理费用率为 9.27%/3.20%，同比-0.19/-0.05pct；24Q3 销售费用率/管理费用率为 10.54%/4.43%，同比-0.07/+0.61pct；3) 现金流方面，公司前三季度销售收现/经营现金流净额分别为 301.55/114.35 亿元，同比+24.34%/+56.56%；截至 24Q3 末，公司合同负债为 54.81 亿元，同比增长 3.08 亿元，现金流表现靓丽。

➢ 主动调节季度间和产品结构节奏，渠道保持良性。公司产品线丰富，玻汾、腰部产品（老白汾、巴拿马）、青花 20、青花 30 组合产品四轮驱动，根据经济环境变化、公司目标、渠道健康度等，公司主动调控产品系列季度间的节奏，目前渠道指标保持相对健康。整体看，汾酒具有多个强势大产品，抗风险能力强、渠道利润互为补充，因此，公司通过产品轮动和区域轮动，





基本盘稳固逻辑持续演绎。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司掌握战略主动，策略灵活，名酒势能、清香势能、产品线势能三大势能加持，有望持续稳健增长。未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率有望不断提高。预计2024-2026年公司归母净利润126.53亿、149.17亿、182.79亿，EPS分别为10.37元、12.23元、14.98元，对应当前股价，PE分别为20.2倍、17.2倍、14.0倍。维持“买入-A”评级。

风险提示：商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,088	44,272	53,043
YoY(%)	31.3	21.8	19.3	16.2	19.8
净利润(百万元)	8,096	10,438	12,653	14,917	18,279
YoY(%)	52.4	28.9	21.2	17.9	22.5
毛利率(%)	75.4	75.3	75.7	75.3	75.3
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.37	12.23	14.98
ROE(%)	37.5	37.0	35.7	31.5	29.4
P/E(倍)	31.6	24.5	20.2	17.2	14.0
P/B(倍)	12.0	9.2	7.3	5.4	4.1
净利率(%)	30.9	32.7	33.2	33.7	34.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29202	34608	45612	57093	77016
现金	11201	3775	12914	21649	38415
应收票据及应收账款	1	0	1	0	1
预付账款	133	114	180	161	248
存货	9650	11573	13361	16123	19177
其他流动资产	8218	19147	19156	19160	19175
非流动资产	7484	9488	10298	11007	11919
长期投资	80	94	111	130	150
固定资产	2125	1926	2585	3133	3812
无形资产	1076	1247	1418	1606	1829
其他非流动资产	4203	6221	6184	6138	6128
资产总计	36686	44096	55909	68100	88935
流动负债	14846	15147	19525	19633	25700
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2948	2893	3970	4146	5571
其他流动负债	11898	12254	15555	15487	20129
非流动负债	94	674	674	674	674
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	94	674	674	674	674
负债合计	14941	15821	20199	20307	26374
少数股东权益	425	438	551	673	794
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	592	704	704	704	704
留存收益	19399	25787	33827	42118	52101
归属母公司股东权益	21321	27837	35159	47121	61767
负债和股东权益	36686	44096	55909	68100	88935

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10310	7225	15716	12318	20775
净利润	8157	10459	12766	15039	18401
折旧摊销	201	253	210	276	348
财务费用	-37	-8	-60	-297	-636
投资损失	-330	-499	-34	-35	-224
营运资金变动	2650	-2882	2859	-2639	2911
其他经营现金流	-332	-98	-25	-25	-25
投资活动现金流	-2894	-10220	-961	-925	-1011
筹资活动现金流	-2208	-4432	-5616	-2658	-2997
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.64	8.56	10.37	12.23	14.98
每股经营现金流(最新摊薄)	8.45	5.92	12.88	10.10	17.03
每股净资产(最新摊薄)	17.48	22.82	28.82	38.62	50.63

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26214	31928	38088	44272	53043
营业成本	6460	7884	9263	10954	13115
营业税金及附加	4602	5832	6704	7792	9336
营业费用	3404	3217	3656	4206	4933
管理费用	1214	1202	1352	1527	1777
研发费用	58	88	114	53	64
财务费用	-37	-8	-60	-297	-636
资产减值损失	17	-3	4	4	5
公允价值变动收益	3	0	25	25	25
投资净收益	330	499	34	35	224
营业利润	10873	14224	17113	20092	24699
营业外收入	6	5	22	26	15
营业外支出	3	24	10	12	12
利润总额	10876	14205	17125	20107	24702
所得税	2719	3747	4359	5068	6301
税后利润	8157	10459	12766	15039	18401
少数股东损益	61	20	113	122	121
归属母公司净利润	8096	10438	12653	14917	18279
EBITDA	10741	14345	17084	19864	24149

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	31.3	21.8	19.3	16.2	19.8
营业利润(%)	54.7	30.8	20.3	17.4	22.9
归属于母公司净利润(%)	52.4	28.9	21.2	17.9	22.5
获利能力					
毛利率(%)	75.4	75.3	75.7	75.3	75.3
净利率(%)	30.9	32.7	33.2	33.7	34.5
ROE(%)	37.5	37.0	35.7	31.5	29.4
ROIC(%)	37.0	36.0	35.1	30.7	28.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	35.9	36.1	29.8	29.7
流动比率	2.0	2.3	2.3	2.9	3.0
速动比率	0.8	0.3	0.7	1.1	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	29182.9	82505.9	82505.9	82505.9	82505.9
应付账款周转率	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
估值比率					
P/E	31.6	24.5	20.2	17.2	14.0
P/B	12.0	9.2	7.3	5.4	4.1
EV/EBITDA	22.7	17.7	14.3	11.9	9.1

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

