

业绩符合预期, 增长韧性彰显

投资要点

- 事件:** 公司2024年实现收入360.1亿元, 同比+12.8%, 归母净利润122.4亿元, 同比+17.3%; 其中24单Q4实现收入46.5亿元, 同比-10.2%, 归母净利润8.9亿元, 同比-11.3%。25Q1公司实现收入165.2亿元, 同比+7.7%, 归母净利润66.5亿元, 同比+6.2%, 2024年及25Q1业绩符合市场预期。
- 24年青花平稳增长, 腰部产品发力提速。** 1、分价位看, 2024年中高价酒类实现营收265.3亿元, 同比+14.3%, 其中销量同比+13.0%, 吨价同比+1.2%; 预计青花20/25增速高于整体, 腰部产品巴拿马、老白汾发力提速。其他酒类实现收入93.4亿元, 同比+9.4%, 预计主要系玻汾放量贡献。2、分区域看, 2024年省内实现收入135.0亿元, 同比+11.7%, 省内大本营市场实现稳健增长; 省外实现收入223.7亿元, 同比+13.8%, 省外占比提升0.4个百分点至62.4%, 预计长三角、珠三角市场延续稳健成长。3、24Q4公司主动控货, 有效降低渠道库存; 25Q1春节旺季期间, 青花20表现稳健, 老白汾延续较快增长, 顺利实现开门红。
- 盈利能力保持稳定, 现金流表现优异。** 1、24年公司毛利率提升0.9个百分点至76.2%; 整体费用率提升0.7个百分点至14.7%, 其中销售费用率上升0.3个百分点至10.3%, 管理费用率提升0.3个百分点至4.0%, 全年净利率提升1.3个百分点至34.0%。2、25Q1公司毛利率同比上升1.3个百分点至78.8%, 销售费用率提升1.8个百分点至9.2%, 主要系“汾享礼遇”的经销商费用集中兑付, 25Q1净利率下降0.6个百分点至40.3%。3、25Q1销售现金收现137.9亿元, 同比-2.9%; 截至25Q1末公司合同负债58.2亿元, 同比+4.1%, 行业去库存周期下, 现金流略显承压。
- 24年韧性彰显, 25年行稳致远。** 1、25Q1汾酒实现收入162.1亿, 同比+8.2%, 预计青花系列整体稳健, 腰部老白汾等贡献主要增量, 汾酒依托强大的品牌势能和多点开花的矩阵, 高基数下依旧实现稳健增长, 顺利实现开门红。2、在优秀管理层的带领下, 24年公司顺利实现汾酒复兴第一阶段目标, 全国市场布局持续优化; 25年是汾酒复兴纲领第二阶段的开局之年, 公司坚持稳中求进的工作总基调, 规划25年营业收入继续保持稳健增长态势。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年归母净利润分别为135.9亿元、150.8亿元、166.9亿元, EPS分别为11.14元、12.36元、13.68元, 对应动态PE分别为18倍、17倍、15倍。汾酒品牌势能持续释放, 产品矩阵多点开花, 稳健增长确定性高, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	360.11	400.34	438.33	475.99
增长率	12.79%	11.17%	9.49%	8.59%
归属母公司净利润(亿元)	122.43	135.89	150.77	166.94
增长率	17.29%	10.99%	10.95%	10.72%
每股收益EPS(元)	10.04	11.14	12.36	13.68
净资产收益率ROE	34.81%	31.49%	28.93%	26.91%
PE	20	18	17	15
PB	7.07	5.77	4.78	4.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.20
流通A股(亿股)	12.20
52周内股价区间(元)	147.79-270.32
总市值(亿元)	2,489.95
总资产(亿元)	561.02
每股净资产(元)	31.47

相关研究

- 山西汾酒(600809): 24Q3业绩符合预期, 动销顺畅势能延续 (2024-11-01)
- 山西汾酒(600809): 青花系列主动控量, 积极备战双节旺季 (2024-08-29)

盈利预测

关键假设：

1) 青花品牌势能释放，腰部巴拿马、老白汾动销环比提速，预计 2025-2027 年中高价酒（青花、巴拿马、老白汾）销量增速分别为 11.0%、9.0%、8.0%，吨单价分别提升 1.8%、1.5%、1.3%，吨成本未来三年均保持不变；

2) 其他酒类主要为玻汾，玻汾产品力强，是光瓶酒第一强势单品，预计 2025-2027 年其他酒类销量增速分别为 4.0%、4.0%、4.0%，吨单价分别提升 2.0%、2.0%、2.0%，吨成本分别提升 1.0%、1.0%、1.0%；

3) 当前白酒行业仍处在调整期，市场竞争有所加剧；预计 2025-2027 年销售费用率分别为 10.3%、10.2%、10.1%；预计未来 3 年管理费用率保持 4.0% 不变。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计收入	营业收入（亿元）	360.1	400.3	438.3	476.0
	增速	12.8%	11.17%	9.49%	8.59%
	营业成本（亿元）	85.7	92.4	98.8	105.3
	毛利率	76.2%	76.9%	77.5%	77.9%
中高价酒 (青花、老白汾等)	销量（吨）	67737	75188	81955	88511
	YOY	13.0%	11.0%	9.0%	8.0%
	吨单价（万元/吨）	39.2	39.9	40.5	41.0
	YOY	1.2%	1.8%	1.5%	1.3%
	收入（亿元）	265.3	299.8	331.7	362.9
	YOY	14.3%	13.0%	10.6%	9.4%
	成本（亿元）	41.3	45.8	49.9	53.9
	吨成本（万元/吨）	6.1	6.1	6.1	6.1
	YOY	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	84.4%	84.7%	84.9%	85.1%
其他酒类 (玻汾等)	销量（吨）	152866	158980	165340	171953
	YOY	4.8%	4.0%	4.0%	4.0%
	吨单价（万元/吨）	6.1	6.2	6.4	6.5
	YOY	4.4%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入（亿元）	93.4	99.1	105.1	111.5
	YOY	9.4%	6.1%	6.1%	6.1%
	成本（亿元）	43.8	46.0	48.3	50.7
	吨成本（万元/吨）	2.9	2.9	2.9	3.0
	YOY	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	53.1%	53.6%	54.1%	54.5%	
其他业务	收入（亿元）	1.4	1.4	1.5	1.6

