

公司研究

25年稳步开局，经营质量较优

——山西汾酒（600809.SH）2024年年报与25年一季报点评

要点

事件：山西汾酒发布2024年年报与2025年一季报，公司24年实现总营收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%，其中24Q4总营收46.53亿元、同比减少10.24%，归母净利润8.93亿元、同比减少11.32%。25Q1总营收165.23亿元、同比增加7.72%，归母净利润66.48亿元、同比增加6.15%，Q1收入及业绩表现符合此前市场预期。公司公告24年度拟每10股派发现金红利36元（含税），24年度现金分红合计73.93亿元、对应分红率60.39%。

腰部产品发力，25年稳步开局。1) 公司24年收入端同比增长12.8%，符合此前市场预期，分产品看，24年中高价酒类/其他酒类收入分别为265.32/93.42亿元，同比增加14.35%/9.40%，估计老白汾等腰部产品明显发力，青花系列势能继续释放，玻汾稳量为主。分市场看，24年省内/省外市场收入分别为135.0/223.7亿元，同比增加11.72%/13.81%，省内在高基数下依旧保持双位数增长，预计后续将以产品结构升级为主，省外收入增速快于省内，全国化扩张进程仍在持续。2) 24Q4公司主动调控、收入同比承压，25Q1收入端同比增加7.7%，与24Q4收入合计同比增长3.2%，整体动销表现在同业内相对较好，去年底控货叠加春节动销拉动下，渠道库存亦处于良性水平。

毛利率继续提升，25Q1费用率有所扰动。1) 24年/25Q1毛利率76.20%/78.80%，同比+0.89/+1.34pct，毛利率仍有增厚，估计玻汾控量下产品结构继续抬升。24年/25Q1税金及附加项占营收比重16.48%/13.69%，同比-1.79/+0.35pct，销售费用率10.35%/9.23%，同比+0.28/+1.76pct，25Q1费用率提升较为明显、或与部分费用兑付节奏有关，全年看有望保持平稳。24年/25Q1管理费用率4.02%/1.76%，同比+0.25/-0.23pct，综合看24年/25Q1归母净利率34.0%/40.2%，同比+1.31/-0.60pct。2) 25Q1及24Q4销售现金回款合计同比略增0.81%，截至24年末/25Q1末合同负债86.7/58.2亿元、同比均有所增加。

盈利预测、估值与评级：公司25年经营计划为营收保持稳健增长，经营质量以及成长性在板块内较为领先，老白汾等腰部产品将重点发力，全国化扩张进程仍在持续。考虑行业景气度仍待恢复，下调2025-26年归母净利润预测为133.03/148.06亿元（较前次预测下调6.9%/8.3%），新增27年归母净利润预测为165.05亿元，折合EPS为10.90/12.14/13.53元，当前股价对应P/E为19/17/15倍，维持“买入”评级。

风险提示：老白汾铺货不及预期，实际动销不及预期，省外扩张较慢。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31,928	36,011	39,228	43,176	47,603
营业收入增长率	21.80%	12.79%	8.93%	10.06%	10.26%
归母净利润（百万元）	10,438	12,243	13,303	14,806	16,505
归母净利润增长率	28.93%	17.29%	8.66%	11.30%	11.47%
EPS（元）	8.56	10.04	10.90	12.14	13.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	37.50%	35.23%	32.71%	31.18%	29.96%
P/E	24	20	19	17	15
P/B	9.0	7.2	6.1	5.3	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-05-06

买入（维持）

当前价：204.34元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsec.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

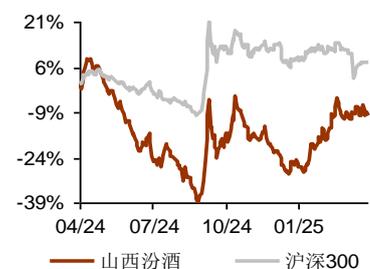
021-52523798

dongbowen@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	12.20
总市值(亿元)	2492.87
一年最低/最高(元)	144.97/262.94
近3月换手率	29.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.40	18.97	-26.33
绝对	-5.65	17.40	-21.61

资料来源：Wind

相关研报

收入略超预期，实际动销较优——山西汾酒（600809.SH）2024年三季报点评（2024-11-02）

收入稳健增长，结构调整影响盈利——山西汾酒（600809.SH）2024年中报点评（2024-08-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,928	36,011	39,228	43,176	47,603
营业成本	7,884	8,570	9,242	9,984	10,901
折旧和摊销	253	230	268	314	342
税金及附加	5,832	5,933	6,465	7,115	7,845
销售费用	3,217	3,726	4,064	4,447	4,856
管理费用	1,202	1,447	1,577	1,727	1,857
研发费用	88	148	161	173	143
财务费用	-8	-10	-10	-26	-41
投资收益	499	324	200	200	200
营业利润	14,224	16,539	17,942	19,968	22,257
利润总额	14,205	16,529	17,942	19,968	22,257
所得税	3,747	4,276	4,629	5,152	5,742
净利润	10,459	12,253	13,313	14,816	16,515
少数股东损益	20	10	10	10	10
归属母公司净利润	10,438	12,243	13,303	14,806	16,505
EPS(元)	8.56	10.04	10.90	12.14	13.53

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,225	12,172	9,390	11,262	12,108
净利润	10,438	12,243	13,303	14,806	16,505
折旧摊销	253	230	268	314	342
净营运资金增加	14,849	4,859	4,566	5,605	6,343
其他	-18,315	-5,159	-8,746	-9,463	-11,082
投资活动产生现金流	-10,220	-3,929	-398	-375	-350
净资本支出	-482	-635	-600	-550	-550
长期投资变化	94	96	0	0	0
其他资产变化	-9,832	-3,389	202	175	200
融资活动现金流	-4,432	-5,734	-7,383	-7,962	-8,849
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	337	15	0	0	0
无息负债变化	543	2,455	-609	1,312	895
净现金流	-7,426	2,510	1,609	2,925	2,909

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	75.3%	76.2%	76.4%	76.9%	77.1%
EBITDA 率	43.8%	45.6%	45.9%	46.5%	47.0%
EBIT 率	43.0%	45.0%	45.2%	45.7%	46.3%
税前净利润率	44.5%	45.9%	45.7%	46.2%	46.8%
归母净利润率	32.7%	34.0%	33.9%	34.3%	34.7%
ROA	23.7%	22.9%	22.6%	22.1%	21.9%
ROE (摊薄)	37.5%	35.2%	32.7%	31.2%	30.0%
经营性 ROIC	33.6%	34.0%	32.8%	31.9%	31.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	36%	34%	30%	28%	26%
流动比率	2.28	2.45	2.83	3.05	3.34
速动比率	1.52	1.71	2.03	2.25	2.50
归母权益/有息债务	80.68	96.53	112.95	131.89	153.05
有形资产/有息债务	116.84	137.95	152.61	175.14	198.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	44,096	53,495	58,806	66,946	75,466
货币资金	3,775	6,285	7,894	10,818	13,727
交易性金融资产	50	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	36	33	39	43	48
存货	11,573	13,270	13,859	14,972	16,348
其他流动资产	19,060	22,756	25,652	29,205	33,190
流动资产合计	34,608	44,034	49,051	56,926	65,236
其他权益工具	12	7	7	7	7
长期股权投资	94	96	96	96	96
固定资产	1,926	2,853	4,203	4,837	5,174
在建工程	829	2,025	910	464	286
无形资产	1,247	1,226	1,300	1,324	1,347
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,957	103	103	103	103
非流动资产合计	9,488	9,461	9,755	10,020	10,230
总负债	15,821	18,291	17,682	18,994	19,889
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,279	3,846	4,148	4,481	4,892
应付票据	614	740	799	863	942
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	395	483	547	626	715
流动负债合计	15,147	17,963	17,352	18,664	19,559
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	140	142	142	142	142
非流动负债合计	674	328	330	330	330
股东权益	28,275	35,204	41,124	47,953	55,577
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
公积金	1,262	1,262	1,314	1,314	1,314
未分配利润	25,229	32,144	38,002	44,820	52,435
归属母公司权益	27,837	34,754	40,663	47,482	55,097
少数股东权益	438	451	461	471	481

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	10.07%	10.35%	10.36%	10.30%	10.20%
管理费用率	3.76%	4.02%	4.02%	4.00%	3.90%
财务费用率	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.06%	-0.09%
研发费用率	0.28%	0.41%	0.41%	0.40%	0.30%
所得税率	26%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	4.37	6.06	6.55	7.29	8.12
每股经营现金流	5.92	9.98	7.70	9.23	9.92
每股净资产	22.82	28.49	33.33	38.92	45.16
每股销售收入	26.17	29.52	32.16	35.39	39.02

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	24	20	19	17	15
PB	9.0	7.2	6.1	5.3	4.5
EV/EBITDA	18.0	15.2	13.8	12.4	11.1
股息率	2.1%	3.0%	3.2%	3.6%	4.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP