

山西汾酒 (600809.SH)

求稳前行

2025Q2 收入基本持平、利润承压。2025H1 公司营收为 239.6 亿元 (同比+5.4%)，归母净利润为 85.1 亿元 (同比+1.1%)，销售收现为 207.3 亿元 (同比-4.0%)。2025Q2 公司营收为 74.4 亿元 (同比+0.4%)，归母净利润为 18.6 亿元 (同比-13.5%)，销售收现为 69.4 亿元 (同比-6.1%)，营收+Δ合同负债同比+0.7%。2025Q2 末合同负债为 59.8 亿元 (同比+4.4%、环比+2.8%)，合同负债表现稳健。

毛利率和税率拖累净利率。2025Q2 毛利率同比-3.2pct 至 71.9% (预计系产品结构影响)，销售费用率/管理费用率/财务费用率/税金及附加率同比-0.0/+0.2/+0.0/+2.6pct，综合影响下净利率同比-4.0pct 至 25.1%。

汾酒平稳、其他酒类下滑。2025H1 汾酒/其他酒类收入分别为 233.9/4.8 亿元，同比分别+5.8%/-10.6%；2025Q2 汾酒/其他酒类收入同比分别+0.6%/-3.5%。我们预计青 30 仍承压 (2025 年 7 月新品上线)、青 26 贡献增量、青 20 势头平稳、老白汾等腰部产品和玻汾贡献增量。

省外相对稳、经销商优化。2025H1 省内/省外收入分别为 87.3/151.4 亿元，同比分别+4.0%/+6.2%；2025Q2 省内/省外收入同比分别-5.3%/+4.0%。2025H1 省内/省外汾酒经销商分别净减少 4/242 家，省内/省外其他酒类经销商分别净减少 68/245 家。

盈利预测与投资建议：考虑整体动销承压，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年摊薄 EPS 分别为 9.85/10.14/10.69 元/股 (前值分别为 11.02/12.07/13.16 元/股)，当前股价对应 PE 为 20.1/19.5/18.5x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动，消费恢复不及预期，行业竞争加剧，产品结构升级和省内外拓展不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	31,928	36,011	36,507	38,347	40,506
增长率 yoy (%)	21.8	12.8	1.4	5.0	5.6
归母净利润 (百万元)	10,438	12,243	12,020	12,372	13,038
增长率 yoy (%)	28.9	17.3	-1.8	2.9	5.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	8.56	10.04	9.85	10.14	10.69
净资产收益率 (%)	37.5	35.2	30.4	27.9	26.3
P/E (倍)	23.1	19.7	20.1	19.5	18.5
P/B (倍)	8.7	6.9	6.1	5.4	4.9

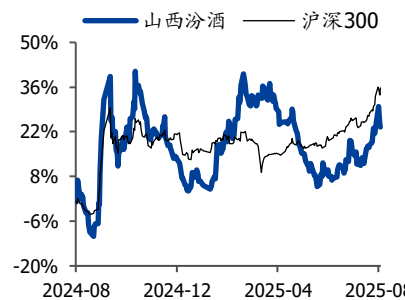
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	白酒 II
前次评级	买入
08 月 28 日收盘价 (元)	197.61
总市值 (百万元)	241,077.13
总股本 (百万股)	1,219.96
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	8.88

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 李依琳

执业证书编号: S0680524080001

邮箱: liyilin@gszq.com

相关研究

- 《山西汾酒 (600809.SH): 业绩稳健, 势能向上》
2025-04-30
- 《山西汾酒 (600809.SH): 2024 年中期分红出台, 四轮驱动稳健行远》
2024-12-25
- 《山西汾酒 (600809.SH): 业绩稳健, 韧性凸显》
2024-10-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	34608	44034	47368	52509	57826
现金	3775	6285	9614	13616	18228
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	36	33	34	35	37
预付账款	114	99	137	148	154
存货	11573	13270	13322	14365	14963
其他流动资产	19110	24347	24261	24345	24444
非流动资产	9488	9461	10584	11389	12145
长期投资	94	96	108	121	135
固定资产	1926	2855	2984	3066	3115
无形资产	1247	1226	1490	1709	1937
其他非流动资产	6221	5285	6003	6492	6959
资产总计	44096	53495	57953	63898	69971
流动负债	15147	17963	17646	18680	19577
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2893	4587	4013	4327	4507
其他流动负债	12254	13377	13633	14353	15070
非流动负债	674	328	328	328	328
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	674	328	328	328	328
负债合计	15821	18291	17974	19007	19905
少数股东权益	438	451	461	471	482
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	25787	32702	37464	42365	47530
归属母公司股东权益	27837	34754	39519	44420	49584
负债和股东权益	44096	53495	57953	63898	69971

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7225	12172	11524	12518	13741
净利润	10459	12253	12031	12382	13049
折旧摊销	604	584	459	487	489
财务费用	39	34	6	6	0
投资损失	-499	-324	-398	-263	0
营运资金变动	-2881	-347	-329	-105	193
其他经营现金流	-497	-27	-244	12	10
投资活动现金流	-10220	-3929	-940	-1040	-1255
资本支出	-482	-635	-1275	-1290	-1242
长期投资	-10094	-3660	-12	-13	-13
其他投资现金流	356	366	348	263	0
筹资活动现金流	-4432	-5734	-7255	-7476	-7873
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	-4544	-5734	-7255	-7476	-7873
现金净增加额	-7426	2510	3329	4001	4612

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31928	36011	36507	38347	40506
营业成本	7884	8570	8862	9555	9953
营业税金及附加	5832	5933	6206	6519	6886
营业费用	3217	3726	4089	4295	4516
管理费用	1202	1447	1467	1541	1608
研发费用	88	148	183	192	203
财务费用	-8	-10	-120	-187	-272
资产减值损失	0	-2	0	0	0
其他收益	15	11	18	20	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	499	324	398	263	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	14224	16539	16237	16715	17613
营业外收入	5	4	5	5	5
营业外支出	24	14	14	17	15
利润总额	14205	16529	16229	16703	17603
所得税	3747	4276	4198	4321	4554
净利润	10459	12253	12031	12382	13049
少数股东损益	20	10	10	10	11
归属母公司净利润	10438	12243	12020	12372	13038
EBITDA	14321	16789	16568	17003	17819
EPS (元/股)	8.56	10.04	9.85	10.14	10.69

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.8	12.8	1.4	5.0	5.6
营业利润(%)	30.8	16.3	-1.8	2.9	5.4
归属母公司净利润(%)	28.9	17.3	-1.8	2.9	5.4
获利能力					
毛利率(%)	75.3	76.2	75.7	75.1	75.4
净利率(%)	32.7	34.0	32.9	32.3	32.2
ROE(%)	37.5	35.2	30.4	27.9	26.3
ROIC(%)	34.6	33.6	29.5	26.9	25.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.9	34.2	31.0	29.7	28.4
净负债比率(%)	-10.2	-16.3	-22.7	-29.1	-35.3
流动比率	2.3	2.5	2.7	2.8	3.0
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	82505.9	235067.5	215044.3	141547.2	291861.0
应付账款周转率	3.5	2.8	2.5	2.9	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	8.56	10.04	9.85	10.14	10.69
每股经营现金流(最新摊薄)	5.92	9.98	9.45	10.26	11.26
每股净资产(最新摊薄)	22.82	28.49	32.39	36.41	40.64
估值比率					
P/E	23.1	19.7	20.1	19.5	18.5
P/B	8.7	6.9	6.1	5.4	4.9
EV/EBITDA	19.5	13.0	14.0	13.4	12.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com