

# 保持稳健增长态势，规模跃居行业第三

## —— 2024 年度和 2025Q1 业绩点评

2025 年 04 月 30 日

### 核心观点

- 事件：**山西汾酒公告 2024 年度和 2025Q1 业绩。2024 年公司实现收入 360 亿元，同比+12.8%；归母净利润 122 亿元，同比+17.3%。2025Q1 实现收入 165 亿元，同比+7.7%；归母净利润 66.5 亿元，同比+6.2%。
- 2024 年规模体量跃居行业第三，2025 年一季度开门红：**2024 年公司整体实现了较快的业绩增长，收入规模居行业第三，利润增速居行业前列。公司 2025 年目标营业收入继续保持稳健增长态势。从 2025Q1 情况来看，考虑每年 Q1 业绩在全年业绩中占比较高（收入占比 45%+、利润占比 40%+），我们认为 2025Q1 实现了稳健的开门红。
- 产品结构稳健有张力：**分产品，2024 年中高价白酒收入 265 亿元，同比+14.3%，其中销售量同比+13%，吨价同比+1.2%。2024 年中高价白酒的吨价增速较往年放缓，以量增为主。我们预计 2025 年中高价白酒也将保持该量价趋势，产品增长重点在腰部产品老白汾，但高价位段的青花 26 产品也可能带来惊喜。2024 年其他酒类收入 93 亿元，同比+9.4%，其中销售量同比+4.8%、吨价同比+4.4%。玻汾仍处于供不应求的市场状态，公司保持了有控制的投放，我们预计 2025 年也将保持此状态。
- 省内结构升级驱动，省外稳步全国化：**分地区，2024 年公司省内收入 135 亿元，同比+11.7%，其中销量同比-0.9%、吨价同比+12.7%；省外收入 224 亿元，同比+13.8%，其中销量同比+11.3%，吨价同比+2.2%。2024 年省内体现出明显的产品结构升级驱动增长的发展趋势，我们预计 2025 年也将维持此趋势，例如在部分宴席场景中以老白汾替代玻汾的消费升级趋势。2024 年省外收入增速保持快于省内的趋势，2025Q1 省外收入增速略低于省内（省外同比+7.2%、省内同比+8.7%），我们认为是短期季度表现，全年我们预计省外增速仍将快于省内。省外收入由长三角、珠三角稳健增长驱动，产品层面预计老白汾的全国化也将有所助力。
- 整体盈利能力稳健：**2024 年公司归母净利率 34%，同比+1.3pct。其中消费税金及附加占收入比重同比-1.8pct 有较大贡献，毛利率同比+0.9pct 因产品结构提升，销售费用率同比+0.3pct。2025Q1 归母净利率 40.2%，同比-0.6pct。其中毛利率同比+1.3pct，销售费用率同比+1.8pct。我们预计 2025 年公司将适度加大销售费用投入以获取更多市场份额，2025 年利润率小幅下降。
- 分红比例提升：**2024 年公司合计分红 74 亿元，分红比例 60.4%，分红比例较去年提升 9.3pcts。按 2025/4/30 收盘价 204.1 元计算股息率 3.3%。
- 投资建议：**公司 2024 年实现稳健较快发展，2025 年一季度实现开门红，符合我们预期。我们看好公司 2025 年产品矩阵继续向上向下延展，以及继续稳步推进全国化。根据最新业绩调整盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 10.74/11.91/12.97 元，2025/4/30 收盘价 204.1 元对应 P/E 分别为 19/17/16 倍，维持推荐评级。
- 风险提示：**白酒消费需求持续低迷的风险。

### 主要财务指标预测

|            | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 36010.99 | 39328.45 | 43202.18 | 46878.90 |
| 收入增长率%     | 12.79    | 9.21     | 9.85     | 8.51     |
| 归母净利润(百万元) | 12242.88 | 13104.64 | 14532.14 | 15822.83 |
| 利润增速%      | 17.29    | 7.04     | 10.89    | 8.88     |
| 毛利率%       | 76.20    | 76.84    | 77.65    | 78.06    |
| 摊薄 EPS(元)  | 10.04    | 10.74    | 11.91    | 12.97    |
| PE         | 20.34    | 19.00    | 17.13    | 15.74    |
| PB         | 7.16     | 5.55     | 4.19     | 3.31     |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 山西汾酒 (600809.SH)

推荐 维持

### 分析师

刘来珍

☎：021-2025-2647

✉：liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523040001

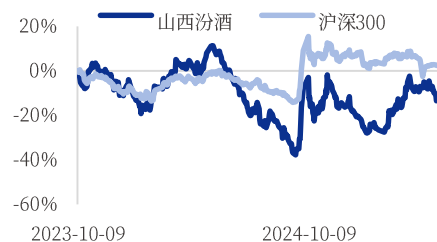
### 市场数据

2025-04-30

|               |         |
|---------------|---------|
| 股票代码          | 600809  |
| A 股收盘价(元)     | 204.10  |
| 上证指数          | 3279.03 |
| 总股本(百万股)      | 1,220   |
| 实际流通 A 股(百万股) | 1,220   |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 2,490   |

### 相对沪深 300 表现图

2025-04-30



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河食饮】公司点评\_短期节奏波动，发展势能未变 20250830

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产        | 44033.74 | 52895.81 | 71193.18 | 85682.57 |
| 现金          | 6284.73  | 16117.01 | 31466.43 | 46759.79 |
| 应收账款        | 0.08     | 6.48     | 0.72     | 7.09     |
| 其它应收款       | 33.12    | 54.28    | 41.73    | 62.45    |
| 预付账款        | 98.58    | 136.62   | 144.85   | 154.25   |
| 存货          | 13270.21 | 12029.78 | 14794.12 | 13769.84 |
| 其他          | 24347.02 | 24551.64 | 24745.33 | 24929.16 |
| 非流动资产       | 9461.46  | 9661.93  | 9658.63  | 9801.76  |
| 长期投资        | 95.60    | 95.60    | 95.60    | 95.60    |
| 固定资产        | 2854.88  | 2726.72  | 2586.51  | 2436.11  |
| 无形资产        | 1225.62  | 1405.62  | 1585.62  | 1765.62  |
| 其他          | 5285.36  | 5433.99  | 5390.90  | 5504.43  |
| 资产总计        | 53495.20 | 62557.74 | 80851.81 | 95484.34 |
| 流动负债        | 17963.19 | 16912.20 | 20664.13 | 19463.83 |
| 短期借款        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付账款        | 3846.19  | 1466.80  | 4166.22  | 1832.22  |
| 其他          | 14116.99 | 15445.40 | 16497.91 | 17631.61 |
| 非流动负债       | 327.53   | 327.53   | 327.53   | 327.53   |
| 长期借款        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他          | 327.53   | 327.53   | 327.53   | 327.53   |
| 负债合计        | 18290.72 | 17239.73 | 20991.66 | 19791.36 |
| 少数股东权益      | 450.65   | 460.65   | 470.65   | 480.65   |
| 归属母公司股东权益   | 34753.83 | 44857.36 | 59389.50 | 75212.33 |
| 负债和股东权益     | 53495.20 | 62557.74 | 80851.81 | 95484.34 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流    | 12172.32 | 12938.97 | 15255.00 | 15348.94 |
| 净利润        | 12253.09 | 13114.64 | 14542.14 | 15832.83 |
| 折旧摊销       | 584.28   | 249.53   | 253.30   | 256.86   |
| 财务费用       | 33.66    | 5.58     | 5.58     | 5.58     |
| 投资损失       | -324.11  | -350.00  | -350.00  | -350.00  |
| 营运资金变动     | -347.23  | -80.77   | 803.98   | -396.34  |
| 其它         | -27.37   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资活动现金流    | -3928.76 | -100.00  | 100.00   | -50.00   |
| 资本支出       | -634.97  | -450.00  | -250.00  | -400.00  |
| 长期投资       | -3660.07 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他         | 366.28   | 350.00   | 350.00   | 350.00   |
| 筹资活动现金流    | -5733.62 | -3006.69 | -5.58    | -5.58    |
| 短期借款       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他         | -5733.62 | -3006.69 | -5.58    | -5.58    |
| 现金净增加额     | 2509.98  | 9832.28  | 15349.42 | 15293.36 |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表 (百万元) | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 36010.99 | 39328.45 | 43202.18 | 46878.90 |
| 营业成本      | 8569.68  | 9108.00  | 9656.61  | 10283.03 |
| 营业税金及附加   | 5932.89  | 6685.84  | 7344.37  | 7969.41  |
| 营业费用      | 3726.36  | 4522.77  | 5097.86  | 5625.47  |
| 管理费用      | 1447.35  | 1494.48  | 1641.68  | 1781.40  |
| 财务费用      | -9.77    | -12.27   | -12.76   | -13.75   |
| 资产减值损失    | -2.14    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 公允价值变动收益  | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益     | 324.11   | 350.00   | 350.00   | 350.00   |
| 营业利润      | 16538.58 | 17722.32 | 19651.61 | 21395.83 |
| 营业外收入     | 3.96     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业外支出     | 13.70    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 利润总额      | 16528.84 | 17722.32 | 19651.61 | 21395.83 |
| 所得税       | 4275.75  | 4607.68  | 5109.47  | 5563.00  |
| 净利润       | 12253.09 | 13114.64 | 14542.14 | 15832.83 |
| 少数股东损益    | 10.21    | 10.00    | 10.00    | 10.00    |
| 归属母公司净利润  | 12242.88 | 13104.64 | 14532.14 | 15822.83 |
| EBITDA    | 16788.98 | 17609.58 | 19542.16 | 21288.94 |
| EPS (元)   | 10.04    | 10.74    | 11.91    | 12.97    |

