

山西汾酒(600809)

报告日期: 2025 年 05 月 06 日

库存良性发展稳健, 25 年关注新品及腰部产品发力

——山西汾酒 24 年报&25Q1 业绩点评报告

投资要点

- ❑ 24 年营收 360.11 亿元 (同比+13%, 下同); 归母净利润 122.43 亿元 (+17%)。24Q4 营收 46.53 亿元 (-10%); 归母净利润 8.93 亿元 (-11%)。25Q1 营收 165.23 亿元 (+8%); 归母净利润 66.48 亿元 (+6%)。
- ❑ 公司 25Q1 收入利润增速好于行业, 具备品类优势, 产品矩阵完善, 玻汾控量且保持顺价销售, 青 20+青 26 增速较优, 产品结构持续提升, 25 年关注老白汾等腰部产品省外发力。预估 25 年收入增速 8-10% 左右, 考虑到省外市场拓展及渠道扩张, 我们预估利润增速或低于收入增速。
- ❑ 销售费用略有增加, 合同负债同比提升。
 - 1) 24 年毛/净利率同比+0.90/+1.27pct 至 76%/34%, 25Q1 毛/净利率同比+1.34/-0.57pct 至 79%/40%。产品结构持续提升, 春节促销等费用投放力度加大。2) 24 年销售/管理费用率同比+0.27/+0.25pct 至 10%/4%, 25Q1 分别+1.76/-0.23pct 至 9%/2%。3) 25Q1 末合同负债 58.18 亿元, 环比-28.54 亿元, 同比+2.29 亿元。
 - 4) 2025Q1 年销售收现 137.90 亿元 (-3%), 经营性净现金流 70.27 亿元 (-0.21%)。5) 2024 年分红率 60%, 同比提升 9 个百分点 (23 年为 51%)。
- ❑ 产品结构优化中高档酒占比提升, 省外扩张加码。
 - 1) 分产品: 24 年中高价酒类/其他酒类: 收入分别为 265.32 亿元 (+14%)/93.42 亿元 (+9%), 毛利率分别同比+0.36/+1.50pct 至 84%/53%, 销量分别同比增长 13%/5%, 体现产品结构持续优化。25Q1 汾酒/其他酒类收入 162.12 亿元/2.68 亿元, 分别同比+8%/-15%。公司坚持抓青花、强腰部、稳玻汾, “五码合一”赋能核心单品。我们预估 25 年青花 20 及以上产品维持双位数增长, 关注老白汾等腰部产品省外发力。
 - 2) 分市场: 24 年公司省内/省外分别实现收入 135.00/223.74 亿元, 同比+12%/+14%, 省外市场较优。24 年省内净增加经销商 15 家, 省外净增加经销商 598 家。25Q1 收入省内 60.83 亿元 (+9%), 省外 103.96 亿元 (+7%)。公司持续加强经销商优化机制, 扩大汾享礼遇模式覆盖范围, 实现渠道精细化管理。
- ❑ 盈利预测及估值

我们看好青花系列高增带动产品矩阵优化+长江以南市场加速拓展+渠道结构持续升级+清香势能延续, 考虑到省外市场扩张及费用投放力度加大, 我们略下调 2025~2026 年公司收入增速至 10%、9%; 归母净利润增速下调至 8%、10%, 预测 27 年收入、利润增速为 12%、13%; 2025-27 年 EPS 分别为 10.84、11.87、13.39 元; 25 年 PE 对应 19 倍, 维持买入评级。
- ❑ 风险提示: 宏观政策发力不及预期, 全国化进展不及预期, 消费恢复不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36010.99	39662.92	43346.20	48716.27
(+/-) (%)	12.79%	10.14%	9.29%	12.39%
归母净利润	12242.88	13225.73	14485.44	16338.83
(+/-) (%)	17.29%	8.03%	9.52%	12.79%
每股收益(元)	10.04	10.84	11.87	13.39
P/E	20.34	18.83	17.19	15.24

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

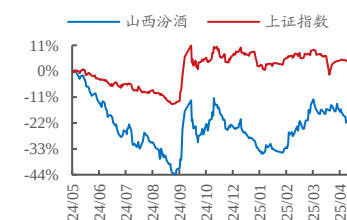
分析师: 张家楨
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
 执业证书号: S1230524100004
 manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 204.10
总市值(百万元)	248,994.70
总股本(百万股)	1,219.96

股票走势图



相关报告

- 1 《行稳致远, 蓄力明年突破 400 亿》 2024.11.04
- 2 《留有余力的汾酒如何“结硬寨打呆仗”? 》 2024.09.19
- 3 《短期节奏调整放缓, 蓄力中秋旺季》 2024.09.03

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	44034	54976	68697	85916
现金	6285	23344	33035	47342
交易性金融资产	0	370	140	170
应收账款	0	0	0	0
其它应收款	33	43	46	50
预付账款	99	147	140	159
存货	13270	14227	15253	17770
其他	24347	16845	20084	20425
非流动资产	9461	11407	12759	13502
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	96	90	93	93
固定资产	2853	3535	4481	5273
无形资产	1226	1488	1605	1713
在建工程	2025	2094	2278	2501
其他	3262	4200	4301	3922
资产总计	53495	66383	81456	99418
流动负债	17963	17576	18061	19744
短期借款	0	0	0	0
应付款项	4587	4286	4573	5613
预收账款	0	0	0	0
其他	13377	13290	13489	14131
非流动负债	328	365	456	383
长期借款	0	0	0	0
其他	328	365	456	383
负债合计	18291	17941	18517	20127
少数股东权益	451	462	474	487
归属母公司股东权益	34754	47980	62465	78804
负债和股东权益	53495	66383	81456	99418

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12172	17415	10613	15396
净利润	12253	13237	14498	16352
折旧摊销	235	233	300	371
财务费用	(10)	(198)	(399)	(579)
投资损失	(324)	(118)	(100)	(100)
营运资金变动	(875)	6084	(2626)	1560
其它	893	(1823)	(1059)	(2208)
投资活动现金流	(3929)	(431)	(1398)	(1658)
资本支出	(2124)	(956)	(1400)	(1353)
长期投资	(1)	5	(3)	0
其他	(1803)	519	5	(306)
筹资活动现金流	(5734)	76	476	569
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(5734)	76	476	569
现金净增加额	2510	17059	9690	14307

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36011	39663	43346	48716
营业成本	8570	9463	10124	11695
营业税金及附加	5933	6535	7141	8026
营业费用	3726	3887	4248	4872
管理费用	1447	1468	1604	1949
研发费用	148	119	130	146
财务费用	(10)	(198)	(399)	(579)
资产减值损失	(7)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	324	118	100	100
其他经营收益	11	12	12	12
营业利润	16539	18519	20610	22719
营业外收支	(10)	(10)	(10)	(10)
利润总额	16529	18510	20600	22710
所得税	4276	5273	6103	6357
净利润	12253	13237	14498	16352
少数股东损益	10	11	12	14
归属母公司净利润	12243	13226	14485	16339
EBITDA	16670	18542	20499	22499
EPS (最新摊薄)	8.56	10.84	11.87	13.39

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	12.79%	10.14%	9.29%	12.39%
营业利润	52.11%	11.98%	11.29%	10.23%
归属母公司净利润	51.22%	8.03%	9.52%	12.79%
获利能力				
毛利率	76.20%	76.14%	76.64%	75.99%
净利率	34.03%	33.37%	33.45%	33.57%
ROE	38.57%	31.62%	26.01%	22.98%
ROIC	34.49%	27.01%	22.52%	20.07%
偿债能力				
资产负债率	34.19%	27.03%	22.73%	20.24%
净负债比率	1.97%	1.33%	1.70%	1.51%
流动比率	2.45	3.13	3.80	4.35
速动比率	1.71	2.32	2.96	3.45
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.66	0.59	0.54
应收账款周转率	235068	167920	128133	167789
应付账款周转率	2.80	2.60	2.83	2.81
每股指标(元)				
每股收益	10.04	10.84	11.87	13.39
每股经营现金	9.98	14.27	8.70	12.62
每股净资产	28.49	39.33	51.20	64.60
估值比率				
P/E	20.34	18.83	17.19	15.24
P/B	7.16	5.19	3.99	3.16
EV/EBITDA	13.17	12.20	10.58	9.00

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>