

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	204.10
总股本/流通股本(亿股)	12.20 / 12.20
总市值/流通市值(亿元)	2,490 / 2,490
52周内最高/最低价	270.32 / 147.79
资产负债率(%)	34.2%
市盈率	20.34
第一大股东	山西杏花村汾酒集团有 限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

山西汾酒(600809)

收入利润符合预期，25 年有望稳健增长

● 投资要点

公司 2024 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 360.11/360.11/122.43/122.46 亿元，同比 12.79%/12.79%/17.29%/17.24%。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 76.2%/34%，分别同比 0.9/1.31pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.48%/10.35%/4.02%/0.41%/-0.03%，分别同比 -1.79/0.27/0.25/0.13/0pct。全年实现销售收现 366.09 亿元，同比 +21.5%；经现净额 121.72 亿元，同比 +68.47%；年末合同负债 86.72 亿元，同比增加 16.43 亿元，环比增加 31.92 亿元（去年同口径环比增加 18.57 亿元）。24 年分红率 60.39%，同比提高了 9.32pct。

公司单 Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 46.53/46.53/8.93/8.94 亿元，同比 -10.24%/-10.24%/-11.32%/-12.1%。24Q4 公司毛利率/归母净利率为 77.36%/19.19%，分别同比 5.3/-0.23pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.12%/17.6%/9.57%/0.99%/0.05%，分别同比 -3.69/4.33/3.14/0.34/0.14pct。单四季度实现销售收现 64.54 亿元，同比 +9.79%，经现净额 7.38 亿元，去年同期 -0.78 亿元。

2024 年拆分：分产品，中高价酒类/其他酒类分别实现营收 265.32/93.42 亿元，同比 14.35%/9.40%，其中中高价酒类销量 6.77 万吨，同比 12.96%，其他酒类销量 15.29 万吨，同比 4.83%；分地区，省内/省外分别实现营收 135.00/223.74 亿元，同比 11.72%/13.81%；24 年线上电商销售 21.05 亿元，同比 26.22%。24 年分产品看，我们估计青花、巴拿马、老白汾表现均高于平均增速、玻汾控货下平稳，青花中青 20/25 估计增速最高。25 年一季度估计青 20/25 平稳增长，新品青 26 表现亮眼、支撑起 26 及以上产品的稳健增长，腰部表现估计快于平均、玻汾略放量。整个产品梯队互相助力、配合有序。

公司 2025 年 Q1 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 165.23/165.23/66.48/66.56 亿元，同比 7.72%/7.72%/6.15%/6.31%。25Q1，公司毛利率/归母净利率为 78.8%/40.23%，分别同比 1.34/-0.6pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.69%/9.23%/1.76%/0.21%/-0.03%，分别同比 0.34/1.76/-0.23/0.05/-0.03pct。25Q1 公司实现销售收现 137.9 亿元，同比 -2.9%；经现净额 70.27 亿元，同比 -0.21%；25Q1 末合同负债 58.18 亿元，同比增加 2.29 亿元，环比减少 28.54 亿元（去年同口径环比减少 14.39 亿元）。

● 盈利预测与投资建议

24 年公司通过“汾享礼遇”模式的深化进一步提升渠道管理能力、组织架构的再调整进一步加快市场响应速度和核心大单品的聚焦式打造, 24 年伴随五码合一上线完成了青 20、老白汾等产品的焕新、品质再次升级, 当前正逐步新老替换、批价稳中有升, 25 年将在其他产品包括文创线上看到更多文化营销理念下符合消费者诉求的惊艳产品亮相。25 年公司整体将加大费用投放力度, 省外增速目标高于省内。随着消费需求的回暖, 预计业绩表现将逐季更好。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 396.75/437.75/504.83 亿元, 同比增长 10.17%/10.34%/15.32%, 归母净利润 135.06/149.42/174.46 亿元, 同比增长 10.32%/10.63%/16.76% (从分红的视角来看, 若 25 年按 60% 分红率来计算, 对应当前股价股息率为 3.25%), 对应 EPS 为 11.07/12.25/14.30 元, 对应当前股价 PE 为 18/17/14 倍。

