

稳健增长持续

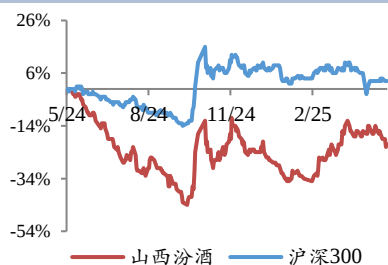
——山西汾酒 24 年报&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-04

收盘价（元）	204.10
近 12 个月最高/最低（元）	264.02/144.97
总股本（百万股）	1,220
流通股本（百万股）	1,220
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	2,490
流通市值（亿元）	2,490

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2024 年报及 25Q1 季报：

- **25Q1**：收入 165.23 亿元（+7.72%），归母净利润 66.48 亿元（+6.15%），扣非归母净利润 66.56 亿元（+6.31%）。
- **24Q4**：收入 46.53 亿（-10.24%），归母净利润 8.93 亿（-11.32%），扣非归母净利润 8.94 亿（-12.10%）。
- **24 年**：收入 360.11 亿元（+12.79%），归母净利润 122.43 亿元（+17.29%），扣非归母净利润 122.46 亿元（+17.24%）。
- **25Q1 及 24Q4 表现符合市场预期。**

● 收入：稳健增长势能不减

- **25Q1**：分产品结构，汾酒/系列酒营收分别同比+8.2%/-15.5%，预计老白汾/巴拿马聚焦大众宴席场景实现明显放量，增速快于汾酒整体水平，青花 20 增长稳健，玻汾在控量下预计增速慢于汾酒整体水平；其他酒下滑主因竹叶青/杏花村仍处于调整阶段。分区域看，省内/外营收分别同比增长 8.7%/7.2%，省内占比同比+0.3pct 至 36.9%，省内增速略快。
- **24 年**：中高价/其他酒营收分别同比增长 14.4%/9.4%，中高价占比白酒营收提升 0.9pct 至 74.0%。拆分量价看，中高价酒销量/吨价分别同比增长 13.0%/1.2%，量增引领，我们预计老白汾换新铺货实现高增，增速快于中高价酒整体，青花系列增长稳健与中高价整体增速相当，其中青花 20/25 预计同比实现双位数增长，青花 30 受行业需求走弱影响，预计仍有压力。其他酒销量/吨价分别同比增长 4.8%/7.8%，量价齐升。分区域看，省内/省外营收分别同比增长 11.7%/13.8%，省外占比白酒营收同比提升 0.4pct 至 62.4%，全国化持续推进。

● 利润：产品结构升级驱动

- **25Q1**：毛利率同比提升 1.3pct 至 78.8%，主因产品结构提升。同期，公司销售/管理/研发/财务费率各同比+1.76/-0.23/+0.05/-0.03pct，渠道费用投入阶段性上升，后续随着汾享礼遇模式完善，预计费效比仍有提升空间。综上，公司归母净利率同比下降 0.6pct 至 40.2%，销售费率上升是主因。
- **24 年**：毛利率同比提升 0.9pct 至 76.2%，主要源自产品结构升级。同期，公司销售/管理/研发/财务费率各同比+0.28/+0.25/+0.13/-0.01pct，整体费用管控得当。综上，公司归母净利率同比提升 1.3pct 至 34.0%。

● 报表质量：回款意愿仍强

➤ 25Q1 公司“营收+△合同负债”同比下降 1.7%，销售收现同比下降 2.9%，慢于营收增速，主因春节回款与报表确认扰动。合计 24Q4 看，公司平均“营收+△合同负债”同比提升 4.9%，平均销售收现同比提升 0.8%，渠道端回款意愿仍强。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

展望 25 年，产品端公司营收抓手仍为青花 20 与老白汾，青花 30 以价优先，青花 26 持续培育消费氛围，玻汾控量投放；区域端，省内稳健为主，省外持续开拓市场，全年稳健增长无虞。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复情况，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 394.97/435.46/481.49 亿元（25-26 年原值 426.26/486.83 亿元），分别同比增长 9.7%/10.3%/10.6%；实现归母净利润 133.90/148.10/165.00 亿元（25-26 年原值 144.59/167.58 亿元），分别同比增长 9.4%/10.6%/11.4%；当前股价对应 PE 分别为 19/17/15 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

