

山西汾酒（600809.SH）

2025 年目标收入保持稳健增长，腰部产品发力

优于大市

核心观点

2024 年增长稳健，公司步入高质量发展阶段。2024 年公司实现营业总收入 360.1 亿元/同比+12.8%，归母净利润 122.4 亿元/同比+17.3%；2024Q4 收入 46.5 亿元/同比-10.2%，归母净利润 8.9 亿元/同比-11.3%，系公司主动控货梳理渠道；2025Q1 收入 165.2 亿元/同比+7.7%，归母净利润 66.5 亿元/同比+6.2%。

2024 年腰部产品发力，净利率同比+1.3pcts。分产品看，2024 年中高价酒类 265.3 亿元/同比+14.3%（量+13.0%，价+1.2%），预计全年青花系列增长稳健，青花 20 增速高于平均；腰部产品老白汾、巴拿马增长提速。2024 年其他酒类收入 93.4 亿元/同比+9.4%（量+4.8%，价+4.4%），玻汾在 2024Q2-3 市场投放量较大、24Q4 全国层面控货，全年维度预计稳中有进，其他低价位产品收缩。**分区域看**，2024 年山西省内/省外收入 135.0/223.7 亿元，同比+11.7%/+13.8%，占比 37.6%/62.4%；2024H2 白酒整体消费需求收缩，省内市场作为压舱石承担较多增长；省外市场 2024Q4 控货梳理渠道（收入同比-18.9%），库存环比去化。**利润率看**，2024 年毛利率同比+0.9pcts，税金/销售/管理费用率同比-1.8/+0.2/+0.2pcts，费效比趋势提升，全年净利润率同比+1.3pcts 至 34.0%。

2025Q1 汾酒主品表现较好，产品结构延续升级。分产品看（公司调整披露口径），2025Q1 汾酒/其他酒类收入 162.1/2.7 亿元，同比+8.2%/-15.5%，我们预计老白汾延续较快增长，青花 20 表现稳健，复兴版主要由新品青花 26 贡献增量，玻汾在 24Q4 控货后给部分断货地区补发、全年坚定控量。**分区域看**，2025Q1 山西省内/省外收入同比+8.7%/+7.2%，经营节奏基本同步。玻汾占比降低，产品结构改善推动毛利率同比+1.34pcts 至 78.8%（历史单季度最高），2025Q1 税金/销售/管理费用率同比+0.34/+1.76/-0.23pcts，旺季增投市场费用促进动销、兑付渠道费用提升经销商积极性。2025Q1 销售收现 137.9 亿元/同比-2.9%，经营性现金流量净额 70.3 亿元/同比-0.2%。截至 25Q1 末合同负债环比-28.5 亿元/同比+4.1%，预计整体回款节奏稳健，春节期间在年底控货后发货较多、确认收入。

投资建议：2025 年目标收入保持稳健增长态势。我们认为公司从过去高速发展阶段进入高质量发展阶段，年内增长路径较为清晰：1）结构上行趋势明确，青花 26 及以上产品小基数小较快增长，青花 20 延续稳健，腰部老白汾重点发力、预计全年增速引领，玻汾严格控量；2）全国化扩张稳步推进，省内渗透率高、推动结构升级，环山西市场品牌势能向上、承接第二阶段增长，长江以南优化布局、稳步培育清香氛围；3）增投费用应对市场存量竞争，扩大消费者基础、维护厂商关系；但费效比提升和产品结构向上有望平滑净利率。考虑到 2025 年白酒行业整体消费需求延续压力，消费升级趋势放缓，**略下调此前收入及净利润预测并引入 2027 年预测**，预计 2025-2027 年公司收入 400.2/437.9/474.7 亿元，同比+11.1%/+9.4%/+8.4%（前值 25/26 年收入+13.2%/+12.3%）；归母净利润 136.4/153.3/171.4 亿元，同比+11.4%/+12.4%/+11.8%（前值 25/26 年净利润+15.1%/+14.3%），当前股价对应 25/26 年 18.2/16.2 倍 P/E，2024 年现金分红率 60.4%，对应 2025 年 3.3%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	40,019	43,788	47,466
(+/-%)	21.8%	12.8%	11.1%	9.4%	8.4%
净利润(百万元)	10438	12243	13643	15333	17136
(+/-%)	28.9%	17.3%	11.4%	12.4%	11.8%
每股收益(元)	8.56	10.04	11.18	12.57	14.04
EBIT Margin	42.9%	44.9%	44.3%	45.2%	46.6%
净资产收益率 (ROE)	37.5%	35.2%	33.9%	33.1%	32.7%
市盈率 (PE)	23.7	20.2	18.2	16.2	14.5
EV/EBITDA	18.9	16.2	14.7	13.3	11.9
市净率 (PB)	8.90	7.13	6.16	5.34	4.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 白酒 II

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

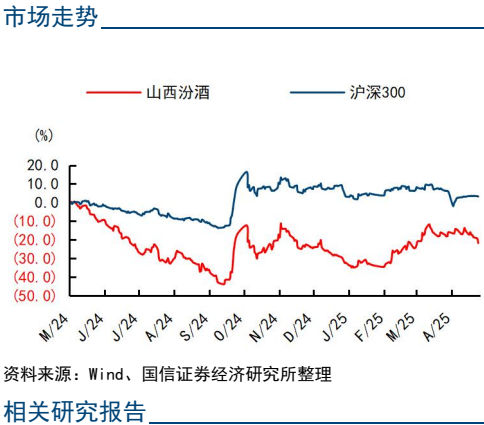
联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

基础数据	
投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	202.99 元
总市值/流通市值	247641/247641 百万元
52 周最高价/最低价	273.68/147.01 元
近 3 个月日均成交额	1251.63 百万元



- 相关研究报告

《山西汾酒（600809.SH）-第三季度产品结构环比改善，销售收现表现较好》——2024-11-01

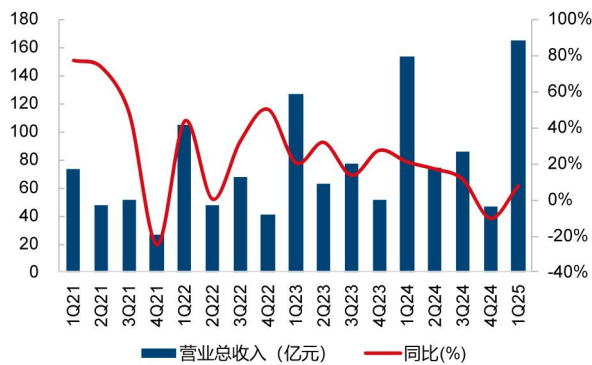
《山西汾酒（600809.SH）-第二季度归母净利润同比增长 10%，青花系列主动控速》——2024-08-28

《山西汾酒（600809.SH）-提质换挡，增长动能充足》——2024-06-13

《山西汾酒（600809.SH）-老白汾焕新上市，巩固市场发展基础》——2024-06-07

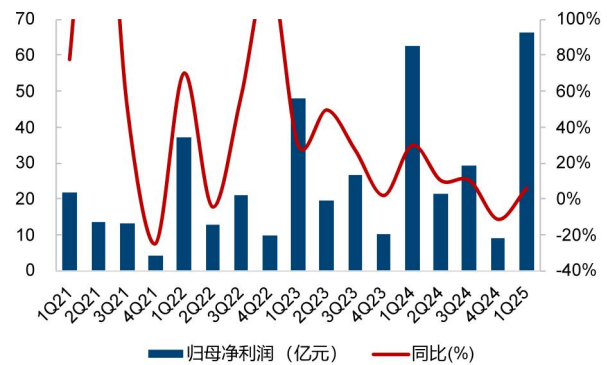
《山西汾酒（600809.SH）-经营节奏保持稳健，青花 30 复兴版长期化运作》——2024-05-20

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



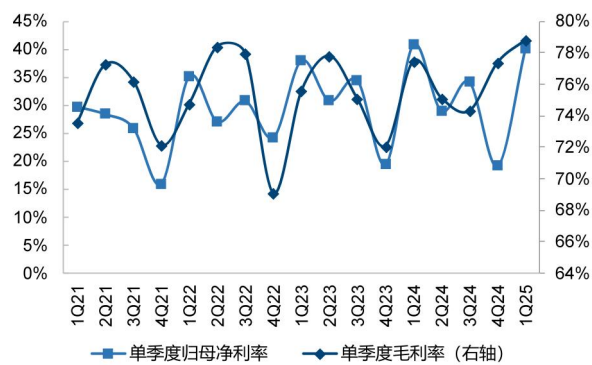
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



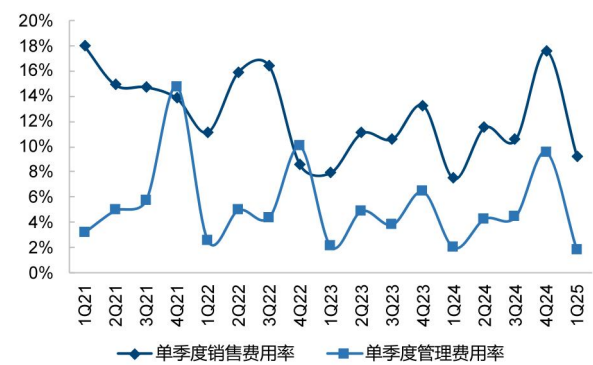
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 山西汾酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	36,011	42,249	47,438	40,019	43,788	-5.3%	-7.7%
收入同比增速	12.8%	13.2%	12.3%	11.1%	9.4%	-2.1pcts	-2.86pcts
毛利率	76.2%	74.3%	74.6%	77.0%	77.6%	2.68pcts	2.96pcts
销售费用率	76.2%	8.9%	8.6%	11.6%	11.4%	2.7pcts	2.8pcts
管理费用率	3.9%	3.4%	3.4%	4.1%	4.1%	0.7pcts	0.7pcts
归母净利润（百万元）	12,243	14,344	16,389	13,643	15,333	-4.9%	-6.4%
归母净利润同比增速	17.3%	15.1%	14.3%	11.4%	12.4%	-3.66pcts	-1.87pcts
净利率	34.0%	34.0%	34.5%	34.1%	35.0%	0.14pcts	0.47pcts
EPS（元）	10.04	11.76	13.43	11.18	12.57	-4.9%	-6.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2025/4/29	2025/4/29	2025/4/29	2025/4/29	2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,544	19,396			862.3	941.5	22.5	20.6
000858.SZ	五粮液	优于大市	130	5,029			318.5	342.1	15.8	14.7
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	124	1,819			134.7	145.4	13.5	12.5
600809.SH	山西汾酒	优于大市	203	2,476			122.4	136.4	20.2	18.2
002304.SZ	洋河股份	中性	69	1,037			66.7	76.0	15.5	13.6
000799.SZ	酒鬼酒	中性	43	140			0.1	1.7	1117.1	82.0

600702.SH	舍得酒业	中性	57	191	3.5	6.6	55.1	28.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	166	876	55.2	63.4	15.9	13.8
603369.SH	今世缘	优于大市	46	577	34.1	40.1	16.9	14.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	44	355	25.9	29.3	13.7	12.1
603589.SH	口子窖	优于大市	36	214	16.6	17.0	12.9	12.6
603919.SH	金徽酒	优于大市	19	98	3.9	4.2	25.2	23.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除山西汾酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3775	6285	24546	29858	34813	营业收入	31928	36011	40019	43788	47466
应收款项	37	33	219	240	256	营业成本	7884	8570	9200	9815	10259
存货净额	11573	13270	14350	15409	16308	营业税金及附加	5832	5933	6593	7170	7725
其他流动资产	19174	22855	9651	10561	11448	销售费用	3217	3726	4642	4992	5221
流动资产合计	34608	44034	50357	57658	64414	管理费用	1202	1447	1690	1844	1948
固定资产	2756	4880	4684	4931	5305	研发费用	88	148	160	175	190
无形资产及其他	1247	1226	1215	1207	1202	财务费用	(8)	(10)	(300)	(544)	(647)
投资性房地产	5392	3260	3260	3260	3260	投资收益	499	324	384	384	384
长期股权投资	94	96	96	96	96	资产减值及公允价值变动	0	2	0	0	0
资产总计	44096	53495	59612	67152	74278	其他收入	(77)	(132)	(160)	(175)	(190)
短期借款及交易性金融负债	345	360	0	0	0	营业利润	14224	16539	18419	20720	23155
应付款项	2893	4587	3391	3641	3853	营业外净收支	(19)	(10)	0	(20)	(20)
其他流动负债	11908	13017	15227	16379	17290	利润总额	14205	16529	18419	20700	23135
流动负债合计	15147	17963	18618	20020	21144	所得税费用	3747	4276	4765	5355	5985
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	20	10	11	13	14
其他长期负债	674	328	328	328	328	归属于母公司净利润	10438	12243	13643	15333	17136
长期负债合计	674	328	328	328	328	现金流量表（百万元）					
负债合计	15821	18291	18946	20347	21471	净利润	10438	12243	13643	15333	17136
少数股东权益	438	451	455	460	465	资产减值准备	(0)	2	1	0	0
股东权益	27837	34754	40211	46344	52341	折旧摊销	253	230	372	423	452
负债和股东权益总计	44096	53495	59612	67152	74278	公允价值变动损失	(0)	(2)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(8)	(10)	(300)	(544)	(647)
每股收益	8.56	10.04	11.18	12.57	14.04	营运资本变动	(14842)	(789)	12955	(586)	(678)
每股红利	3.31	4.38	6.71	7.54	9.13	其它	13	4	3	5	5
每股净资产	22.82	28.49	32.96	37.98	42.90	经营活动现金流	(4138)	11688	26974	15174	16915
ROIC	41.2%	38.6%	44.4%	55.1%	57.4%	资本开支	0	(2324)	(167)	(662)	(823)
ROE	37.5%	35.2%	33.9%	33.1%	32.7%	其它投资现金流	1009	(1540)	0	0	0
毛利率	75.31%	76.20%	77.01%	77.59%	78.39%	投资活动现金流	995	(3865)	(167)	(662)	(823)
EBIT Margin	43%	45%	44%	45%	47%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	46%	45%	46%	48%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	21.8%	12.8%	11.1%	9.4%	8.4%	支付股利、利息	(4032)	(5349)	(8186)	(9200)	(11138)
净利润增长率	28.9%	17.3%	11.4%	12.4%	11.8%	其它融资现金流	3781	5386	(360)	0	0
资产负债率	37%	35%	33%	31%	30%	融资活动现金流	(4283)	(5312)	(8546)	(9200)	(11138)
股息率	1.6%	2.2%	3.3%	3.7%	4.5%	现金净变动	(7426)	2510	18261	5313	4955
P/E	23.7	20.2	18.2	16.2	14.5	货币资金的期初余额	11201	3775	6285	24546	29858
P/B	8.9	7.1	6.2	5.3	4.7	货币资金的期末余额	3775	6285	24546	29858	34813
EV/EBITDA	18.9	16.2	14.7	13.3	11.9	企业自由现金流	0	9117	26306	13846	15352
						权益自由现金流	0	14503	26168	14250	15832

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032