

## 山西汾酒 (600809.SH)

## 业绩稳健，势能向上

**事件:** 4月29日, 公司发布2024年报和2025年一季报。24年公司营收360.11亿元、同比+12.79%, 归母净利润122.43亿元、同比+17.29%; 其中24Q4营收同比-10.24%, 归母净利润同比-11.32%。25Q1营收165.23亿元、同比+7.72%, 归母净利润66.48亿元、同比+6.15%。

**25Q1 平稳增长, 净利率同比微降。** 25Q1 营收 165.23 亿元、同比+7.72%, 归母净利润 66.48 亿元、同比+6.15%, 我们预计春节动销表现良好, 2-3 月相对平淡。25Q1 毛利率同比+1.34pct 至 78.80%, 期间费用率同比+1.55pct (预计系 25 年适度增投费用), 净利率同比-0.57pct 至 40.28%。

**25Q1 主要产品势头良性。** 25Q1 汾酒收入 162.12 亿元、同比+8.23%, 其他酒类 2.68 亿元、同比-15.49%。预计汾酒系列产品结构虽较 24Q1 有承压但保持良性, 其中预计青 30 表现稳定, 青 26 贡献增量 (24 年底上市), 青 20、老白汾系列、玻汾均保持良好势头。展望 25 年, 青 26 及以上、老白汾系列、青花 20 均有望保持平稳增长, 老白汾预计 25H1 继续拓展环山西市场, 25H2 逐步向全国铺开, 玻汾继续控量。

**25Q1 省内收入增速略快于省外。** 25Q1 省内收入 60.83 亿元、同比+8.70%; 省外收入 103.96 亿元、同比+7.18%; 省内增速略快于省外预计主要得益于省内产品结构提升以及青花 26 主要在省内放量, 后续青花 26 逐渐在全国铺开。展望 25 年, 我们预计省外增速快于省内。

**24Q4 公司主动降速。** 2024 年营收 360.11 亿元、同比+12.79%, 归母净利润 122.43 亿元、同比+17.29%; 其中 24Q4 营收同比-10.24%, 归母净利润同比-11.32%, 预计主要系 24 年 11-12 月公司控货。

**24 年量价齐升带动毛利率提升, 税率下行带动净利率提升。** 24 年中高价酒收入 265.32 亿元、同比+14.35%。毛利率同比+0.36pct, 预计青花系列、老白汾及巴拿马和玻汾均保持增长; 其他酒收入 93.42 亿元、同比+9.40%、毛利率同比+1.50pct。24 年毛利率同比+0.90pct 至 76.20%, 期间费用率同比+0.66pct, 税金及附加率/所得税率同比-1.79/-0.51pct, 净利率同比+1.27pct 至 34.03%。

**24 年省内外增长均良性。** 24 年省内收入 135 亿元、同比+11.72%, 毛利率同比+1.05pct, 预计青花 25、老白汾贡献不小增量; 省外收入 223.74 亿元、同比+13.81%, 毛利率同比+0.88pct, 长三角和珠三角均良好增长。

**盈利预测与投资建议:** 考虑整体消费渐进复苏但速度偏缓, 我们略下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年摊薄 EPS 为 11.02/12.07/13.16 元/股 (2025-2026 年前值为 11.37/12.63 元/股), 当前股价对应 PE 为 18/17/15x, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济波动, 消费力恢复不及预期, 行业竞争加剧等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	31,928	36,011	39,650	43,486	47,640
增长率 yoy (%)	21.8	12.8	10.1	9.7	9.6
归母净利润 (百万元)	10,438	12,243	13,438	14,721	16,058
增长率 yoy (%)	28.9	17.3	9.8	9.6	9.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	8.56	10.04	11.02	12.07	13.16
净资产收益率 (%)	37.5	35.2	33.5	32.1	30.7
P/E (倍)	23.7	20.2	18.4	16.8	15.4
P/B (倍)	8.9	7.1	6.2	5.4	4.7

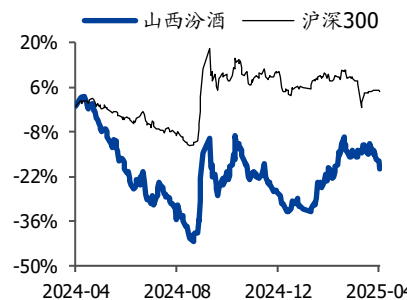
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

## 买入 (维持)

## 股票信息

行业	白酒 II
前次评级	买入
04 月 29 日收盘价 (元)	202.99
总市值 (百万元)	247,640.54
总股本 (百万股)	1,219.96
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	5.26

## 股价走势



## 作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 李依琳

执业证书编号: S0680524080001

邮箱: liyilin@gszq.com

## 相关研究

- 《山西汾酒 (600809.SH): 2024 年中期分红出台, 四轮驱动稳健行远》 2024-12-25
- 《山西汾酒 (600809.SH): 业绩稳健, 韧性凸显》 2024-10-31
- 《山西汾酒 (600809.SH): 汾酒复兴, 清香天下一首次覆盖报告》 2024-10-05

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	34608	44034	49419	56146	63592
现金	3775	6285	10776	16064	21953
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	36	33	36	40	44
预付账款	114	99	145	158	172
存货	11573	13270	14057	15302	16652
其他流动资产	19110	24347	24405	24581	24772
<b>非流动资产</b>	9488	9461	10229	11034	11790
长期投资	94	96	108	121	135
固定资产	1926	2855	2984	3066	3115
无形资产	1247	1226	1490	1709	1937
其他非流动资产	6221	5285	5648	6136	6603
<b>资产总计</b>	44096	53495	59649	67179	75382
<b>流动负债</b>	15147	17963	18789	20476	22303
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2893	4587	4234	4610	5016
其他流动负债	12254	13377	14555	15866	17287
<b>非流动负债</b>	674	328	328	328	328
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	674	328	328	328	328
<b>负债合计</b>	15821	18291	19117	20803	22631
少数股东权益	438	451	462	474	488
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	25787	32702	38025	43857	50218
归属母公司股东权益	27837	34754	40070	45902	52263
<b>负债和股东权益</b>	44096	53495	59649	67179	75382

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	7225	12172	13710	15224	16840
净利润	10459	12253	13449	14734	16072
折旧摊销	604	584	459	487	489
财务费用	39	34	6	6	0
投资损失	-499	-324	-398	-263	0
营运资金变动	-2881	-347	20	249	269
其他经营现金流	-497	-27	174	12	10
<b>投资活动现金流</b>	-10220	-3929	-1003	-1040	-1255
资本支出	-482	-635	-1275	-1290	-1242
长期投资	-10094	-3660	-12	-13	-13
其他投资现金流	356	366	285	263	0
<b>筹资活动现金流</b>	-4432	-5734	-8215	-8895	-9697
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	112	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4544	-5734	-8215	-8895	-9697
<b>现金净增加额</b>	-7426	2510	4491	5288	5888

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	31928	36011	39650	43486	47640
营业成本	7884	8570	9350	10179	11077
营业税金及附加	5832	5933	6532	7164	7849
营业费用	3217	3726	4362	4783	5217
管理费用	1202	1447	1594	1748	1891
研发费用	88	148	198	217	238
财务费用	-8	-10	-120	-210	-321
资产减值损失	0	-2	0	0	0
其他收益	15	11	18	20	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	499	324	398	263	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	14224	16539	18151	19888	21690
营业外收入	5	4	5	5	5
营业外支出	24	14	14	17	15
<b>利润总额</b>	14205	16529	18142	19875	21680
所得税	3747	4276	4693	5141	5608
<b>净利润</b>	10459	12253	13449	14734	16072
少数股东损益	20	10	11	12	13
<b>归属母公司净利润</b>	10438	12243	13438	14721	16058
EBITDA	14321	16789	18482	20152	21848
EPS (元/股)	8.56	10.04	11.02	12.07	13.16

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.8	12.8	10.1	9.7	9.6
营业利润(%)	30.8	16.3	9.7	9.6	9.1
归属母公司净利润(%)	28.9	17.3	9.8	9.6	9.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	75.3	76.2	76.4	76.6	76.7
净利率(%)	32.7	34.0	33.9	33.9	33.7
ROE(%)	37.5	35.2	33.5	32.1	30.7
ROIC(%)	34.6	33.6	32.6	31.1	29.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.9	34.2	32.0	31.0	30.0
净负债比率(%)	-10.2	-16.3	-25.5	-33.7	-40.7
流动比率	2.3	2.5	2.6	2.7	2.9
速动比率	0.4	0.4	0.7	0.9	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	82505.9	235067.5	218891.8	144524.8	302699.2
应付账款周转率	3.5	2.8	2.6	2.9	2.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	8.56	10.04	11.02	12.07	13.16
每股经营现金流(最新摊薄)	5.92	9.98	11.24	12.48	13.80
每股净资产(最新摊薄)	22.82	28.49	32.85	37.63	42.84
<b>估值比率</b>					
P/E	23.7	20.2	18.4	16.8	15.4
P/B	8.9	7.1	6.2	5.4	4.7
EV/EBITDA	19.5	13.0	12.8	11.5	10.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com