

山西汾酒（600809）

2024 年报及 2025 一季报点评：步稳行健，笃志进取

买入（维持）

2025 年 04 月 30 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

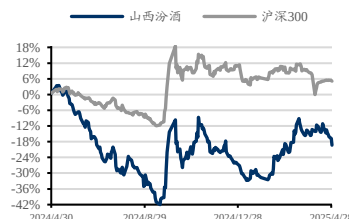
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	31,928	36,011	40,058	44,968	51,964
同比（%）	21.80	12.79	11.24	12.26	15.56
归母净利润（百万元）	10,438	12,243	13,470	15,355	18,102
同比（%）	28.93	17.29	10.02	14.00	17.89
EPS-最新摊薄（元/股）	8.56	10.04	11.04	12.59	14.84
P/E（现价&最新摊薄）	23.72	20.23	18.39	16.13	13.68

投资要点

- **事件：**公司发布财报，2024 年收入、归母净利润分别同增 12.8%、17.3%，24Q4 收入、归母净利润分别同降 10.2%、11.3%。25Q1 收入、归母净利润分别同增 7.7%、6.2%，Q1 销售费率上升导致利润增速略慢于收入。
- **24FY 步稳行健，腰部、青花均有较快增长。**1) 分产品：24FY 公司酒类收入同增 13.0%，其中青花同增约 15%，估算复兴版同比回落，青 20/25 增速快于青花整体；腰部产品同增近 20%，老白汾增速快于巴拿马；玻汾经过 Q4 控货，全年增速降至持平左右。2) 分区域看：省内省外齐头并进，全年分别同增 11.7%、13.8%。省内玻汾减量，老白汾、巴拿马 20、青 25 继续引领消费结构升级，全年收入占比略降 0.4pct 至 37.6%；省外 24Q4 为青 20、老白汾提价过渡执行严格控货，全年增速有所下移。
- **结构推升毛利率表现超预期，税金比率同比回落。**24FY 销售净利率同比+1.3pct 至 34.0%，主因毛利率及税金比率改善贡献。①全年毛利率同比+0.9pct 至 76.2%，增幅较前三季度改善，主因玻汾 Q4 显著控货减量，24Q4 毛利率同比高增 5.3pct。②全年税金及附加比率同比-1.8pct 至 16.5%，高基数下正常回落，特别 Q4 回落幅度较前三季度有所加大。③全年销售、管理(含研发)费率同比+15.8%、+23.6%，费率同比+0.3、0.4pct，伴随返利兑付效率提升，年内销售费率略有回升；管理研发费用增长主系人员扩张及薪酬增长。
- **25Q1 结构持续抬升，费率略有波动。**1) 收入端：25Q1 酒类收入同增 7.7%，估算青花增速与整体基本一致，青 26 带动高价位青花增长修复，青 20 实现高单增长；腰部产品同比双位数增长保持引领；玻汾在全年控量基调下，开年同比略增。省内、省外收入同增 8.7%、7.2%，省外为夯实价盘体系，开门红节奏仍适度控制，预计后续季度省内外增速差异将逐步显现。2) 收现端：25Q1 收现比回落 9.1pct 至 83.5%，24Q4+25Q1 公司收入+△预收同增 2.7%（略慢于收入增速 3.2%），主因省外节奏调控。3) 利润端：25Q1 销售净利率同比-0.6pct，主因销售费率影响。①毛利率同增+1.3pct，玻汾控量后结构提升对毛利率的贡献持续显现。②销售费用同比+33.1%，费率同比+1.8pct，年初为推进青 26 招商铺货、老白汾宣传推广，营销费用有集中投放，全年预计销售费率回归至持平附近。
- **盈利预测与投资评级：**2024 年度公司分红率提升至 60%，强化股东回报，龙头底色更足，对应 24 股息率达 3.0%。考虑宏观需求复苏进程缓和，我们调整 2025~26 年归母净利润预测至 135、154 亿元（前值为 135、156 亿元），同比+10%、14%，更新 2027 年归母净利润预测为 181 亿元，同比+18%，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 18/16/14X，维持“买入”评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	202.99
一年最低/最高价	147.01/273.68
市净率(倍)	6.45
流通 A 股市值(百万元)	247,640.54
总市值(百万元)	247,640.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	31.47
资产负债率(%,LF)	30.75
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)：多价位精准发力，统筹兼顾规模、效益》

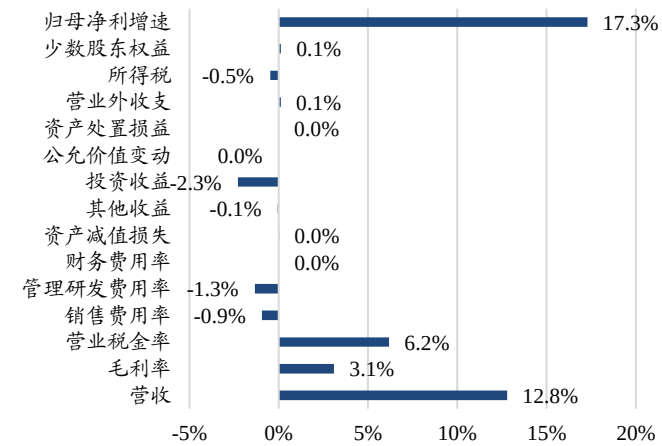
2025-03-27

《山西汾酒(600809)：大单品势稳力强，越山海继往开来》

2025-03-03

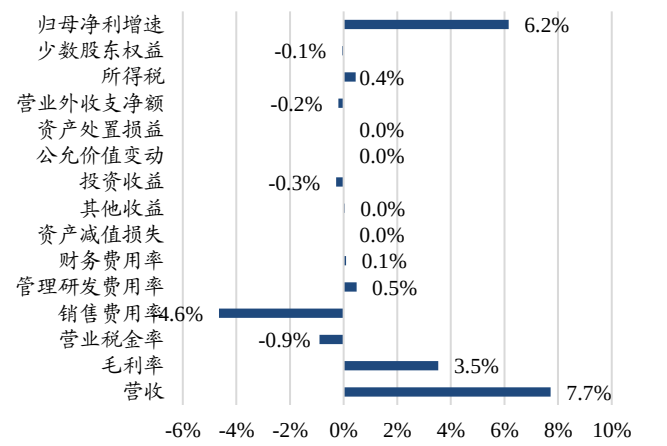
■ **风险提示：**宏观经济持续走弱超预期风险；紧缩形势加剧风险；省外竞争超预期风险等。

图1：24FY 山西汾酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q1 山西汾酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44,034	50,769	56,193	62,575	营业总收入	36,011	40,058	44,968	51,964
货币资金及交易性金融资产	6,285	7,374	8,277	8,740	营业成本(含金融类)	8,570	9,564	10,610	11,837
经营性应收款项	1,860	2,297	2,692	3,220	税金及附加	5,933	6,810	7,645	8,834
存货	13,270	15,286	17,029	19,742	销售费用	3,726	4,141	4,575	5,078
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,447	1,589	1,718	1,859
其他流动资产	22,618	25,813	28,196	30,873	研发费用	148	177	204	235
非流动资产	9,461	10,904	12,309	14,409	财务费用	(10)	(22)	(7)	(12)
长期股权投资	96	0	0	0	加:其他收益	11	7	5	5
固定资产及使用权资产	3,387	4,587	5,825	6,817	投资净收益	324	310	350	220
在建工程	2,025	2,007	1,669	2,272	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,226	1,528	1,981	2,434	减值损失	7	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	49	49	49	49	营业利润	16,539	18,147	20,586	24,369
其他非流动资产	2,679	2,732	2,784	2,837	营业外净收支	(10)	0	(10)	(6)
资产总计	53,495	61,673	68,502	76,985	利润总额	16,529	18,147	20,576	24,362
流动负债	17,963	19,645	19,185	18,761	减:所得税	4,276	4,664	5,206	6,242
短期借款及一年内到期的非流动负债	360	0	0	0	净利润	12,253	13,483	15,370	18,120
经营性应付款项	4,587	3,117	2,777	2,549	减:少数股东损益	10	13	15	18
合同负债	8,672	9,477	9,019	8,286	归属母公司净利润	12,243	13,470	15,355	18,102
其他流动负债	4,344	7,050	7,389	7,926	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.04	11.04	12.59	14.84
非流动负债	328	688	688	688	EBIT	16,205	17,755	20,212	24,117
长期借款	0	360	360	360	EBITDA	16,789	18,135	20,689	24,674
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	76.20	76.13	76.40	77.22
租赁负债	186	186	186	186	归母净利率(%)	34.00	33.62	34.15	34.84
其他非流动负债	142	142	142	142	收入增长率(%)	12.79	11.24	12.26	15.56
负债合计	18,291	20,332	19,873	19,448	归母净利润增长率(%)	17.29	10.02	14.00	17.89
归属母公司股东权益	34,754	40,877	48,150	57,039					
少数股东权益	451	464	480	498					
所有者权益合计	35,204	41,341	48,630	57,537					
负债和股东权益	53,495	61,673	68,502	76,985					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,172	9,907	10,494	12,086	每股净资产(元)	28.49	33.51	39.47	46.75
投资活动现金流	(3,929)	(3,461)	(1,490)	(2,390)	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	(5,734)	(7,356)	(8,101)	(9,233)	ROIC(%)	37.02	33.98	33.16	33.45
现金净增加额	2,510	(911)	903	463	ROE-摊薄(%)	35.23	32.95	31.89	31.74
折旧和摊销	584	380	477	557	资产负债率(%)	34.19	32.97	29.01	25.26
资本开支	(635)	(1,864)	(1,839)	(2,609)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.23	18.39	16.13	13.68
营运资本变动	(347)	(3,575)	(4,973)	(6,333)	P/B(现价)	7.13	6.06	5.14	4.34

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>