

食品饮料

2025 年 04 月 30 日

山西汾酒 (600809)

——业绩符合预期，增长目标稳健

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- 事件：**公司披露 2024 年报及 2025 年一季报，根据公司公告，24 年公司实现营业收入 360.11 亿，同比增长 12.79%，归母净利润 122.43 亿，同比增长 17.29%。24Q4 公司实现营收 46.53 亿，同比下降 10.24%，归母净利润 8.93 亿，同比下降 11.32%。25Q1 公司实现营业收入 165.23 亿，同比增长 7.72%，归母净利润 66.48 亿，同比增长 6.15%。合并 24Q4+25Q1，公司实现营业收入 211.76 亿，同比增长 3.2%，归母净利润 75.41 亿，同比增长 3.7%。我们在业绩前瞻中预测公司 24 年收入与业绩分别同比增长 12.8%/18.4%，25Q1 收入与业绩分别同比增长 8%/5%，公司业绩基本符合预期。2024 年公司现金分红（含中期已分配的现金股利）总额为 74 亿，分红率 60%。2025 年公司经营目标：全年营业收入继续保持稳健增长态势。
- 投资评级与估值：**结合宏观经济环境形势与公司经营目标，下调 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，预测 25-27 年归母净利润分别为 129.9、140.2、152.9 亿（25-26 年前次为 143.1、157.5 亿元），同比增长 6.1%、7.9%和 9.1%，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 19x、18x、16x，维持买入评级。我们认为，汾酒品牌底蕴深厚，清香品类优势独特，产品上，公司全价格带布局，且在各个价格带有大单品优势；区域上，公司已经实现了全国化，省内市场基本盘稳固扎实，省外华东与华南市场仍有增长空间。公司在管理团队和机制上竞争优势仍强，具备中长期稳定增长能力。
- 24 年公司实现营业收入 360.11 亿，同比增长 12.79%。分产品看，24 年中高价酒类营收 265.32 亿，同比增长 14.35%，销量同比增长 12.96%，吨价同比增长 1.23%，毛利率 84.45%，同比提升 0.36 个百分点，其他酒类营收 93.42 亿，同比增长 9.4%，销量同比增长 4.83%，吨价同比增长 4.35%，毛利率 53.15%，同比提升 1.5 个百分点。结合渠道反馈，预计青花系列维持两位数增长，青花 20 与青花 25 增长势能仍在，玻汾维持稳健增长。分区域看，24 年省内营收 135 亿，同比增长 11.72%，占比 38%，省外营收 224 亿，同比增长 13.81%，占比 62%，占比基本持平。省内外均实现两位数增长，省外增速快于省内。预计省内增长主要受益于产品结构升级，省外增长主要受益于渠道扩张以及份额提升。

市场数据： 2025 年 04 月 29 日

收盘价(元)	202.99
一年内最高/最低(元)	273.68/147.01
市净率	7.3
股息率(分红/股价)	3.36
流通 A 股市值(百万元)	247,641
上证指数/深证成指	3,286.65/9,849.80

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产(元)	31.47
资产负债率%	30.75
总股本/流通 A 股(百万)	1,220/1,220
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com

联系人

王子昂
(8621)23297818x
wangza@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	36,011	16,523	38,328	41,442	45,188
同比增长率(%)	12.8	7.7	6.4	8.1	9.0
归母净利润(百万元)	12,243	6,648	12,994	14,017	15,287
同比增长率(%)	17.3	6.2	6.1	7.9	9.1
每股收益(元/股)	10.04	5.45	10.65	11.49	12.53
毛利率(%)	76.2	78.8	76.2	76.5	76.8
ROE(%)	35.2	17.3	31.2	28.5	26.6
市盈率	20		19	18	16

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

- 25Q1 公司实现营业收入 165.23 亿，同比增长 7.72%。结合渠道反馈，预计青花与玻汾均维持稳健增长，青花 26 开始铺货，有一定动销，文创产品有所增加，青花 20 价格维持相对稳定，批价在 360 元左右，整体库存 2-3 个月，相对良性。分区域看，省内营收 60.83 亿，同比增长 8.7%，占比 37%，省外营收 103.96 亿，同比增长 7.18%，占比 63%，占比基本持平。省内营收增速快于省外，预计主因省内为大本营市场，基本盘扎实，省外部分区域控制库存增速放缓。
- 2024 年净利率 34.03%，同比提升 1.27pct，净利率提升主因毛利率提升与税率下降。毛利率 76.2%，同比提升 0.89pct，预计主因产品结构提升与提价；税率 16.48%，同比下降 1.79pct；销售费用率 10.35%，同比提升 0.28pct；管理费用（含研发费用）率 4.43%，同比提升 0.38pct。

25Q1 净利率 40.28%，同比下降 0.58pct，净利率下降主因销售费用率提升。毛利率 78.8%，同比提升 1.34pct，预计主因产品结构提升；税率 13.69%，同比提升 0.35pct；销售费用率 9.23%，同比提升 1.76pct，预计主因需求承压环境下市场投入加大；管理费用（含研发费用）率 1.97%，同比下降 0.18pct。
- 2024 年经营性现金流净额 121.72 亿，同比增长 68.47%，主因销售商品提供劳务收到的现金同比增加。24 年销售商品提供劳务收到的现金 366.09 亿，同比增长 21.5%，现金流增速明显快于收入增速，主因 24 年末预收款增加较多。24 年末合同负债 86.72 亿，环比增加 31.91 亿，23 年末合同负债 70.29 亿，环比增加 18.57 亿。
- 25Q1 经营性现金流净额 70.27 亿，同比下降 0.21%，主因销售商品提供劳务收到的现金下降。25Q1 销售商品提供劳务收到的现金 137.9 亿，同比下降 2.9%，现金流增速慢于收入增速，主因一季度释放较多预收款。25Q1 末合同负债 58.18 亿，环比下降 28.54 亿，24Q1 末预收款 55.9 亿，环比下降 14.39 亿。
- **风险提示：**经济下行影响白酒整体需求。
- **股价表现的催化剂：**批价上行，业绩超预期。

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	31,928	36,011	38,328	41,442	45,188
其中: 营业收入	31,928	36,011	38,328	41,442	45,188
减: 营业成本	7,884	8,570	9,106	9,748	10,495
减: 税金及附加	5,832	5,933	6,133	6,734	7,411
主营业务利润	18,212	21,508	23,089	24,960	27,282
减: 销售费用	3,217	3,726	4,101	4,476	4,971
减: 管理费用	1,202	1,447	1,533	1,658	1,853
减: 研发费用	88	148	157	170	185
减: 财务费用	-8	-10	-61	-78	-146
经营性利润	13,713	16,197	17,359	18,734	20,419
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-3	9	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	0	-2	0	0	0
加: 投资收益及其他	514	335	0	0	0
营业利润	14,224	16,539	17,359	18,734	20,419
加: 营业外净收入	-19	-10	-8	-12	-10
利润总额	14,205	16,529	17,350	18,722	20,409
减: 所得税	3,747	4,276	4,338	4,680	5,102
净利润	10,459	12,253	13,013	14,041	15,307
少数股东损益	20	10	19	24	20
归属于母公司所有者的净利润	10,438	12,243	12,994	14,017	15,287

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。