● 风险提示:

经济/需求恢复不及预期, 公司销售不及预期, 食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	36011	39675	43775	50483
增长率 (%)	12.79	10.17	10.34	15.32
EBITDA (百万元)	16754.17	18053.69	19889.66	23256.67
归属母公司净利润 (百万元)	12242.88	13506.11	14942.38	17446.20
增长率 (%)	17.29	10.32	10.63	16.76
EPS (元/股)	10.04	11.07	12.25	14.30
市盈率 (P/E)	20.34	18.44	16.66	14.27
市净率 (P/B)	7.16	5.48	4.23	3.34
EV/EBITDA	13.29	12.86	11.18	9.13

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	36011	39675	43775	50483	营业收入	12.8%	10.2%	10.3%	15.3%
营业成本	8570	9106	10266	11696	营业利润	16.3%	7.4%	10.2%	16.7%
税金及附加	5933	6626	7310	8431	归属于母公司净利润	17.3%	10.3%	10.6%	16.8%
销售费用	3726	4682	5122	5957	获利能力				
管理费用	1447	1508	1620	1817	毛利率	76.2%	77.0%	76.5%	76.8%
研发费用	148	163	166	192	净利率	34.0%	34.4%	34.5%	34.9%
财务费用	-10	-40	-86	-123	ROE	35.2%	29.7%	25.4%	23.4%
资产减值损失	-2	-1	-1	-1	ROIC	43.5%	41.5%	52.3%	53.9%
营业利润	16539	17757	19568	22842	偿债能力				
营业外收入	4	90	100	120	资产负债率	34.2%	30.4%	27.2%	25.3%
营业外支出	14	5	5	5	流动比率	2.45	2.83	3.18	3.43
利润总额	16529	17842	19663	22957	营运能力				
所得税	4276	4186	4562	5326	应收账款周转率	20.44	21.78	21.78	21.78
净利润	12253	13656	15101	17631	存货周转率	0.65	0.67	0.67	0.67
归母净利润	12243	13506	14942	17446	总资产周转率	0.67	0.60	0.53	0.50
每股收益(元)	10.04	11.07	12.25	14.30	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	10.04	11.07	12.25	14.30
货币资金	6285	21564	31873	42729	每股净资产	28.49	37.23	48.29	61.19
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1762	1821	2009	2317	PE	20.34	18.44	16.66	14.27
预付款项	99	150	166	191	PB	7.16	5.48	4.23	3.34
存货	13270	13690	15433	17583	现金流量表				
流动资产合计	44034	55880	70063	86556	净利润	12253	13502	14890	17299
固定资产	3387	3782	4782	6673	折旧和摊销	235	252	313	422
在建工程	2025	2437	3183	3929	营运资本变动	-347	5232	-1602	-2415
无形资产	1226	1185	1144	1103	其他	-312	55	29	22
非流动资产合计	9461	10212	11937	14597	经营活动现金流净额	11829	19040	13630	15328
资产总计	53495	66091	82000	101153	资本开支	-637	-1000	-2000	-3000
短期借款	0	0	0	0	其他	-3292	57	58	105
应付票据及应付账款	4587	4124	4649	5297	投资活动现金流净额	-3929	-943	-1942	-2895
其他流动负债	13377	15637	17385	19959	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	17963	19761	22034	25256	债务融资	-348	-22	-6	4
其他	328	306	300	304	其他	-5386	-2796	-1374	-1581
非流动负债合计	328	306	300	304	筹资活动现金流净额	-5734	-2818	-1380	-1577
负债合计	18291	20067	22334	25559	现金及现金等价物净增加额	2166	15280	10308	10856
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积金	704	704	704	704					
未分配利润	32830	43500	56983	72725					
少数股东权益	451	601	759	945					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	35204	46025	59666	75594					
负债和所有者权益总计	53495	66091	82000	101153					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048