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
	YOY	-26.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本（亿元）	0.7	0.6	0.6	0.6
	毛利率	51.4%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	360.11	400.34	438.33	475.99	净利润	122.53	135.89	150.77	166.94
营业成本	85.70	92.35	98.82	105.28	折旧与摊销	2.35	4.02	5.04	6.37
营业税金及附加	59.33	68.35	73.96	80.63	财务费用	-0.10	-0.71	-0.56	-2.42
销售费用	37.26	41.24	44.71	48.07	资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	14.47	16.01	17.53	19.04	经营营运资本变动	-26.04	-125.90	-32.96	-29.02
财务费用	-0.10	-0.71	-0.56	-2.42	其他	23.00	0.03	-0.01	0.00
资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	121.72	13.33	122.27	141.86
投资收益	3.24	0.00	0.00	0.00	资本支出	-23.20	-13.00	-11.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-16.08	1.63	-2.86	8.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-39.29	-11.37	-13.86	-6.37
营业利润	165.39	183.10	203.87	225.38	短期借款	0.00	34.50	-34.50	0.00
其他非经营损益	-0.10	-0.10	-0.13	-0.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	165.29	183.01	203.73	225.20	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	42.76	47.12	52.96	58.26	支付股利	-1.74	-55.09	-61.15	-67.85
净利润	122.53	135.89	150.77	166.94	其他	-55.60	-4.17	0.56	2.42
少数股东损益	0.10	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-57.34	-24.77	-95.08	-65.43
归属母公司股东净利润	122.43	135.89	150.77	166.94	现金流量净额	25.10	-22.81	13.33	70.07
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	62.85	40.03	53.37	123.43	成长能力				
应收和预付款项	44.12	36.80	44.55	48.46	销售收入增长率	12.79%	11.17%	9.49%	8.59%
存货	132.70	143.07	153.09	163.10	营业利润增长率	16.27%	10.71%	11.34%	10.55%
其他流动资产	200.67	247.68	272.68	286.01	净利润增长率	17.16%	10.90%	10.95%	10.72%
长期股权投资	0.96	0.96	0.96	0.96	EBITDA 增长率	15.86%	11.20%	11.76%	10.08%
投资性房地产	0.14	0.14	0.14	0.14	获利能力				
固定资产和在建工程	48.78	50.09	51.14	52.00	毛利率	76.20%	76.93%	77.46%	77.88%
无形资产和开发支出	12.26	19.98	24.94	32.76	三费率	14.34%	14.12%	14.07%	13.59%
其他非流动资产	32.48	32.43	32.38	32.33	净利率	34.03%	33.94%	34.40%	35.07%
资产总计	534.95	571.18	633.25	739.19	ROE	34.81%	31.49%	28.93%	26.91%
短期借款	0.00	34.50	0.00	0.00	ROA	22.91%	23.79%	23.81%	22.58%
应付和预收款项	109.20	85.44	91.24	96.95	ROIC	48.54%	38.78%	34.18%	34.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.55%	46.56%	47.53%	48.18%
其他负债	73.71	19.68	20.83	21.97	营运能力				
负债合计	182.91	139.62	112.07	118.92	总资产周转率	0.74	0.72	0.73	0.69
股本	12.20	12.20	12.20	12.20	固定资产周转率	15.07	12.38	11.37	11.19
资本公积	7.04	7.04	7.04	7.04	应收账款周转率	17333.74	43604.97	28491.89	32091.65
留存收益	327.02	407.81	497.43	596.52	存货周转率	0.69	0.67	0.67	0.67
归属母公司股东权益	347.54	427.05	516.67	615.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.66%	—	—	—
少数股东权益	4.51	4.51	4.51	4.51	资本结构				
股东权益合计	352.04	431.56	521.18	620.27	资产负债率	34.19%	24.44%	17.70%	16.09%
负债和股东权益合计	534.95	571.18	633.25	739.19	带息债务/总负债	0.00%	24.71%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.45	3.43	4.81	5.37
					速动比率	1.71	2.38	3.41	3.96
					股利支付率	1.42%	40.54%	40.56%	40.64%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	167.64	186.42	208.34	229.33	每股收益	10.04	11.14	12.36	13.68
PE	20.34	18.32	16.51	14.92	每股净资产	28.86	35.37	42.72	50.84
PB	7.07	5.77	4.78	4.01	每股经营现金	9.98	1.09	10.02	11.63
PS	6.91	6.22	5.68	5.23	每股股利	0.14	4.52	5.01	5.56
EV/EBITDA	14.31	13.08	11.46	10.14					
股息率	0.07%	2.21%	2.46%	2.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn