

2025年05月09日

# 25Q1 符合预期，汾酒延续高质量增长

## 山西汾酒(600809)

评级:	买入	股票代码:	600809
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	262.26/144.97
目标价格(元):		总市值(亿元)	2,480.43
最新收盘价(元):	203.32	自由流通市值(亿元)	2,480.43
		自由流通股数(百万)	1,219.96

### 事件概述

公司发布年报和一季报，24FY 实现营业总收入 360.1 亿元，同比+12.8%；归母净利润 122.4 亿元，同比+17.3%。24Q4 实现营业总收入 46.5 亿元，同比-10.2%；归母净利润 8.9 亿元，同比-11.4%。25Q1 实现营业总收入 165.2 亿元，同比+7.7%；归母净利润 66.5 亿元，同比+6.2%。收入利润均符合市场预期。

### 分析判断:

#### ► 24FY 维持量价齐升趋势，25Q1 汾酒延续高质量增长

24FY 中高价酒/其他酒收入分别 265.3/93.4 亿元，分别同比+14.3%/+9.4%；其中中高价酒量价分别贡献+13.0%/+1.2%，其他酒量价分别贡献+4.8%/+4.4%。我们预计青 20 以上的产品仍然贡献了结构升级动能，腰部产品老白汾和巴拿马预计贡献量增。24FY 省内外分别实现收入 135.0/223.7 亿元，分别同比+11.7%/+13.8%，其中省内量价分别贡献-0.9%/+12.7%，省外量价分别贡献+11.3%/+2.2%。我们认为省内结构升级为主引领收入规模增长，我们判断环山西等优势省外市场渗透率提升继续引领省外增长，长三角和珠三角市场实现稳健增长（根据年报）。

25Q1 分产品口径调整，汾酒/其他分别实现收入 162.1/2.7 亿元，分别同比+8.2%/-15.5%；省内外分别实现收入 60.8/104.0 亿元，分别同比+8.7%/+7.2%。我们认为竹叶青等其他酒承压影响了整体收入，而汾酒系列延续了高质量增长能力，同时青 26 新品上市（根据微酒）我们认为补充青花系列产品线丰富价格带的同时有望实现较高增长，并且带动经销商数量进一步增加（25Q1 汾酒省内外经销商合计净+11 家）。

#### ► 24FY 结构升级贡献毛利率提升，25Q1 销售费用投入增加明显

24FY/25Q1 毛利率分别 76.2%/78.8%，分别同比+0.9/+1.3pct，我们认为省内进入稳量提结构阶段，因此判断结构升级贡献毛利率提升。24FY/25Q1 税金及附加占营业总收入比分别 16.5%/13.7%，分别同比-1.8/+0.3pct，我们认为产销量季度间波动较大影响比率但全年额度相对稳定。24FY/25Q1 销售费用率分别 10.3%/9.2%，分别同比+0.3/+1.8pct，我们判断 25Q1 开门红增加费用投放导致费用率提升，全年维度我们预计销售费用率有望保持平稳。综上，24FY/25Q1 净利率分别 34.0%/40.3%，分别同比+1.3/-0.6pct，24FY 结构升级持续引领净利率增长，25Q1 销售费用投放增加阶段性影响净利率。

#### ► 长期战略坚定，深化调整产品结构+加强省内外市场拓展

根据微酒，2024 年 12 月青花 26 上市，终端指导价 718 元/瓶，丰富汾酒产品线的同时价格带和消费需求承上启下，公司预计 2-3 年之内汾酒形成玻汾、青花 20、老白汾、青花 304 个百亿大单品。整体来看，汾酒步调稳扎稳打，产品端各价格带都有相对抗风险能力强的产品组合以及省内核心大本营市场坚定；渠道端持续加强经销商优化机制，进一步扩大汾享礼遇模式覆盖范围，实现渠道精细化管理，增强了终端动销积极性（根据年报）；我们认为当前市场环境经营质量为首一要务，寻求产品结构提升贡献的中长期高质量发展。

### 投资建议

根据一季报调整盈利预测，25-26 年营业收入由 434/499 亿元下调至 397/435 亿元，新增 27 年营业收入 477 亿元；25-26 年归母净利润由 150/176 亿元下调至 135/149 亿元，新增 27 年归母净利润 167 亿元；25-26 年 EPS 由 12.27/14.40 元下调至 11.03/12.25 元，新增 27 年 EPS13.66 元，2025 年 5 月 9 日收盘价 203.32 元对应 PE 分别为 19/17/15 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	39,701	43,451	47,665
YoY (%)	21.8%	12.8%	10.2%	9.4%	9.7%
归母净利润(百万元)	10,438	12,243	13,462	14,948	16,670
YoY (%)	28.9%	17.3%	10.0%	11.0%	11.5%
毛利率 (%)	75.3%	76.2%	76.4%	76.7%	77.0%
每股收益 (元)	8.56	10.04	11.03	12.25	13.66
ROE (%)	37.5%	35.2%	34.0%	33.6%	33.6%
市盈率	23.86	20.35	18.51	16.67	14.95

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	36,011	39,701	43,451	47,665	净利润	12,253	13,476	14,963	16,687
YoY(%)	12.8%	10.2%	9.4%	9.7%	折旧和摊销	584	892	835	793
营业成本	8,570	9,385	10,136	10,966	营运资金变动	-347	-2,384	-2,758	-2,396
营业税金及附加	5,933	6,551	7,126	7,769	经营活动现金流	12,172	11,763	12,615	14,617
销售费用	3,726	4,288	4,649	5,005	资本开支	-635	-1,610	-1,210	-1,010
管理费用	1,447	1,588	1,695	1,811	投资	-3,660	0	0	0
财务费用	-10	-12	-13	-14	投资活动现金流	-3,929	-1,327	-775	-533
研发费用	148	139	130	119	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	0	-88	0	0
投资收益	324	397	435	477	筹资活动现金流	-5,734	-8,720	-10,028	-11,590
营业利润	16,539	18,171	20,175	22,499	现金净流量	2,510	1,716	1,811	2,494
营业外收支	-10	-10	-10	-10	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	16,529	18,161	20,165	22,489	<b>成长能力</b>				
所得税	4,276	4,686	5,203	5,802	营业收入增长率	12.8%	10.2%	9.4%	9.7%
净利润	12,253	13,476	14,963	16,687	净利润增长率	17.3%	10.0%	11.0%	11.5%
归属于母公司净利润	12,243	13,462	14,948	16,670	<b>盈利能力</b>				
YoY(%)	17.3%	10.0%	11.0%	11.5%	毛利率	76.2%	76.4%	76.7%	77.0%
每股收益	10.04	11.03	12.25	13.66	净利率	34.0%	33.9%	34.4%	35.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	25.1%	24.4%	25.3%	26.2%
货币资金	6,285	8,000	9,811	12,305	净资产收益率 ROE	35.2%	34.0%	33.6%	33.6%
预付款项	99	28	25	22	<b>偿债能力</b>				
存货	13,270	14,338	15,204	16,145	流动比率	2.45	2.83	3.18	3.53
其他流动资产	24,380	24,444	25,777	26,922	速动比率	0.45	0.60	0.74	0.92
流动资产合计	44,034	46,811	50,817	55,394	现金比率	0.35	0.48	0.61	0.78
长期股权投资	96	96	96	96	资产负债率	34.2%	29.7%	26.6%	24.2%
固定资产	2,855	4,588	5,563	6,066	<b>经营效率</b>				
无形资产	1,226	1,184	1,142	1,100	总资产周转率	0.74	0.72	0.74	0.75
非流动资产合计	9,461	10,118	10,483	10,691	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	53,495	56,928	61,300	66,085	每股收益	10.04	11.03	12.25	13.66
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	28.49	32.45	36.48	40.64
应付账款及票据	4,587	4,119	3,519	3,107	每股经营现金流	9.98	9.64	10.34	11.98
其他流动负债	13,377	12,434	12,471	12,571	每股股利	6.06	7.07	8.22	9.50
流动负债合计	17,963	16,553	15,991	15,678	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	20.35	18.51	16.67	14.95
其他长期负债	328	328	328	328	PB	6.47	6.30	5.60	5.03
非流动负债合计	328	328	328	328					
负债合计	18,291	16,880	16,318	16,005					
股本	1,220	1,220	1,220	1,220					
少数股东权益	451	464	479	496					
股东权益合计	35,204	40,048	44,982	50,079					
负债和股东权益合计	53,495	56,928	61,300	66,085					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。