



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 30 日

基础数据

05 月 29 日收盘价（元）	187.78
总市值（亿元）	2,290.85
总股本（亿股）	12.20

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】山西汾酒：24 年稳健收官，25Q1 韧性增长-2025.04.30

【兴证食品饮料】山西汾酒三季报点评：销售节奏稳健，增长韧性突出-2024.10.31

【兴证食品饮料】山西汾酒中报点评：Q2 青花系列主动控货，蓄力全年目标达成-2024.08.28

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003

jinhan@xyzq.com.cn

分析师：汪润

S0190524060004

wangrun22@xyzq.com.cn

研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

山西汾酒(600809.SH)

坚定四轮驱动战略，深化全国化布局

投资要点：

- **事件：**近期公司召开 2024 年度股东大会，管理层就公司产品战略、渠道建设、费用规划等方面进行分享，核心要点如下：
- **四大单品驱动，产品策略灵活发力。**公司重点布局四大产品线玻汾、老白汾、青花 20、青 26+青 30 组合，形成四轮驱动发展模式，今年年初对四大单品按 1:3:3:3 进行资源配置，未来不同品类的发展策略会根据当前行业竞争环境做调整。分品类看，青 20 仍是增长主引擎，预计 25 年持续释放势能带动大盘增长；腰部产品老白汾去年重新梳理品牌价值定位“时间的朋友”，收入实现快增，今年下半年计划推出系列化新品，当前品牌费用投放权下放至城市经理一级，同时通过数字化赋能、文化赋能、区域聚焦等，力争未来 2~3 年之内成为百亿大单品；玻汾延续控量政策；青 26 当前实现顺价销售，销售数据超过公司预期，青 30 计划 7 月上市新品，也要实现顺价销售，两大单品均采用“1+4+1”类千元价格带的销售模式，提高消费者转化。
- **费用分级精准投放，管理结构持续优化。**24 年公司对管理架构优化调整，实现了费用的职权分化管理，同时对四大单品和汾享礼遇终端部门营销政策进行指导，进一步提高费用把控力度，费投更高效且可持续。25 年具体费用投放规划如下：1）聚焦战略实现差异化调节，强化营销费用的横向分类；2）有序推进区域费用的“放管服”，实行费用三级授权体系；3）动态调整，根据费效比形成评估体系，实现费用管理结构优化，预计 25 年市场投入将控制在合理范围内。此外，汾享礼遇通过明确了酒企、经销商和终端的对应关系、权责，实现了发展成果共享，未来希望进一步落地，成为具备汾酒特色的终端管理体系。
- **深耕环山西市场，持续发力省外市场。**分地区来看，24 年省内/省外收入分别同比 +11.72%/+13.81%，省内外均实现良好增长。当前汾酒已经顺利完成了“一轮红日、五星灿烂、清香天下”的市场布局，未来山西及环山西市场将作为更大的根据地市场，持续深耕开拓，同时全国化战略持续推进，公司将重点聚焦长三角、大湾区为领头羊的长江以南市场，推进全国化 2.0 的目标。
- **盈利预测与投资建议：**维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 400.01/441.78/486.34 亿元，同比增长 11.1%/10.4%/10.1%，归母净利润分别为 135.10/151.58/169.80 亿元，同比增长 10.3%/12.2%/12.0%，以 2025 年 5 月 29 日收盘价计算，对应 PE 为 17.0/15.1/13.5 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动影响消费；全国化拓展不及预期；食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	36011	40001	44178	48634
同比增长	12.8%	11.1%	10.4%	10.1%
归母净利润（百万元）	12243	13510	15158	16980
同比增长	17.3%	10.3%	12.2%	12.0%
毛利率	76.2%	76.9%	77.4%	77.9%
ROE	35.2%	33.7%	32.9%	32.1%
每股收益（元）	10.04	11.07	12.43	13.92
市盈率	18.7	17.0	15.1	13.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44034	51101	59163	68104
货币资金	6285	11763	17904	24872
交易性金融资产	0	300	550	800
应收票据及应收账款	0	0	0	0
预付款项	99	115	121	132
存货	13270	13990	15117	16319
其他	24380	24931	25471	25981
非流动资产	9461	9356	9230	9219
长期股权投资	96	98	100	102
固定资产	2855	3049	3103	3114
在建工程	2025	1991	1960	1887
无形资产	1226	1240	1251	1260
商誉	0	0	0	0
其他	3260	2979	2816	2856
资产总计	53495	60456	68393	77323
流动负债	17963	19364	21079	23063
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4587	4285	4705	5144
其他	13377	15079	16374	17919
非流动负债	328	528	728	928
长期借款	0	0	0	0
其他	328	528	728	928
负债合计	18291	19891	21806	23991
股本	1220	1220	1220	1220
未分配利润	32144	35469	39200	43380
少数股东权益	451	467	483	502
股东权益合计	35204	40565	46587	53332
负债及权益合计	53495	60456	68393	77323

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	12243	13510	15158	16980
折旧和摊销	584	656	629	464
营运资金的变动	-347	200	43	262
经营活动产生现金流量	12172	14109	15407	17291
资本支出	-635	-600	-500	-450
长期投资	-3660	-303	-253	-253
投资活动产生现金流量	-3929	-544	-244	-158
债权融资	0	112	200	200
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-5734	-8087	-9023	-10164
现金净变动	2510	5479	6140	6969

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	36011	40001	44178	48634
营业成本	8570	9250	9965	10731
税金及附加	5933	7000	7637	8376
销售费用	3726	4200	4639	5009
管理费用	1447	1640	1811	1945
研发费用	148	164	181	200
财务费用	-10	-15	-23	-31
投资收益	324	472	509	544
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	9	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
营业利润	16539	18252	20496	22948
营业外收支	-10	0	0	0
利润总额	16529	18252	20496	22948
所得税	4276	4726	5322	5949
净利润	12253	13526	15175	16999
少数股东损益	10	16	16	19
归属母公司净利润	12243	13510	15158	16980
EPS(元)	10.04	11.07	12.43	13.92

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	12.8%	11.1%	10.4%	10.1%
营业利润增长率	16.3%	10.4%	12.3%	12.0%
归母净利润增长率	17.3%	10.3%	12.2%	12.0%
盈利能力				
毛利率	76.2%	76.9%	77.4%	77.9%
归母净利率	34.0%	33.8%	34.3%	34.9%
ROE	35.2%	33.7%	32.9%	32.1%
偿债能力				
资产负债率	34.2%	32.9%	31.9%	31.0%
流动比率	2.45	2.64	2.81	2.95
速动比率	0.45	0.72	0.98	1.22
营运能力				
资产周转率	73.8%	70.2%	68.6%	66.8%
每股资料(元)				
每股收益	10.04	11.07	12.43	13.92
每股经营现金	9.98	11.57	12.63	14.17
估值比率(倍)				
PE	18.7	17.0	15.1	13.5
PB	6.6	5.7	5.0	4.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，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、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn