

山西汾酒（600809）

大单品势稳力强，越山海继往开来

买入（维持）

2025 年 03 月 03 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

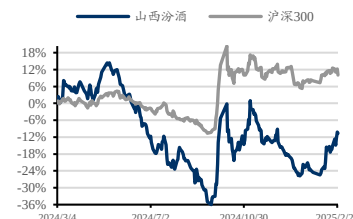
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	26214	31928	36077	40188	46239
同比（%）	31.26	21.80	12.99	11.39	15.06
归母净利润（百万元）	8096	10438	12070	13378	15486
同比（%）	52.36	28.93	15.63	10.84	15.75
EPS-最新摊薄（元/股）	6.64	8.56	9.89	10.97	12.69
P/E（现价&最新摊薄）	30.69	23.81	20.59	18.57	16.05

投资要点

- **开门红实现良好开局，全域营销强化品牌势能。**2025 年春节，公司提前筹谋准备充分，在兼顾产品结构及渠道良性同时，有力实现品销双收。春节期间全网各大线上平台汾酒霸屏营销，曝光量超 1 亿人次；线下渠道汾酒春节动销亦增长居前，青 20、老白汾增量互为补充。品牌方面，围绕春节“千杯中国年”活动主题，汾酒携手京东，开启“汾酒京东超市品牌日”活动，联合演员于震、晋松发起京东直播及微博互动，并同步于小红书、抖音进行内容投放，新媒体矩阵声量显著放大。渠道方面，2024 年中秋国庆以来，公司根据市场状态及时调整回款发货安排，继 24Q4 控货挺价，25Q1 回款进度要求趋于稳健，推动青 20、老白汾批价稳中有升，为五码合一新版产品价格体系全面导入进行良好衔接（2 月下旬以来，公司青 20、老白汾 10 老版产品已在多地停止供货）。
- **多价位轮动发力，腰部产品继续兑现增长驱动。**公司规划玻汾、老白汾、青花 20、青花 30（含青 26）系列，远期均要实现百亿规模。①玻汾作为战略单品，2025 年整体控量，结构上向年轻化群体培育倾斜。②老白汾作为具有全国化基因的腰部大单品，公司已成立项目组做针对性运营推广，经过产品升级更新，未来在宴席推广、渠道下沉等方面将加强资源投入。③青花 20 目标打造全国商务用酒领先单品，2024 年市场承压阶段，公司及时调整经销商及终端考核要求，保证渠道价盘、利润及推力稳定。④青 26 与青 30 组合发力，将灵活适应次高端、高端价位需求波动，积极捕捉市场机遇。
- **省内提升结构，省外磨砺以须，全国化 2.0 布局纵深推进。**行业筑底阶段，2025 年公司强调“稳定压倒一切”，市场发展更注重提质强基。①省内市场重在提升结构：受益于共享共建渠道终端的深入覆盖和精细管控，2024 年汾酒省内市占率已接近 80%；2025 年重在保持健康可持续发展，整体规模保持稳定，主要通过做强青 25、青 26、复兴版等产品，拉升销售结构。春节期间，省内渠道反馈汾酒动销规模及消费结构同比基本保持平稳，库存同比回落，高价位产品目前推广反向较好。②省外市场继续扩容升级：经过 24Q4 控货调整，汾酒省外省份多数以蓄势待发姿态迎接开年，2025 年预计有望保持匀速增长。此外，为稳定渠道利润，优化数字化终端管理的实操性，公司进一步将终端区分为汾享终端和星火终端，相应细化不同终端的扫码要求及考核奖励，以便分级管理提升管理效益。春节期间，省外多地大商均反馈汾酒动销保持增势，作为少数仍能保持渠道利润的头部品牌，目前仍具备渠道、动销拓展潜力。
- **盈利预测与投资评级：**2025 年春节汾酒动销表现居前，受益多价位产品组合、全国化梯队布局的增长潜力再次验证之外，公司近年在新媒体、年轻化方面的品宣创新也令人眼前一亮。年内伴随老白汾、青 26 全国化推广反响更新，公司的长期成长空间有望更趋清晰。考虑需求承压背景下公司降速保质，我们微调 2024~26 年归母净利润至 121、134、155 亿元（前值 122、137、158 亿元），对应 PE 为 21/19/16 倍，作为大酒企中成长性领先的抗波动标的，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济持续走弱超预期风险；紧缩形势加剧风险；省外竞争超预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	203.68
一年最低/最高价	147.01/273.68
市净率(倍)	7.34
流通 A 股市值(百万元)	248,482.31
总市值(百万元)	248,482.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.76
资产负债率(%，LF)	31.01
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

相关研究

《山西汾酒(600809)：巩固成果，砥砺前行》

2024-12-04

《山西汾酒(600809)：2024Q3 业绩点评：应付裕如，指挥若定》

2024-10-31

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34,608	44,609	45,186	46,808	营业总收入	31,928	36,077	40,188	46,239
货币资金及交易性金融资产	3,825	9,209	5,020	3,585	营业成本(含金融类)	7,884	8,900	10,032	11,474
经营性应收款项	1,714	2,155	2,506	2,995	税金及附加	5,832	6,205	6,973	7,953
存货	11,573	13,103	15,267	17,829	销售费用	3,217	3,565	3,984	4,353
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,202	1,371	1,487	1,612
其他流动资产	17,496	20,142	22,393	22,400	研发费用	88	132	159	183
非流动资产	9,488	9,398	11,273	12,927	财务费用	(8)	(9)	(17)	4
长期股权投资	94	0	0	0	加:其他收益	15	7	5	5
固定资产及使用权资产	2,799	4,046	5,332	6,371	投资净收益	499	310	350	220
在建工程	829	812	474	717	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,247	1,557	1,929	2,300	减值损失	(3)	30	8	10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	14,224	16,260	17,932	20,896
其他非流动资产	4,519	2,984	3,538	3,538	营业外净收支	(19)	1	(5)	(7)
资产总计	44,096	54,008	56,459	59,735	利润总额	14,205	16,261	17,927	20,889
流动负债	15,147	19,567	18,241	18,255	减:所得税	3,747	4,179	4,536	5,387
短期借款及一年内到期的非流动负债	345	0	0	0	净利润	10,459	12,082	13,392	15,501
经营性应付款项	2,893	2,793	2,780	2,702	减:少数股东损益	20	12	13	16
合同负债	7,029	10,185	8,527	8,032	归属母公司净利润	10,438	12,070	13,378	15,486
其他流动负债	4,879	6,588	6,933	7,522	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.56	9.89	10.97	12.69
非流动负债	674	1,019	1,019	1,019	EBIT	13,717	15,880	17,549	20,661
长期借款	0	345	345	345	EBITDA	14,321	16,213	17,979	21,170
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.31	75.33	75.04	75.19
租赁负债	534	534	534	534	归母净利率(%)	32.69	33.46	33.29	33.49
其他非流动负债	140	140	140	140	收入增长率(%)	21.80	12.99	11.39	15.06
负债合计	15,821	20,586	19,260	19,275	归母净利润增长率(%)	28.93	15.63	10.84	15.75
归属母公司股东权益	27,837	32,972	36,736	39,981					
少数股东权益	438	450	464	479					
所有者权益合计	28,275	33,422	37,199	40,460					
负债和股东权益	44,096	54,008	56,459	59,735					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,225	13,796	6,849	12,774	每股净资产(元)	22.82	27.03	30.11	32.77
投资活动现金流	(10,220)	(3,467)	(1,404)	(1,951)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(4,432)	(6,945)	(9,633)	(12,259)	ROIC(%)	39.67	37.19	36.22	38.61
现金净增加额	(7,426)	3,384	(4,189)	(1,436)	ROE-摊薄(%)	37.50	36.61	36.42	38.73
折旧和摊销	604	333	430	510	资产负债率(%)	35.88	38.12	34.11	32.27
资本开支	(482)	(1,870)	(1,753)	(2,170)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.81	20.59	18.57	16.05
营运资本变动	(2,881)	178	(6,084)	(3,033)	P/B(现价)	8.93	7.54	6.76	6.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>