分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

收入增长放缓，但盈利仍在上升

——山西汾酒(600809)业绩点评

证券研究报告-年报点评 **增持(首次)**

发布日期：2025 年 05 月 14 日

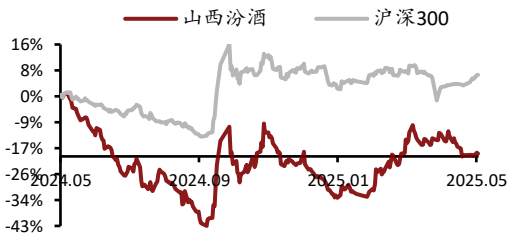
市场数据(2025-05-13)

收盘价(元)	205.41
一年内最高/最低(元)	264.57/147.79
沪深 300 指数	3,896.26
市净率(倍)	6.53
流通市值(亿元)	2,505.93

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	31.47
每股经营现金流(元)	5.76
毛利率(%)	78.80
净资产收益率_摊薄(%)	17.31
资产负债率(%)	30.75
总股本/流通股(万股)	121,996.42/121,996.42
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：李智
电话： 0371-65585629
地址： 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼
地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- **山西汾酒发布 2024 年年报及 2025 年一季报：**2024 年，公司实现营收 360.11 亿元，同比增 12.79%；实现归母扣非净利润 122.46 亿元，同比增 17.24%。2025 年一季度，公司实现营收 165.23 亿元，同比增 7.72%；实现归母扣非净利润 66.56 亿元，同比增 6.31%。

- **在当前的宏观背景下，白酒收入增长放缓。**2024 年，公司的中高档白酒收入 265.32 亿元，同比增 14.35%，增幅较上年收窄 8.21 个百分点。其中，四季度营收 46.53 亿元，同比减少 10.24%，增幅同比减少 37.62 个百分点。2025 年一季度营收增长 7.72%，较 2024 年一季度收窄 13.22 个百分点。从趋势上看，自 2024 年四季度公司的收入增长收敛，一是因为前期的收入增长较快、较多，二是宏观背景使然，当前的社会消费环境形成逆风。

- **中高档白酒的收入占比提升，拉升产品结构。**2024 年，中高档白酒营收 265.32 亿元，在本期收入结构中的占比 73.68%，该比例较 2023 年提升 1.01 个百分点，较 2023 年提升 1.46 个百分点。中高档白酒的比例升高拉动公司产品结构上升，2024 年，中高档白酒的毛利率随之同比上涨 0.35 个百分点至 84.45%。2025 年一季度，公司的盈利延续了上升趋势：一季度的综合毛利率同比上升 1.34 个百分至 78.8%。

- **省外营收保持较高增长。**2024 年，省外营收 223.74 亿元，同比增 13.81%；省内营收 135 亿元，同比增 11.72%。截至 2024 年，公司省外的营收占比达到 62.37%。

- **费率仍在上升，经营呈现扩张迹象。**2024 年，公司的销售、管理、研发等费率分别较 2023 年上升 0.27、0.25 和 0.13 个百分点，经营仍呈现出适当扩张迹象。考虑到大多数企业自 2023 年即开始收缩费用，公司 2024 年的费率仍在上升，经营呈现适宜的扩张迹象。清香型白酒市场的竞争格局和消费基础较好，在白酒消费逆风阶段公司享有细分市场红利，显示出公司在细分市场的话语权和核心地

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

位。随着收入增长放缓，我们认为公司在 2025 年将会实施控费。在费率上升的情况下，2024 年公司仍录得 34.03%的净利润率，较 2023 年上涨 1.27 个百分点。

- **合同负债较高，同时存货周转天数增加。**截至 2024 年年末，公司的合同负债 86.72 亿元，较上年同期增多 16.43 亿元，经销商的预期和打款都较为积极。2024 年，公司的存货周转天数上升至 524.81 天，较上年增加 37.29 天；2025 年一季度，存货周转天数 330.76 天，较 2024 年一季度多 37.7 天。整体看，2024 年至 2025 年一季度，存货周转天数增加，存货周转率下降，结合收入增长的情况，预计渠道动销有所放缓。

- **投资评级：**我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益为 11.10 元、12.23 元和 13.53 元，参照 5 月 13 日收盘价 205.41 元，对应的市盈率分别为 18.51 倍、16.79 倍和 15.18 倍，给予公司“增持”评级。

风险提示：销售增长大幅放缓；产品结构下沉，盈利水平趋势性下行。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31,928	36,011	39,612	43,098	46,460
增长比率（%）	21.80	12.79	10.00	8.80	7.80
净利润（百万元）	10,438	12,243	13,539	14,926	16,507
增长比率（%）	28.93	17.29	10.59	10.24	10.59
每股收益(元)	8.56	10.04	11.10	12.23	13.53
市盈率(倍)	24.01	20.47	18.51	16.79	15.18

