

白酒

山西汾酒（600809.SH）

买入-A(维持)

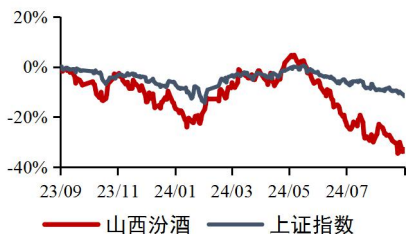
事件点评

短期季度间结构调整，看好可持续增长

2024年9月5日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年9月4日

收盘价(元)：	167.59
年内最高/最低(元)：	273.68/158.18
流通A股/总股本(亿股)：	12.20/12.20
流通A股市值(亿元)：	2,044.54
总市值(亿元)：	2,044.54

基础数据：2024年6月30日

基本每股收益(元)：	6.89
摊薄每股收益(元)：	6.89
每股净资产(元)：	25.72
净资产收益率(%)：	26.85

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：公司发布半年报，2024年上半年实现营业收入227.46亿元，同比增长19.65%；归母净利润为84.10亿元，同比增长24.27%。

事件点评

➤ **2024H1业绩稳健增长，Q2青花控货影响利润。**2024年上半年实现营业收入227.46亿元，同比+19.65%；归母净利润为84.10亿元，同比+24.27%，业绩稳健增长，其中单Q2收入74.08亿元，同比+17.06%，归母净利润21.47亿元，同比+10.23%，利润略低于预期，主要在于公司主动调控，青花系列控货，玻汾和腰部产品（老白汾、巴拿马）贡献主要增量。具体来看：1）分产品，24H1中高价酒类/其他酒分别实现营收164.27/62.33亿（同比+17.38%/+27.36%）；2024Q2中高价酒类/其他酒分别实现营收45.67/27.96亿元（同比+1.51%/+58.33%）；预计2024H1青花系列略低于平均增速；腰部巴拿马、老白汾30%左右增长；玻汾系列预计20%+增长。2）分区域看，省外稳健发展。2024H1省内/省外营收分别为83.94/142.66亿元，分别同比+11.36%/+25.68%，24Q2省内/省外市场分别实现收入27.97/45.66亿元，同比+11.20%/+21.78%。

➤ **渠道模式和组织重塑带来竞争力提高。**之前市场担心公司汾享礼遇渠道改革推进过程中可能会影响渠道利润和经销商、终端的积极性，三季度公司积极优化流程，提高效率，缩短费用兑现周期，目前推进情况环比改善。此外，对于最近营销端组织人员变动，符合之前预期，第一，这不是常态化调整，这是国企轮岗管理的要求；第二，经过一年多磨合，稳定地、逐步地在调整；第三，目前工作积极性比较高，为公司的发展注入动力。我们认为今年是完成渠道模式切换和大区营销负责人部分变动，25-26年进入到组织效率提升驱动阶段。总之，公司围绕“文化重塑、组织重塑、竞争力重塑”三个层面，提高汾酒营销的综合竞争力。

➤ **调节季度间各个产品结构的进度，四轮驱动稳健可持续增长。**2024年公司总基调是市场健康、结构不调整、任务目标不变。把长期的、可持续的、稳健增长放在第一位。1）经营目标方面，全年营收20%左右的目标不变，回款发货节奏正常；2）经营节奏方面，公司产品线丰富，玻汾、腰部（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，导致市场担心汾酒的需求发生了变化、产品结构下移、利润承压等。3）展望3季度，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



高端产品仍面临压力，青花 20 作为增量支撑，老白汾省外市场布局。整体看，目前汾酒产品线丰富，也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：**短期看，公司二季度阶段性对青花系列控货，盈利能力承压。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，有望实现年度 20% 的营收目标。因此，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 128.22 亿、158.84 亿、194.32 亿，EPS 分别为 10.51 元、13.02 元、15.93 元，对应当前股价，PE 分别为 15.9 倍、12.9 倍、10.5 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	38,714	46,656	56,021
YoY(%)	31.3	21.8	21.3	20.5	20.1
净利润(百万元)	8,096	10,438	12,822	15,884	19,432
YoY(%)	52.4	28.9	22.8	23.9	22.3
毛利率(%)	75.4	75.3	76.1	76.3	76.3
EPS(摊薄/元)	6.64	8.56	10.51	13.02	15.93
ROE(%)	37.5	37.0	36.1	32.7	30.2
P/E(倍)	25.3	19.6	15.9	12.9	10.5
P/B(倍)	9.6	7.3	5.8	4.2	3.2
净利率(%)	30.9	32.7	33.1	34.0	34.7

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
<b>流动资产</b>	29202	34608	45703	58298	79095
现金	11201	3775	12999	22518	40392
应收票据及应收账款	1	0	1	0	1
预付账款	133	114	185	175	257
存货	9650	11573	13361	16440	19267
其他流动资产	8218	19147	19157	19164	19177
<b>非流动资产</b>	7484	9488	10376	11285	12242
长期投资	80	94	111	130	150
固定资产	2125	1926	2650	3368	4090
无形资产	1076	1247	1418	1606	1829
其他非流动资产	4203	6221	6197	6181	6172
<b>资产总计</b>	36686	44096	56079	69582	91336
<b>流动负债</b>	14846	15147	19525	19970	25796
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2948	2893	3970	4233	5596
其他流动负债	11898	12254	15555	15737	20200
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	14941	15821	20199	20644	26470
少数股东权益	425	438	552	682	811
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	592	704	704	704	704
留存收益	19399	25787	33934	42763	53375
归属母公司股东权益	21321	27837	35327	48256	64055
<b>负债和股东权益</b>	36686	44096	56079	69582	91336

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	10310	7225	15884	13311	21920
净利润	8157	10459	12936	16014	19561
折旧摊销	201	253	212	287	369
财务费用	-37	-8	-58	-299	-664
投资损失	-330	-499	-34	-35	-224
营运资金变动	2650	-2882	2853	-2631	2903
其他经营现金流	-332	-98	-25	-25	-25
<b>投资活动现金流</b>	-2894	-10220	-1042	-1136	-1077
<b>筹资活动现金流</b>	-2208	-4432	-5618	-2656	-2970
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	6.64	8.56	10.51	13.02	15.93
每股经营现金流(最新摊薄)	8.45	5.92	13.02	10.91	17.97
每股净资产(最新摊薄)	17.48	22.82	28.96	39.56	52.51

**利润表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	26214	31928	38714	46656	56021
营业成本	6460	7884	9263	11072	13266
营业税金及附加	4602	5832	6814	8211	9860
营业费用	3404	3217	3988	4666	5602
管理费用	1214	1202	1374	1610	1877
研发费用	58	88	46	56	67
财务费用	-37	-8	-58	-299	-664
资产减值损失	17	-3	4	5	6
公允价值变动收益	3	0	25	25	25
投资净收益	330	499	34	35	224
<b>营业利润</b>	10873	14224	17341	21396	26257
营业外收入	6	5	22	26	15
营业外支出	3	24	10	12	12
<b>利润总额</b>	10876	14205	17353	21410	26259
所得税	2719	3747	4417	5396	6698
<b>税后利润</b>	8157	10459	12936	16014	19561
少数股东损益	61	20	114	130	129
<b>归属母公司净利润</b>	8096	10438	12822	15884	19432
EBITDA	10741	14345	17314	21165	25685

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.3	21.8	21.3	20.5	20.1
营业利润(%)	54.7	30.8	21.9	23.4	22.7
归属于母公司净利润(%)	52.4	28.9	22.8	23.9	22.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	75.4	75.3	76.1	76.3	76.3
净利率(%)	30.9	32.7	33.1	34.0	34.7
ROE(%)	37.5	37.0	36.1	32.7	30.2
ROIC(%)	37.0	36.0	35.4	31.9	29.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.7	35.9	36.0	29.7	29.0
流动比率	2.0	2.3	2.3	2.9	3.1
速动比率	0.8	0.3	0.7	1.1	1.6
<b>营运能力</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	25.3	19.6	15.9	12.9	10.5
P/B	9.6	7.3	5.8	4.2	3.2
EV/EBITDA	17.9	14.1	11.1	8.7	6.4

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。本报告清晰准确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，本报告的任何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

