

山西汾酒（600809.SH）

业绩符合预期，控制节奏稳健发展

2025 年 05 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

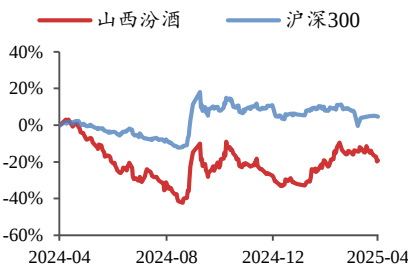
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2025/4/30
当前股价(元)	204.10
一年最高最低(元)	273.68/147.01
总市值(亿元)	2,489.95
流通市值(亿元)	2,489.95
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.20
近 3 个月换手率(%)	29.73

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《营收速度不弱，产品结构阶段性下
移——公司信息更新报告》-2024.8.29

● 收入业绩符合预期，保持稳健发展势能，维持“买入”评级

2024 年公司实现收入 360.1 亿元，同比+12.8%，归母净利润 122.4 亿元，同比+17.3%；2025Q1 收入 165.2 亿元，同比+7.7%，归母净利润 66.5 亿元，同比+6.2%。2024 年分红率 60.4%，对应 2025 年股息率 3.2%。收入和业绩符合市场预期。我们维持 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 134.5 亿元、146.8 亿元、159.1 亿元，同比分别+9.9%、+9.2%、+8.3%，EPS 分别为 11.03、12.03、13.04 元，当前股价对应 PE 分别为 18.4、16.9、15.6 倍，公司在全国化、渠道深耕、产品结构完善方面仍有较大空间，未来增长确定性较高，维持“买入”评级。

● 产品结构继续完善，省内增速超预期，省外延续良性增长

2024 年中高价酒类/低价酒类实现营收分别 265.3 亿元/93.4 亿元，同比分别+14.3%/+9.4%，腰部产品贡献较多。2025Q1 汾酒/其他酒类（披露口径改变）收入分别 162.1/2.7 亿元，同比+8.2%/-15.5%，我们预计腰部进一步放量，玻汾有明显控制。2024 年山西省内/省外收入 135.0/223.7 亿元，同比+11.7%/+13.8%，2025Q1 山西省内/省外收入同比+8.7%/+7.2%。省外市场主动调整节奏，扁平化经销商、做渠道的精耕下沉，预计后期逐季往上。

● 现金流和合同负债均处于历史较高水平

2024 年销售收现 366 亿元，同比+21.5%，2025Q1 销售收现 137.9 亿元/同比-2.9%，主要原因是 2025 年春节错位，2024 年收款节奏提前，年底积累的合同负债在 2025 年 Q1 确认收入。2025 年一季度末，合同负债 58 亿元，属于历史较高水平，体现了渠道对公司产品的认可度和回款积极性。

● 优化产品结构，加快市场费用兑付，盈利能力略有下降

受益产品结构改善，2025Q1 毛利率同比+1.34pcts 至 78.8%，Q1 税金/销售/管理费用率同比+0.34/+1.76/-0.23pcts，兑付费用加快，销售费用率有明显提升，净利率下降 0.58pct 至 40.28%。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	39,679	42,790	46,181
YOY(%)	21.8	12.8	10.2	7.8	7.9
归母净利润(百万元)	10,438	12,243	13,450	14,682	15,907
YOY(%)	28.9	17.3	9.9	9.2	8.3
毛利率(%)	75.3	76.2	76.2	77.2	77.3
净利率(%)	32.8	34.0	33.9	34.3	34.4
ROE(%)	37.0	34.8	27.6	24.2	21.1
EPS(摊薄/元)	8.56	10.04	11.03	12.03	13.04
P/E(倍)	23.7	20.2	18.4	16.9	15.6
P/B(倍)	8.9	7.1	5.1	4.1	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	34608	44034	55940	68843	82853
现金	3775	6285	17308	30207	41983
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	36	33	43	39	50
预付账款	114	99	135	117	155
存货	11573	13270	14106	14133	16318
其他流动资产	19110	24347	24347	24347	24347
非流动资产	9488	9461	9834	10091	10359
长期投资	94	96	110	125	140
固定资产	1926	2855	3384	3722	3970
无形资产	1247	1226	1375	1552	1760
其他非流动资产	6221	5285	4965	4692	4488
资产总计	44096	53495	65774	78934	93212
流动负债	15147	17963	16791	17932	17634
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2893	4587	3656	4846	4322
其他流动负债	12254	13377	13135	13086	13312
非流动负债	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
负债合计	15821	18291	17118	18260	17962
少数股东权益	438	451	452	453	455
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	25787	32702	42169	51800	62454
归属母公司股东权益	27837	34754	48204	60221	74795
负债和股东权益	44096	53495	65774	78934	93212

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7225	12172	11777	15554	12801
净利润	10459	12253	13452	14684	15909
折旧摊销	253	235	276	333	385
财务费用	-8	-10	-235	-584	-944
投资损失	-499	-324	-13	-13	-13
营运资金变动	-2882	-347	-1705	1127	-2544
其他经营现金流	-98	365	2	7	9
投资活动现金流	-10220	-3929	-628	-574	-637
资本支出	485	638	634	575	638
长期投资	-10094	-3660	-15	-15	-15
其他投资现金流	359	369	21	16	16
筹资活动现金流	-4432	-5734	-125	-2081	-389
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	-125	-2081	-389
现金净增加额	-7426	2510	11023	12899	11776

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31928	36011	39679	42790	46181
营业成本	7884	8570	9444	9741	10504
营业税金及附加	5832	5933	6745	7274	7851
营业费用	3217	3726	4087	4921	5542
管理费用	1202	1447	1389	1498	1616
研发费用	88	148	101	124	142
财务费用	-8	-10	-235	-584	-944
资产减值损失	0	-2	0	0	0
其他收益	15	11	13	12	12
公允价值变动收益	0	0	8	3	3
投资净收益	499	324	13	13	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	14224	16539	18191	19853	21510
营业外收入	5	4	6	6	6
营业外支出	24	14	19	16	17
利润总额	14205	16529	18178	19843	21498
所得税	3747	4276	4726	5159	5590
净利润	10459	12253	13452	14684	15909
少数股东损益	20	10	1	1	2
归属母公司净利润	10438	12243	13450	14682	15907
EBITDA	14345	16575	18101	19464	20801
EPS(元)	8.56	10.04	11.03	12.03	13.04

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.8	12.8	10.2	7.8	7.9
营业利润(%)	30.8	16.3	10.0	9.1	8.3
归属于母公司净利润(%)	28.9	17.3	9.9	9.2	8.3
获利能力					
毛利率(%)	75.3	76.2	76.2	77.2	77.3
净利率(%)	32.8	34.0	33.9	34.3	34.4
ROE(%)	37.0	34.8	27.6	24.2	21.1
ROIC(%)	46.3	42.1	42.8	47.3	46.2
偿债能力					
资产负债率(%)	35.9	34.2	26.0	23.1	19.3
净负债比率(%)	-11.6	-16.4	-35.3	-49.6	-55.6
流动比率	2.3	2.5	3.3	3.8	4.7
速动比率	0.4	0.4	1.1	1.8	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
应收账款周转率	82505.9	235067.5	235067.5	235067.5	235067.5
应付账款周转率	3.5	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	8.56	10.04	11.03	12.03	13.04
每股经营现金流(最新摊薄)	5.92	9.98	9.65	12.75	10.49
每股净资产(最新摊薄)	22.82	28.49	39.51	49.36	61.31
估值比率					
P/E	23.7	20.2	18.4	16.9	15.6
P/B	8.9	7.1	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	17.1	14.6	12.8	11.2	9.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2/4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn