

山西汾酒 (600809)

证券研究报告
2025年01月06日

行稳致远，开启复兴纲领第二阶段

事件：2024年12月2日，“2024汾酒全球经销商大会”在山西太原召开。董事长袁清茂及销售公司总经理张永踊发表相关讲话，同时会上首发新品“青花汾酒26·复兴”。

2024年复盘总结：各系产品稳步增长，经销商队伍持续壮大。截至24年10月，青花系列、老白汾已经达到2023年全年营收。22-24年期间亿元以上规模的经销商由41家增加到51家，5千万-1亿元规模的经销商由67家增加到76家，3千万-5千万元规模的经销商由70家增加到86家，1千万-3千万元规模的经销商由376家增加到492家。

2025年规划：复兴纲领第二阶段，坚定“稳定压倒一切”。2025-2030年是汾酒复兴纲领的第二阶段，也是汾酒复兴的成果巩固期和要素调整期。董事长袁清茂提出“坚持一条营销政策”“抓好两个统筹”“把握三个重点”以及“做好五个要求”四个方面，总经理张永踊围绕“一个目标、两个践行、三力合一、四维突破、五个支撑”对2025年汾酒营销工作作出具体安排。我们预计，25年省内市场控量升级，省外市场扩容升级，全面整合渠道力、品牌力和产品力，不断提升运营水平。

四大单品驱动长期发展，预计25年持续强化腰部价位带。1)汾酒主品牌：玻汾调存+青花20实现突破+长期看青花30。公司再次强调未来玻汾系列、老白汾系列、青花20、青花30要全面突破百亿，未来资源配置上将按青花30、青花20、老白汾、玻汾以1:1:1:0.5比例分配。同时大会推出终端指导价为718元/瓶的“青花汾酒26·复兴”，定位青花20与30之间，公司次高端产品矩阵逐步完善，汾酒内部价格体系缝隙深度弥合，青25未来有望成为潜在新增长点；2)杏花村酒品牌：定位“第二瓶汾酒”。2025-2026年全国化布局预热期，2027-2030年全国化突破爆发期，承担公司开辟清香第二战场的使命。

中期分红落地，注重股东回报。12月24日，公司发布《2024年中期利润分配方案公告》，拟向全体股东每股派发现金红利2.46元（含税）。截至2024年9月30日，公司总股本为1,219,964,222股，以此计算合计拟派发现金红利30亿元（含税）。假设24年全年利润增速+18%，中期分红比例约24%。

盈利预测：公司践行“抓青花、强腰部、稳玻汾”路线，契合当前市场实际需求的同时锚定长期高端化路线，此外汾享礼遇数字化运营利于价盘稳定，长期保障渠道利润和市场秩序。我们预计24-26年公司收入同比增长16%/13%/13%至371/421/474亿元，归母净利润同比增长18%/15%/14%至123/141/160亿元，对应PE分别为18X/15X/14X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期；行业竞争加剧；省外拓展不及预期；中高价酒类增长不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,213.86	31,928.48	37,100.90	42,091.99	47,395.58
增长率(%)	31.26	21.80	16.20	13.45	12.60
EBITDA(百万元)	11,069.23	14,546.11	16,688.27	19,027.12	21,525.27
归属母公司净利润(百万元)	8,095.85	10,438.11	12,338.92	14,131.66	16,039.17
增长率(%)	52.36	28.93	18.21	14.53	13.50
EPS(元/股)	6.64	8.56	10.11	11.58	13.15
市盈率(P/E)	26.82	20.80	17.60	15.37	13.54
市净率(P/B)	10.19	7.80	6.42	5.33	4.47
市销率(P/S)	8.28	6.80	5.85	5.16	4.58
EV/EBITDA	30.00	18.77	12.04	10.28	8.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	178元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,219.96
流通A股股本(百万股)	1,219.96
A股总市值(百万元)	217,153.63
流通A股市值(百万元)	217,153.63
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

作者

张潇倩	分析师
SAC执业证书编号：S1110524060003	
zhangxiaoqian@tfzq.com	
马咏怡	联系人
mayongyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《山西汾酒-季报点评:收入端表现略超预期，盈利端保持强竞争力》2024-11-06
- 《山西汾酒-半年报点评:24Q2利润不及预期，腰部产品放量趋势延续》2024-09-02
- 《山西汾酒-公司深度研究:清香龙头加速复兴，灵活布局彰显强 α 》2024-05-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,201.22	3,774.75	11,607.54	16,946.45	28,057.32	营业收入	26,213.86	31,928.48	37,100.90	42,091.99	47,395.58
应收票据及应收账款	0.54	0.23	0.67	0.35	0.80	营业成本	6,459.92	7,884.35	9,201.02	10,354.63	11,540.82
预付账款	132.85	113.57	293.93	124.88	321.33	营业税金及附加	4,601.53	5,831.98	6,566.86	7,450.28	8,389.02
存货	9,649.55	11,572.56	13,193.61	14,677.69	16,386.46	销售费用	3,403.57	3,216.78	3,784.29	4,314.43	4,858.05
其他	8,217.86	19,146.70	19,314.82	19,207.02	19,222.74	管理费用	1,214.48	1,202.10	1,335.63	1,473.22	1,611.45
流动资产合计	29,202.01	34,607.80	44,410.56	50,956.39	63,988.64	研发费用	58.00	88.18	74.20	97.86	111.96
长期股权投资	80.45	94.18	94.18	94.18	94.18	财务费用	(36.79)	(7.94)	(51.16)	(94.96)	(149.67)
固定资产	2,124.85	1,926.33	1,761.07	1,452.63	1,155.25	资产/信用减值损失	16.53	(3.20)	5.00	6.11	2.64
在建工程	355.41	829.21	659.69	615.36	598.48	公允价值变动收益	3.15	0.24	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,075.97	1,246.69	1,217.85	1,189.01	1,160.17	投资净收益	330.03	499.30	300.50	376.61	392.13
其他	3,847.79	5,391.63	5,391.63	5,391.63	5,391.63	其他	(709.23)	(1,007.37)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7,484.46	9,488.03	9,124.41	8,742.80	8,399.70	营业利润	10,872.68	14,224.06	16,495.55	18,879.26	21,428.72
资产总计	36,686.47	44,095.84	53,534.97	59,699.19	72,388.34	营业外收入	6.23	4.89	27.33	12.82	15.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.99	23.81	12.21	13.00	16.34
应付票据及应付账款	2,948.31	2,893.14	3,923.82	3,747.84	4,802.67	利润总额	10,875.91	14,205.14	16,510.67	18,879.07	21,427.40
其他	4,989.94	5,224.35	15,026.76	14,362.22	18,047.70	所得税	2,718.94	3,746.61	4,147.61	4,719.77	5,356.85
流动负债合计	7,938.25	8,117.49	18,950.58	18,110.06	22,850.37	净利润	8,156.97	10,458.53	12,363.06	14,159.30	16,070.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	61.12	20.42	24.14	27.65	31.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	8,095.85	10,438.11	12,338.92	14,131.66	16,039.17
其他	94.50	674.10	290.41	353.00	439.17	每股收益(元)	6.64	8.56	10.11	11.58	13.15
非流动负债合计	94.50	674.10	290.41	353.00	439.17						
负债合计	14,940.95	15,820.77	19,240.99	18,463.06	23,289.54						
少数股东权益	424.68	438.16	449.97	463.50	478.85	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	1,220.07	1,219.96	1,219.96	1,219.96	1,219.96	成长能力					
资本公积	591.70	704.07	704.07	704.07	704.07	营业收入	31.26%	21.80%	16.20%	13.45%	12.60%
留存收益	19,398.89	25,787.22	31,824.07	38,738.01	46,585.21	营业利润	54.67%	30.82%	15.97%	14.45%	13.50%
其他	110.19	125.65	95.90	110.58	110.71	归属于母公司净利润	52.36%	28.93%	18.21%	14.53%	13.50%
股东权益合计	21,745.52	28,275.07	34,293.98	41,236.13	49,098.81	获利能力					
负债和股东权益总计	36,686.47	44,095.84	53,534.97	59,699.19	72,388.34	毛利率	75.36%	75.31%	75.20%	75.40%	75.65%
						净利率	30.88%	32.69%	33.26%	33.57%	33.84%
						ROE	37.97%	37.50%	36.46%	34.66%	32.99%
						ROIC	481.52%	185.38%	63.46%	80.09%	83.15%
						偿债能力					
						资产负债率	40.73%	35.88%	35.94%	30.93%	32.17%
						净负债率	-51.47%	-12.13%	-32.84%	-40.26%	-56.44%
						流动比率	1.97	2.28	2.34	2.81	2.80
						速动比率	1.32	1.52	1.65	2.00	2.08
						营运能力					
						应收账款周转率	29,182.88	82,505.88	82,505.88	82,505.88	82,505.88
						存货周转率	2.94	3.01	3.00	3.02	3.05
						总资产周转率	0.79	0.79	0.76	0.74	0.72
						每股指标(元)					
						每股收益	6.64	8.56	10.11	11.58	13.15
						每股经营现金流	8.45	5.92	11.24	9.80	15.31
						每股净资产	17.48	22.82	27.74	33.42	39.85
						估值比率					
						市盈率	26.82	20.80	17.60	15.37	13.54
						市净率	10.19	7.80	6.42	5.33	4.47
						EV/EBITDA	30.00	18.77	12.04	10.28	8.57
						EV/EBIT	30.55	19.10	12.22	10.41	8.67

资料来源:公司公告,天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com