资料来源：中原证券研究所，聚源

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**34,608**	**44,034**	**50,705**	**57,446**	**63,524**
现金	3,775	6,285	7,249	9,712	10,776
应收票据及应收账款	0	0	10	22	36
其他应收款	36	33	39	42	45
预付账款	114	99	114	135	159
存货	11,573	13,270	14,786	16,453	18,232
其他流动资产	19,110	24,347	28,507	31,081	34,276
非流动资产	**9,488**	**9,461**	**9,758**	**10,308**	**11,298**
长期投资	94	96	96	96	96
固定资产	1,926	2,855	2,971	3,331	3,847
无形资产	1,247	1,226	1,310	1,360	1,644
其他非流动资产	6,221	5,285	5,381	5,522	5,712
资产总计	**44,096**	**53,495**	**60,463**	**67,754**	**74,822**
流动负债	**15,147**	**17,963**	**19,910**	**21,957**	**24,164**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,893	4,587	5,044	5,429	5,818
其他流动负债	12,254	13,377	14,866	16,528	18,346
非流动负债	**674**	**328**	**608**	**918**	**818**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	674	328	608	918	818
负债合计	**15,821**	**18,291**	**20,518**	**22,874**	**24,982**
少数股东权益	438	451	460	469	477
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	25,787	32,702	37,441	42,366	47,318
归属母公司股东权益	27,837	34,754	39,485	44,411	49,363
负债和股东权益	**44,096**	**53,495**	**60,463**	**67,754**	**74,822**

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**7,225**	**12,172**	**10,299**	**12,816**	**13,678**
净利润	10,459	12,253	13,549	14,935	16,515
折旧摊销	604	584	616	548	433
财务费用	39	34	32	33	39
投资损失	-499	-324	-396	-474	-511
营运资金变动	-2,881	-347	-3,664	-2,223	-2,796
其他经营现金流	-497	-27	163	-3	-2
投资活动现金流	**-10,220**	**-3,929**	**-687**	**-630**	**-920**
资本支出	-482	-635	-969	-1,104	-1,431
长期投资	-10,094	-3,660	0	0	0
其他投资现金流	356	366	283	474	511
筹资活动现金流	**-4,432**	**-5,734**	**-8,647**	**-9,723**	**-11,694**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	112	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4,544	-5,734	-8,647	-9,723	-11,694
现金净增加额	**-7,426**	**2,510**	**965**	**2,463**	**1,064**

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**31,928**	**36,011**	**39,612**	**43,098**	**46,460**
营业成本	7,884	8,570	9,507	10,395	11,322
营业税金及附加	5,832	5,933	6,338	6,680	6,690
营业费用	3,217	3,726	4,278	4,741	5,018
管理费用	1,202	1,447	1,505	1,552	1,626
研发费用	88	148	151	155	163
财务费用	-8	-10	-15	-9	0
资产减值损失	0	-2	-3	-3	-4
其他收益	15	11	12	13	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	499	324	396	474	511
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	**14,224**	**16,539**	**18,264**	**20,079**	**22,176**
营业外收入	5	4	6	6	5
营业外支出	24	14	10	12	13
利润总额	**14,205**	**16,529**	**18,260**	**20,074**	**22,168**
所得税	3,747	4,276	4,711	5,139	5,653
净利润	**10,459**	**12,253**	**13,549**	**14,935**	**16,515**
少数股东损益	20	10	9	9	8
归属母公司净利润	**10,438**	**12,243**	**13,539**	**14,926**	**16,507**
EBITDA	14,321	16,789	18,861	20,613	22,601
EPS（元）	8.56	10.04	11.10	12.23	13.53

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入（%）	21.80	12.79	10.00	8.80	7.80
营业利润（%）	30.82	16.27	10.43	9.94	10.44
归属母公司净利润（%）	28.93	17.29	10.59	10.24	10.59
获利能力					
毛利率（%）	75.31	76.20	76.00	75.88	75.63
净利率（%）	32.69	34.00	34.18	34.63	35.53
ROE（%）	37.50	35.23	34.29	33.61	33.44
ROIC（%）	34.64	33.60	33.27	32.50	32.52
偿债能力					
资产负债率（%）	35.88	34.19	33.93	33.76	33.39
净负债比率（%）	55.95	51.96	51.36	50.97	50.12
流动比率	2.28	2.45	2.55	2.62	2.63
速动比率	0.36	0.45	0.46	0.53	0.53
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.74	0.70	0.67	0.65
应收账款周转率	82505.88	235067.54	7863.23	2693.62	1602.06
应付账款周转率	3.46	2.80	2.36	2.37	2.39
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	8.56	10.04	11.10	12.23	13.53
每股经营现金流（最新摊薄）	5.92	9.98	8.44	10.51	11.21
每股净资产（最新摊薄）	22.82	28.49	32.37	36.40	40.46
估值比率					
P/E	24.01	20.47	18.51	16.79	15.18
P/B	9.00	7.21	6.35	5.64	5.08
EV/EBITDA	19.45	13.04	12.94	11.74	10.65

资料来源：中原证券研究所，聚源

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10%以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅－10%至 10%之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15%以上；
增持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5%至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－10%至 5%；
减持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－15%至－10%；
卖出：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。