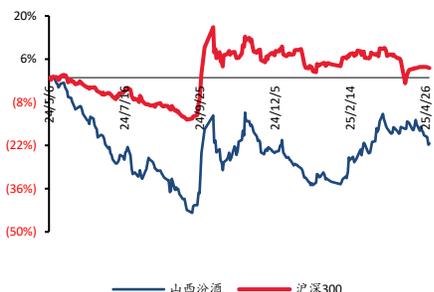


山西汾酒：业绩符合预期，2025年稳健增长

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|----------------|-------------------|
| 总股本/流通股(亿股) | 12.2/12.2 |
| 总市值/流通(亿元) | 2,489.95/2,489.95 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 272.56/147.01 |

相关研究报告

<<山西汾酒：业绩符合预期，青花系列保持稳健，腰部产品放量>>—2024-11-01

<<山西汾酒：Q2收入稳健增长，产品结构有所波动>>—2024-08-30

<<山西汾酒：2023年顺利收官，2024Q1开门红利润超预期>>—2024-04-28

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：公司发布2024年报和2025年一季报，2024年公司实现营业收入360.11亿元，同比增长12.79%；实现归母净利润122.43亿元，同比增长17.29%。2025Q1公司实现营业收入165.23亿元，同比增长7.72%；归母净利润66.48亿元，同比增长6.15%。

产品结构持续升级，省内省外齐头并进。分产品，2024年中高价酒/其他酒分别实现营收265.3/93.4亿元，分别同比+14.35%/+9.40%，其中销量分别同比+13%/5%，吨价分别同比+1%/+4%，腰部产品老白汾、巴拿马增长较快，青20增长稳定，青30有所降速，玻汾Q4控量预估有所降速。2025Q1汾酒/其他酒分别实现营收162.12/2.68亿元，同比+8.23%/-15.49%。分区域，2024年省内/省外分别实现营收135.0/223.7亿元，同比+11.72%/+13.81%，2025Q1省内/省外分别实现营收60.83/103.96亿元，同比+8.70%/+7.18%，省内省外发展相对均衡。2024年末公司省内/省外经销商数量分别为835/3718家，同比净增加15/598家，2025Q1省内/省外经销商数量分别为817/3644家，环比净减少18/74家，经销商体系持续优化。

产品结构上移带动毛利率提升，一季度销售费用投放增加净利率有所下滑。2024/2025Q1公司毛利率为76.20%/78.80%，同比+0.9/+1.3pct，主因产品结构提升。2024年税金及附加/销售/管理/研发费用率分别为16.48%/10.35%/4.02%/0.41%，同比-1.8/+0.3/+0.3/+0.1pct，2025Q1税金及附加/销售/管理/研发费用率分别为13.7%/9.2%/1.8%/0.2%，同比+0.4/+1.8/-0.2/+0.1pct，一季度销售费用率提升主因市场竞争加剧。2024/2025Q1公司净利率为34.03%/40.28%，同比+1.3/-0.6pct。2025Q1末合同负债达58.2亿元，同比+2.3亿元，环比-28.5亿元。

