

2025年05月08日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，经营整体稳健

—山西汾酒（600809.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyan@cfsc.com.cn

2025年4月29日，山西汾酒发布2024年年报及2025年一季度报。

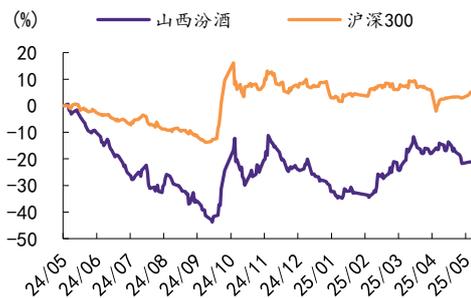
投资要点

基本数据

2025-05-08

当前股价(元)	204.24
总市值(亿元)	2492
总股本(百万股)	1220
流通股本(百万股)	1220
52周价格范围(元)	147.79-270.32
日均成交额(百万元)	1233.56

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《山西汾酒（600809）：复兴纲领迈入第二阶段，看好全要素发展》2024-12-04
- 《山西汾酒（600809）：业绩符合预期，产品结构略调整》2024-11-01
- 《山西汾酒（600809）：产品结构短期调整，上半年保持稳增》2024-08-28

业绩符合预期，整体稳健增长

业绩稳健增长，整体符合预期。2024年总营收/归母净利润分别为360.11/122.43亿元，分别同比+13%/+17%；2024Q4分别为46.53/8.93亿元，分别同比-10%/-11%；2025Q1分别为165.23/66.48亿元，分别同比+8%/+6%。毛利率同比提升，全年盈利能力提高。2024年毛利率/净利率分别为76%/34%，分别同比+0.9/+1.3pcts。2025Q1毛利率/净利率分别为79%/40%，分别同比+1.3/-0.6pcts。Q1销售费用率同比提升，管理费用率整体稳定。2024年销售/管理费用率分别为10%/4%，分别同比+0.3/+0.3pcts；2025Q1销售/管理费用率分别为9%/2%，分别同比+1.8/-0.2pcts。全年经营净现金流水平大幅增长，销售回款表现较好。2024年经营净现金流/销售回款分别为121.72/366.09亿元，分别同比+68%/+21%。2025Q1经营净现金流/销售回款分别为70.27/137.90亿元，分别同比-0.2%/-3%。截至2025Q1末，公司合同负债58.18亿元（环比-28.54亿元）。

中高价酒表现较好，省内营收表现稳健

分产品看，2024年中高价酒类/其他酒类营收分别为265.32/93.42亿元，分别同比+14.35%/+9.40%；2025Q1中高价酒类/其他酒类营收分别为162.12/2.68亿元，分别同比+8.23%/-15.49%，中高价酒营收增速表现较好。分渠道看，2024年直销/批发代理/电商收入分别为2.33/355.36/21.05亿元，分别同比+19.97%/+12.23%/+26.22%，2025Q1代理/直销及电商收入分别为156.23/8.57亿元。分地区看，2024年省内/省外营收分别为135.00/223.74亿元，分别同比+11.72%/+13.81%，省内营收表现稳健；2025Q1省内/省外收入分别为60.83/103.96亿元，分别同比+8.70%/+7.18%。

盈利预测

我们长期看好公司凭借香型差异化与龙头优势引领清香高势头增长，全价位带产品轮动放量保持业绩稳定增长，渠道模

式改革后渠道效率提升。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 11.24/12.61/14.26 元，当前股价对应 PE 分别为 18/16/14 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、青花 20 增长不及预期、献礼版玻汾进度不及预期、青花 30 批价恢复不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	36,011	39,801	43,838	48,551
增长率（%）	12.8%	10.5%	10.1%	10.8%
归母净利润（百万元）	12,243	13,707	15,386	17,396
增长率（%）	17.3%	12.0%	12.3%	13.1%
摊薄每股收益（元）	10.04	11.24	12.61	14.26
ROE（%）	34.8%	29.6%	26.2%	23.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	6,285	31,300	44,784	59,039
应收款	33	55	60	67
存货	13,270	12,311	11,430	10,926
其他流动资产	24,446	10,795	10,438	10,425
流动资产合计	44,034	54,460	66,712	80,456
非流动资产:				
金融类资产	1,591	1,641	1,671	1,686
固定资产	2,853	3,878	4,105	4,026
在建工程	2,025	810	324	130
无形资产	1,226	1,164	1,103	1,045
长期股权投资	96	96	96	96
其他非流动资产	3,262	3,262	3,262	3,262
非流动资产合计	9,461	9,210	8,890	8,558
资产总计	53,495	63,670	75,602	89,014
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	4,587	3,648	3,479	3,278
其他流动负债	4,704	4,704	4,704	4,704
流动负债合计	17,963	17,075	16,590	15,963
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	328	328	328	328
非流动负债合计	328	328	328	328
负债合计	18,291	17,403	16,918	16,290
所有者权益				
股本	1,220	1,220	1,220	1,220
股东权益	35,204	46,267	58,684	72,724
负债和所有者权益	53,495	63,670	75,602	89,014

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	12253	13804	15495	17518
少数股东权益	10	97	108	123
折旧摊销	230	252	317	329
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-321	13751	777	-101
经营活动现金净流量	12172	27903	16697	17869
投资活动现金净流量	-3929	140	229	259
筹资活动现金净流量	16771	-2741	-3077	-3479
现金流量净额	25,015	25,302	13,848	14,648

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,011	39,801	43,838	48,551
营业成本	8,570	9,677	10,599	11,686
营业税金及附加	5,933	6,965	7,540	8,254
销售费用	3,726	4,179	4,559	4,952
管理费用	1,447	1,393	1,447	1,554
财务费用	-10	-876	-1,254	-1,653
研发费用	148	163	180	199
费用合计	5,312	4,859	4,932	5,052
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	324	280	200	170
营业利润	16,539	18,603	20,987	23,747
加:营业外收入	4	60	45	30
减:营业外支出	14	9	8	7
利润总额	16,529	18,654	21,024	23,770
所得税费用	4,276	4,850	5,529	6,251
净利润	12,253	13,804	15,495	17,518
少数股东损益	10	97	108	123
归母净利润	12,243	13,707	15,386	17,396

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	12.8%	10.5%	10.1%	10.8%
归母净利润增长率	17.3%	12.0%	12.3%	13.1%
盈利能力				
毛利率	76.2%	75.7%	75.8%	75.9%
四项费用/营收	14.8%	12.2%	11.3%	10.4%
净利率	34.0%	34.7%	35.3%	36.1%
ROE	34.8%	29.6%	26.2%	23.9%
偿债能力				
资产负债率	34.2%	27.3%	22.4%	18.3%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	1084.8	730.0	730.0	730.0
存货周转率	0.6	1.4	1.6	1.8
每股数据(元/股)				
EPS	10.04	11.24	12.61	14.26
P/E	20.4	18.2	16.2	14.3
P/S	6.9	6.3	5.7	5.1
P/B	7.2	5.4	4.3	3.5

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。