省内消费升级不及预期，省外推广不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36011	39497	43546	48149
收入同比（%）	12.8%	9.7%	10.3%	10.6%
归属母公司净利润	12243	13390	14810	16500
净利润同比（%）	17.3%	9.4%	10.6%	11.4%
毛利率（%）	76.2%	76.6%	76.9%	77.2%
ROE（%）	35.2%	33.5%	33.2%	35.2%
每股收益（元）	10.04	10.98	12.14	13.53
P/E	18.36	18.60	16.81	15.09
P/B	6.47	6.22	5.58	5.31
EV/EBITDA	13.04	13.15	11.70	10.33

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44034	54546	56738	64769	营业收入	36011	39497	43546	48149
现金	6285	13702	17467	21224	营业成本	8570	9251	10048	10985
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	5933	6714	7403	8185
其他应收款	33	450	83	506	销售费用	3726	4226	4747	5200
预付账款	99	324	352	384	管理费用	1447	1580	1742	1926
存货	13270	15511	14074	17661	财务费用	-10	-63	-69	-70
其他流动资产	24347	24560	24763	24993	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	9461	10313	10914	11273	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	96	96	96	96	投资净收益	324	232	256	283
固定资产	2855	3697	4297	4667	营业利润	16539	17862	19757	22012
无形资产	1226	1236	1236	1226	营业外收入	4	6	6	6
其他非流动资产	5285	5285	5285	5285	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	53495	64859	67652	76042	利润总额	16529	17868	19763	22018
流动负债	17963	24059	22194	28302	所得税	4276	4467	4941	5505
短期借款	0	0	0	0	净利润	12253	13401	14823	16514
应付账款	3846	3863	2836	4488	少数股东损益	10	11	12	14
其他流动负债	14117	20196	19358	23814	归属母公司净利润	12243	13390	14810	16500
非流动负债	328	328	328	328	EBITDA	16789	17935	19842	22100
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	10.04	10.98	12.14	13.53
其他非流动负债	328	328	328	328					
负债合计	18291	24386	22521	28629					
少数股东权益	451	462	474	488					
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积	704	704	704	704					
留存收益	32830	38087	42732	45001					
归属母公司股东权	34754	40011	44656	46925					
负债和股东权益	53495	64859	67652	76042					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	12172	16531	14678	18500	成长能力				
净利润	12253	13401	14823	16514	营业收入	12.8%	9.7%	10.3%	10.6%
折旧摊销	584	368	409	440	营业利润	16.3%	8.0%	10.6%	11.4%
财务费用	34	0	0	0	归属于母公司净利	17.3%	9.4%	10.6%	11.4%
投资损失	-324	-232	-256	-283	获利能力				
营运资金变动	-347	3000	-292	1835	毛利率（%）	76.2%	76.6%	76.9%	77.2%
其他经营现金流	12573	10395	15108	14672	净利率（%）	34.0%	33.9%	34.0%	34.3%
投资活动现金流	-3929	-982	-748	-511	ROE（%）	35.2%	33.5%	33.2%	35.2%
资本支出	-635	-1214	-1004	-794	ROIC（%）	33.6%	32.1%	31.9%	33.9%
长期投资	-3660	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	366	232	256	283	资产负债率（%）	34.2%	37.6%	33.3%	37.6%
筹资活动现金流	-5734	-8132	-10165	-14231	净负债比率（%）	52.0%	60.3%	49.9%	60.4%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.45	2.27	2.56	2.29
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.45	0.67	0.89	0.85
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.67	0.66	0.67
其他筹资现金流	-5734	-8132	-10165	-14231	应收账款周转率	235067.4	—	—	—
现金净增加额	2510	7417	3765	3758	应付账款周转率	2.80	2.40	3.00	3.00

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	10.04	10.98	12.14	13.53	P/E	18.36	18.60	16.81	15.09
每股经营现金流（摊	9.98	13.55	12.03	15.16	P/B	6.47	6.22	5.58	5.31
每股净资产	28.49	32.80	36.60	38.46	EV/EBITDA	13.04	13.15	11.70	10.33

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。