

多价位精准发力，统筹兼顾规模、效益

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	26214	31928	36007	40062	46086
同比(%)	31.26	21.80	12.77	11.26	15.04
归母净利润(百万元)	8096	10438	12137	13457	15566
同比(%)	52.36	28.93	16.28	10.88	15.68
EPS-最新摊薄(元/股)	6.64	8.56	9.95	11.03	12.76
P/E(现价&最新摊薄)	32.80	25.44	21.88	19.73	17.06

投资要点

- 事件：**春糖期间青花汾酒·国乐世界之旅启幕盛典暨新品预告发布会在成都举办，我们与公司发展近况做交流更新，核心要点如下：
- 青26、老白汾加码布局增量，全国化培育久久为功。**结合宏观需求变化，2025年公司在延续产品四轮驱动框架下，规划重点优化价盘体系及渠道利润水平，提升各品类专业化运营水平，边际上加强青26/30组合及老白汾的增量开拓要求：①青花26/30及以上产品规划同比增长20~30%（预计青26新品投放有望贡献10~20亿元增量），青花20同比实现10%+增长，以期做好挺价过渡。②老白汾作为全国化发力重点，通过扩点投放，规划同比增长20~30%。③玻汾采取总量控制与区域调控策略，优先投放至薄弱或新开拓市场。其中，青花26投放初期要求做好量价管控，通过选取核心渠道和终端限量投放，以顺价模式驱动渠道加强团购推广，25Q1在山西、环山西市场反响积极。老白汾目前已设立专职工作组统筹运营，确保资源聚焦与战略协同，2025春节后开始推进铺市下沉工作。相比区域酒，公司品宣资源更具优势，渠道运作更成体系（价盘管控及稳定性更强），产品组合协同更优（玻汾、青20作为强动销的盈利单品，可与老白汾组合导入终端），规划通过抖音、快手推广及品牌活动强化产品曝光，通过免品、餐饮、陈列等推广组合拳加强氛围营造，动销培育久久为功。
- 五码产品逐步导入，坚定推进数字化建设。**2025年3月，公司召开营销数智化变革启动会，规划以数据驱动、技术赋能为核心，优化考核激励，夯实资源配置及组织竞争力。目前青20、老白汾五码新品已陆续导入全国终端，青30复兴版五码新品预计于25Q3更新上市。五码产品铺市导入后，可以通过开瓶扫码等方式，优化渠道返利形式（提升瓶盖兑奖、旺季促销等效率）、加强消费者互动；未来在数据积累基础上，公司将更好掌握开瓶动销情况，从而强化营销资源精准投放。从目前交流来看，公司五码产品之于渠道考核的应用方式或与国窖有所不同，经销商返利不单只考察开瓶扫码率，销售任务、出入库扫码、终端/宴席开拓等也将作为考察标准。
- 全年费用精准投放，规模与效益或实现较好平衡。**公司全年对收入、利润均有要求，费用管理更趋高效、精准。①汾享礼遇体系推广以来，终端动作监督及费用核销操作在逐步改进优化，兑付效率将逐步提升。②老白汾为2025年投入重点，主要系品牌宣传资源支持（如于谦代言、奥美营销策划等）加大，旨在扩大受众覆盖。老白汾五码换代过渡期间注重挺价，渠道费用不会大水漫灌。③青26/30旨在实现顺价销售，渠道费用投放也相对谨慎。
- 盈利预测与投资评级：**公司产品矩阵优势持续发挥，各区域市场有的放矢、各有侧重：山西着重结构升级，提升青花25/26占比；环山西老白汾提速，做好增量增长；华东、华南保持青20增速引领，同时做好腰部/基座产品的下沉导入。需求承压背景下公司注重保证价盘及渠道利润稳定，我们微调2024~26年归母净利预测为121/135/156亿元（前值121/134/155亿元），对应PE为22/20/17倍，维持“买入”评级。

2025年03月27日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

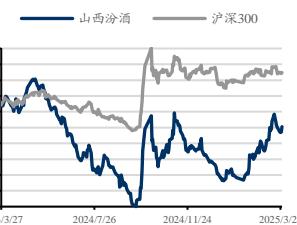
such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	217.67
一年最低/最高价	147.01/273.68
市净率(倍)	7.84
流通A股市值(百万元)	265,549.61
总市值(百万元)	265,549.61

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): 大单品势稳力强，越山海继往开来》

2025-03-03

《山西汾酒(600809): 巩固成果，砥砺复兴》

2024-12-04

- **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。

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	44,614	45,136	46,790	营业收入	31,928	36,007	40,062	46,086
货币资金及交易性金融资产	3,825	9,239	5,100	2,077	营业成本(含金融类)	7,884	8,892	9,978	11,409
经营性应收款项	1,714	2,155	2,505	2,994	税金及附加	5,832	6,229	6,951	7,927
存货	11,573	13,079	15,138	17,771	销售费用	3,217	3,448	3,894	4,253
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,202	1,321	1,433	1,553
其他流动资产	17,496	20,142	22,393	23,948	研发费用	88	123	148	170
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	16,350	18,038	21,005
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	54,013	56,409	59,717	利润总额	14,205	16,351	18,033	20,998
流动负债	15,147	19,543	18,140	18,169	减:所得税	3,747	4,202	4,562	5,416
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	12,149	13,470	15,582
经营性应付款项	2,893	2,788	2,756	2,695	减:少数股东损益	20	12	13	16
合同负债	7,029	10,175	8,482	7,987	归属母公司净利润	10,438	12,137	13,457	15,566
其他流动负债	4,879	6,581	6,902	7,487					
非流动负债	674	1,019	1,019	1,019	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.56	9.95	11.03	12.76
长期借款	0	345	345	345	EBIT	13,717	15,971	17,654	20,769
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	14,321	16,304	18,084	21,279
租赁负债	534	534	534	534					
其他非流动负债	140	140	140	140					
负债合计	15,821	20,562	19,159	19,188	毛利率(%)	75.31	75.31	75.09	75.24
归属母公司股东权益	27,837	33,000	36,786	40,049	归母净利率(%)	32.69	33.71	33.59	33.78
少数股东权益	438	450	464	479					
所有者权益合计	28,275	33,450	37,250	40,528	收入增长率(%)	21.80	12.77	11.26	15.04
负债和股东权益	44,096	54,013	56,409	59,717	归母净利润增长率(%)	28.93	16.28	10.88	15.68

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	13,864	6,955	11,251	每股净资产(元)	22.82	27.05	30.15	32.83
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)	(6,983)	(9,690)	(12,323)	ROIC(%)	39.67	37.38	36.40	38.76
现金净增加额	(7,426)	3,414	(4,139)	(3,023)	ROE-摊薄(%)	37.50	36.78	36.58	38.87
折旧和摊销	604	333	430	510	资产负债率(%)	35.88	38.07	33.96	32.13
资本开支	(482)	(1,870)	(1,753)	(2,170)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.44	21.88	19.73	17.06
营运资本变动	(2,881)	179	(6,056)	(4,637)	P/B(现价)	9.54	8.05	7.22	6.63

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提供。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：

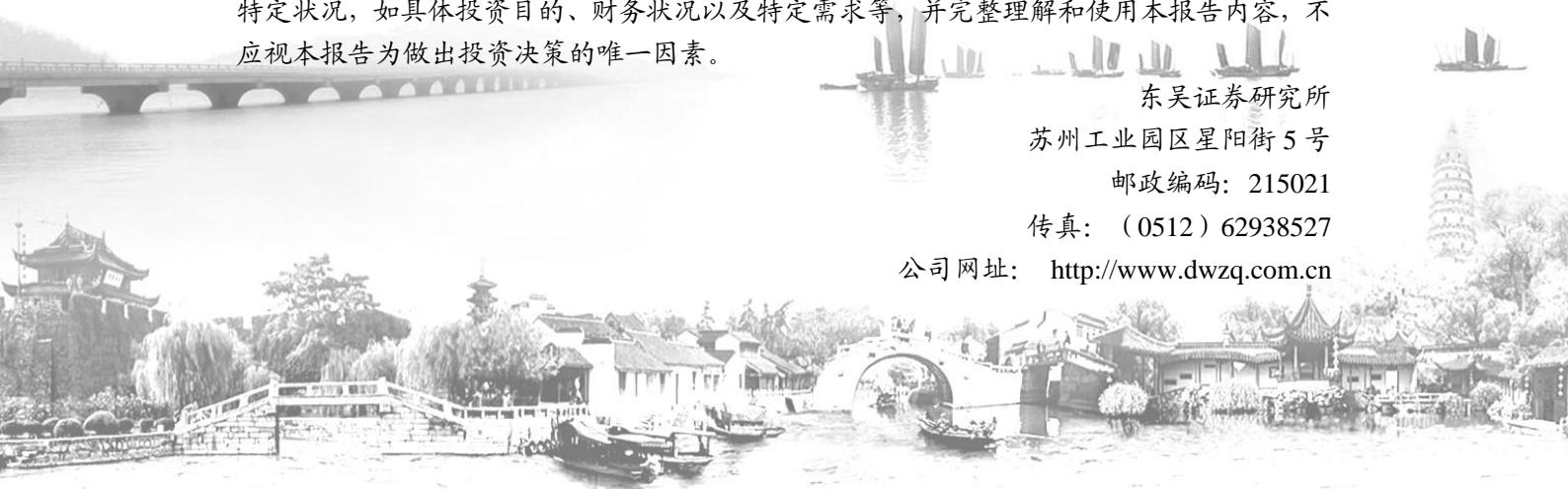
公司投资评级：

- 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>