| 主要财务比率    | 2024A     | 2025E   | 2026E    | 2027E   |
|-----------|-----------|---------|----------|---------|
| 营业收入      | 12.79%    | 9.21%   | 9.85%    | 8.51%   |
| 营业利润      | 16.27%    | 7.16%   | 10.89%   | 8.88%   |
| 归属母公司净利润  | 17.29%    | 7.04%   | 10.89%   | 8.88%   |
| 毛利率       | 76.20%    | 76.84%  | 77.65%   | 78.06%  |
| 净利率       | 34.00%    | 33.32%  | 33.64%   | 33.75%  |
| ROE       | 35.23%    | 29.21%  | 24.47%   | 21.04%  |
| ROIC      | 33.60%    | 28.01%  | 23.63%   | 20.41%  |
| 资产负债率     | 34.19%    | 27.56%  | 25.96%   | 20.73%  |
| 净负债比率     | -16.30%   | -34.36% | -51.65%  | -61.05% |
| 流动比率      | 2.45      | 3.13    | 3.45     | 4.40    |
| 速动比率      | 0.45      | 1.07    | 1.63     | 2.53    |
| 总资产周转率    | 0.67      | 0.63    | 0.53     | 0.49    |
| 应收账款周转率   | 478386.10 | 6069.71 | 59928.36 | 6609.87 |
| 应付账款周转率   | 9.36      | 26.81   | 10.37    | 25.59   |
| 每股收益      | 10.04     | 10.74   | 11.91    | 12.97   |
| 每股经营现金    | 9.98      | 10.61   | 12.50    | 12.58   |
| 每股净资产     | 28.49     | 36.77   | 48.68    | 61.65   |
| P/E       | 20.34     | 19.00   | 17.13    | 15.74   |
| P/B       | 7.16      | 5.55    | 4.19     | 3.31    |
| EV/EBITDA | 13.04     | 13.26   | 11.16    | 9.53    |
| P/S       | 6.91      | 6.33    | 5.76     | 5.31    |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍 上海交通大学金融学硕士，8年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                          | 评级   | 说明                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上       |
|                                                                                                                               |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间  |
|                                                                                                                               |      | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |
|                                                                                                                               | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |
|                                                                                                                               |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
|                                                                                                                               |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |
|                                                                                                                               |      | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn