

山西汾酒(600809.SH)

全价格带发力，业绩稳中有进

推荐 (维持)

股价:202.99元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.fenjiu.com.cn
大股东/持股	山西杏花村汾酒集团有限责任公司/56.65%
实际控制人	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,220
流通A股(百万股)	1,220
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,476
流通A股市值(亿元)	2,476
每股净资产(元)	31.47
资产负债率(%)	30.7

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】山西汾酒(600809.SH)*季报点评*省内市场扎实，收入稳定增长*推荐20241030

证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



事项:

山西汾酒发布2024年年报与2025年1季报。2024年公司实现营收360亿元，同比+12.8%，归母净利122亿元，同比+17.3%，其中4Q24营收47亿元，同比-10.2%，归母净利8.9亿元，同比-11.3%。1Q25公司实现营收165亿元，同比+7.7%，归母净利66亿元，同比+6.2%。2024年公司拟每股派发现金股利3.60元(含税)，2024年拟总分红74亿元，占当期归母净利的60.4%。

平安观点:

- 24年产品结构延续升级，省内外齐同发展。分产品看，2024年公司中高价酒收入265亿元，同比+14%，其中量/价分别+13%/+1%，其他酒类收入93亿元，同比+9%，其中量/价分别+5%/+4%，结构仍然呈升级趋势。分市场看，2024年省内/省外分别实现营收135/224亿元，同比分别+12%/+14%。分渠道看，2024年直销(含团购)/批发代理/电商收入分别为2.3/335.4/21.1亿元，同比分别+20%/+12%/+26%。
- 1Q25传统渠道具备韧性，汾酒产品稳健增长。分产品看，1Q25汾酒/其他酒类分别实现营收162/2.7亿元，同比分别+8%/-15%。分市场看，1Q25省内/省外分别实现营收61/104亿元，同比分别+9%/+7%。分渠道看，1Q25批发代理/直销+团购+电商分别实现营收156/8.6亿元，同比分别+10.5%/-26.2%。
- 毛利率延续提升，销售投放略有增加。2024/1Q25公司毛利率分别为76.2%/78.8%，同比分别+0.9/+1.3pct，主要得益于产品结构升级。2024/1Q25公司销售费用率分别为10.3%/9.2%，同比分别+0.3/+1.8pct，主因市场竞争加剧，投放有所增大。2024/1Q25公司归母净利率分别为34.0%/40.2%，同比分别+1.3/-0.6pct。截至1Q25，公司合同负债58.2亿元，同比+2.3亿元。
- 全价格带发力，维持“推荐”评级。2024年公司拟每股派发现金股利3.60

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	39,648	43,542	47,791
YOY(%)	21.8	12.8	10.1	9.8	9.8
净利润(百万元)	10,438	12,243	13,346	14,542	15,859
YOY(%)	28.9	17.3	9.0	9.0	9.1
毛利率(%)	75.3	76.2	76.2	76.2	76.2
净利率(%)	32.7	34.0	33.7	33.4	33.2
ROE(%)	37.5	35.2	31.4	28.5	26.3
EPS(摊薄/元)	8.56	10.04	10.94	11.92	13.00
P/E(倍)	23.7	20.2	18.6	17.0	15.6
P/B(倍)	8.9	7.1	5.8	4.9	4.1

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

元（含税），2024年拟总分红74亿元，占当期归母净利的60.4%，同比+9.3pct。考虑行业竞争加剧，我们下调2025-26年归母净利预测至133/145亿元（原值：142/160亿元），并预计2027年公司归母净利159亿元。长期来看，公司青花汾酒稳定增长，老白汾、巴拿马等腰部产品较快放量，玻汾控量发展，发展动能充足。维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 宏观经济波动影响：白酒受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；2) 消费复苏不及预期：宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响白酒板块复苏。3) 行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定程度扰乱影响白酒行业定价，对行业造成不良影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44034	54723	66015	78285
现金	6285	19927	27801	36343
应收票据及应收账款	1762	1820	1999	2194
其他应收款	33	43	48	52
预付账款	99	150	165	181
存货	13270	14184	15577	17098
其他流动资产	22585	18598	20424	22418
非流动资产	9461	8658	7803	6923
长期投资	96	106	116	127
固定资产	3387	3141	2842	2490
无形资产	1226	1021	817	614
其他非流动资产	4753	4390	4028	3692
资产总计	53495	63381	73818	85208
流动负债	17963	20104	22092	24259
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4587	4273	4692	5150
其他流动负债	13377	15831	17400	19108
非流动负债	328	269	214	162
长期借款	186	128	72	21
其他非流动负债	142	142	142	142
负债合计	18291	20373	22306	24421
少数股东权益	451	497	547	601
股本	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	705	707
留存收益	32830	40588	49041	58259
归属母公司股东权益	34754	42512	50966	60186
负债和股东权益	53495	63381	73818	85208

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12172	18821	13390	14481
净利润	12253	13392	14592	15914
折旧摊销	235	814	868	897
财务费用	-10	-193	-356	-480
投资损失	-324	-384	-384	-384
营运资金变动	-347	5093	-1429	-1563
其他经营现金流	365	100	99	98
投资活动现金流	-3929	274	273	272
资本支出	637	0	3	6
长期投资	-3660	0	0	0
其他投资现金流	-905	274	270	266
筹资活动现金流	-5734	-5453	-5789	-6212
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-348	-58	-55	-52
其他筹资现金流	-5386	-5395	-5733	-6160
现金净增加额	2510	13642	7874	8541

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36011	39648	43542	47791
营业成本	8570	9435	10362	11373
税金及附加	5933	6532	7174	7874
营业费用	3726	4479	5181	5877
管理费用	1447	1594	1750	1921
研发费用	148	163	179	196
财务费用	-10	-193	-356	-480
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
信用减值损失	9	11	12	13
其他收益	11	12	12	12
公允价值变动收益	0	0	1	2
投资净收益	324	384	384	384
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	16539	18044	19661	21440
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	14	14	14	14
利润总额	16529	18036	19652	21432
所得税	4276	4644	5060	5518
净利润	12253	13392	14592	15914
少数股东损益	10	46	50	55
归属母公司净利润	12243	13346	14542	15859
EBITDA	16754	18657	20164	21849
EPS (元)	10.04	10.94	11.92	13.00

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	12.8	10.1	9.8	9.8
营业利润(%)	16.3	9.1	9.0	9.1
归属于母公司净利润(%)	17.3	9.0	9.0	9.1
获利能力				
毛利率(%)	76.2	76.2	76.2	76.2
净利率(%)	34.0	33.7	33.4	33.2
ROE(%)	35.2	31.4	28.5	26.3
ROIC(%)	43.5	40.5	52.8	55.3
偿债能力				
资产负债率(%)	34.2	32.1	30.2	28.7
净负债比率(%)	-17.3	-46.0	-53.8	-59.8
流动比率	2.5	2.7	3.0	3.2
速动比率	0.4	1.1	1.4	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	20.4	21.8	21.8	21.8
应付账款周转率	2.23	2.75	2.75	2.75
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	10.04	10.94	11.92	13.00
每股经营现金流(最新摊薄)	9.98	15.43	10.98	11.87
每股净资产(最新摊薄)	28.49	34.85	41.78	49.33
估值比率				
P/E	20.2	18.6	17.0	15.6
P/B	7.1	5.8	4.9	4.1
EV/EBITDA	13	12	11	10

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层