投资建议：预计2025-2027年收入增速分别为10%/12%/12%，归母净利润增速分别为10%/13%/13%，EPS分别为11.04/12.45/14.12元，对应当前股价PE分别为18x/16x/14x，按照2025年20X给予目标价220.8元，给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 36,011 | 39,508 | 44,202 | 49,333 |
| 营业收入增长率(%) | 12.79% | 9.71% | 11.88% | 11.61% |
| 归母净利(百万元) | 12,243 | 13,467 | 15,190 | 17,230 |
| 净利润增长率(%) | 17.29% | 10.00% | 12.80% | 13.42% |
| 摊薄每股收益(元) | 10.04 | 11.04 | 12.45 | 14.12 |
| 市盈率(PE) | 18.36 | 18.49 | 16.39 | 14.45 |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 货币资金 | 3,775 | 6,285 | 19,889 | 33,344 | 49,985 |
| 应收和预付款项 | 114 | 99 | 143 | 140 | 151 |
| 存货 | 11,573 | 13,270 | 13,794 | 15,206 | 16,831 |
| 其他流动资产 | 19,147 | 24,380 | 24,449 | 24,774 | 24,996 |
| 流动资产合计 | 34,608 | 44,034 | 58,273 | 73,464 | 91,963 |
| 长期股权投资 | 94 | 96 | 102 | 109 | 114 |
| 投资性房地产 | 14 | 14 | 13 | 13 | 13 |
| 固定资产 | 1,926 | 2,855 | 2,982 | 3,197 | 3,551 |
| 在建工程 | 829 | 2,025 | 2,618 | 3,372 | 4,219 |
| 无形资产开发支出 | 1,247 | 1,226 | 1,513 | 1,659 | 1,796 |
| 长期待摊费用 | 0 | 49 | 51 | 51 | 51 |
| 其他非流动资产 | 39,985 | 47,231 | 61,584 | 77,000 | 95,515 |
| 资产总计 | 44,096 | 53,495 | 68,864 | 85,400 | 105,259 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 2,893 | 4,587 | 4,155 | 4,559 | 5,316 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 12,928 | 13,704 | 15,998 | 16,909 | 18,745 |
| 负债合计 | 15,821 | 18,291 | 20,153 | 21,468 | 24,061 |
| 股本 | 1,220 | 1,220 | 1,220 | 1,220 | 1,220 |
| 资本公积 | 704 | 704 | 704 | 704 | 704 |
| 留存收益 | 25,787 | 32,702 | 46,169 | 61,359 | 78,589 |
| 归母公司股东权益 | 27,837 | 34,754 | 48,214 | 63,404 | 80,634 |
| 少数股东权益 | 438 | 451 | 497 | 528 | 565 |
| 股东权益合计 | 28,275 | 35,204 | 48,711 | 63,932 | 81,198 |
| 负债和股东权益 | 44,096 | 53,495 | 68,864 | 85,400 | 105,259 |

现金流量表 (百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金流 | 7,225 | 12,172 | 15,172 | 14,928 | 18,097 |
| 投资性现金流 | -10,220 | -3,929 | -1,473 | -1,473 | -1,456 |
| 融资性现金流 | -4,432 | -5,734 | -95 | 0 | 0 |
| 现金增加额 | -7,426 | 2,510 | 13,604 | 13,455 | 16,641 |

利润表 (百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 31,928 | 36,011 | 39,508 | 44,202 | 49,333 |
| 营业成本 | 7,884 | 8,570 | 9,175 | 10,093 | 11,077 |
| 营业税金及附加 | 5,832 | 5,933 | 6,637 | 7,514 | 8,387 |
| 销售费用 | 3,217 | 3,726 | 3,951 | 4,420 | 4,990 |
| 管理费用 | 1,202 | 1,447 | 1,580 | 1,768 | 1,976 |
| 财务费用 | -8 | -10 | 163 | 156 | -50 |
| 资产减值损失 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 499 | 324 | 305 | 442 | 493 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 14,224 | 16,539 | 18,198 | 20,563 | 23,292 |
| 其他非经营损益 | -19 | -10 | 1 | 6 | 0 |
| 利润总额 | 14,205 | 16,529 | 18,199 | 20,569 | 23,292 |
| 所得税 | 3,747 | 4,276 | 4,686 | 5,347 | 6,026 |
| 净利润 | 10,459 | 12,253 | 13,513 | 15,222 | 17,266 |
| 少数股东损益 | 20 | 10 | 46 | 32 | 36 |
| 归母股东净利润 | 10,438 | 12,243 | 13,467 | 15,190 | 17,230 |

预测指标

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 75.31% | 76.20% | 76.78% | 77.17% | 77.55% |
| 销售净利率 | 32.69% | 34.00% | 34.09% | 34.37% | 34.92% |
| 销售收入增长率 | 21.80% | 12.79% | 9.71% | 11.88% | 11.61% |
| EBIT 增长率 | 30.60% | 18.14% | 13.31% | 12.87% | 12.14% |
| 净利润增长率 | 28.93% | 17.29% | 10.00% | 12.80% | 13.42% |
| ROE | 37.50% | 35.23% | 27.93% | 23.96% | 21.37% |
| ROA | 23.67% | 22.89% | 19.56% | 17.79% | 16.37% |
| ROIC | 34.64% | 33.60% | 27.73% | 23.82% | 21.10% |
| EPS (X) | 8.56 | 10.04 | 11.04 | 12.45 | 14.12 |
| PE (X) | 26.95 | 18.36 | 18.49 | 16.39 | 14.45 |
| PB (X) | 10.11 | 6.47 | 5.16 | 3.93 | 3.09 |
| PS (X) | 8.82 | 6.24 | 6.30 | 5.63 | 5.05 |
| EV/EBITDA (X) | 19.45 | 13.04 | 12.18 | 10.15 | 8.37 |

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。