

山西汾酒 (600809.SH)

强烈推荐 (维持)

经营韧性凸显，经销商结构调整

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 197.61 元

公司发布 25 年半年报，25H1 公司收入/归母净利润 239.6 亿元/85.1 亿元，同比+5.4%/+1.1%，25Q2 单季度收入/归母净利润 74.4 亿元/18.6 亿元，同比+0.4%/-13.5%，符合此前预期。底盘产品发力增长，经销商结构调整。毛利下行费用稳定，盈利能力承压。

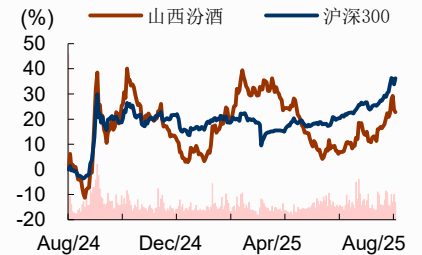
基础数据

总股本 (百万股)	1220
已上市流通股 (百万股)	1220
总市值 (十亿元)	241.1
流通市值 (十亿元)	241.1
每股净资产 (MRQ)	29.4
ROE (TTM)	34.4
资产负债率	35.8%
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责
主要股东持股比例	56.65%

□ Q2 收入利润同比+0%/-14%符合预期，现金流表现承压。25H1 公司收入/归母净利润 239.6 亿元/85.1 亿元，同比+5.4%/+1.1%，25Q2 单季度收入/归母净利润 74.4 亿元/18.6 亿元，同比+0.4%/-13.5%，符合此前预期。25Q2 销售回款 69.4 亿元 (yoy-6.1%)、经营净现金转负至-10.5 亿元、现金流承压，H1 末应收款项融资 20.7 亿，环比增加 5 亿，合同负债余额为 59.8 亿元 (yoy+4.4%)，同比环比均小幅增长，公司克制发货，维护市场良性，部分经销商加大了票据支持力度。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	2	17
相对表现	-2	-9	-15



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 底盘产品发力增长，经销商结构调整。分产品来看，25Q2 汾酒/其他酒类收入 71.8 亿元/2.2 亿元，同比+0.6%/-3.5%，汾酒延续正增长、其他酒类单季度降幅较 25Q1 收窄，上半年来看，预计玻汾仍有大个位数增长，青花系列依托青 20/25 实现增长，老白汾、巴拿马整体稳健。分地区来看，25Q2 省内/省外市场收入 26.5 亿元/47.5 亿元，同比-5.3%/+4.0%，省内需求承压下略有下滑，省外开拓新经销商实现增长。25H1 公司省外增加/减少 229/471 家汾酒经销商，主要系公司优化经销商结构，部分违规的和合作情况差的进行了淘汰，同时全国范围开展招商。

相关报告

- 1、《山西汾酒 (600809) 一步稳健，势能延续》2025-04-30
- 2、《山西汾酒 (600809) 一越山海砥砺复兴，25 年巩固期稳定为主》2024-12-04
- 3、《山西汾酒 (600809) 一动销支撑增长，结构略有下移》2024-10-31

□ 毛利下行费用稳定，盈利能力承压。25H1/25Q2 公司实现毛利率水平 76.7%/71.9%，同比持平/-3.2pct，Q2 青 20 及以上占收比下降。费用侧，25Q2 公司主营税金率/销售费率/管理费率为 22.3%/11.5%/4.3%，主营税金率同比+2.6pct，主要系税费支付季度间差异，销售与管理费率同比持平，25Q2 公司归母净利率 25.1% (yoy-4.0pct)，毛利率下降致使公司盈利能力下行、费用率管控基本稳定。

□ 投资建议: 企业状态佳，看好穿越周期，继续“强烈推荐”。我们认为，汾酒仍为当下状态最好的白酒企业之一，企业目标压力、经销商盈利及库存状态、消费者氛围等方面均具备优势。本轮调整周期也是机遇期，我们看好汾酒品牌的更进一步，当下产业仍在深度调整，但汾酒依旧具备左侧布局的潜力，关注双节公司包袱的释放，结合 H1 业绩及对三季度预测，我们略调整 25-27 年 EPS 预测 9.67、10.28、11.29 元，维持“强烈推荐”评级

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn

□ 风险提示: 省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	31928	36011	36069	37765	40360
同比增长	22%	13%	0%	5%	7%
营业利润(百万元)	14224	16539	15902	16888	18362
同比增长	31%	16%	-4%	6%	9%
归母净利润(百万元)	10438	12243	11798	12539	13774
同比增长	29%	17%	-4%	6%	10%

每股收益(元)	8.56	10.04	9.67	10.28	11.29
PE	23.1	19.7	20.4	19.2	17.5
PB	8.7	6.9	6.0	5.2	4.5

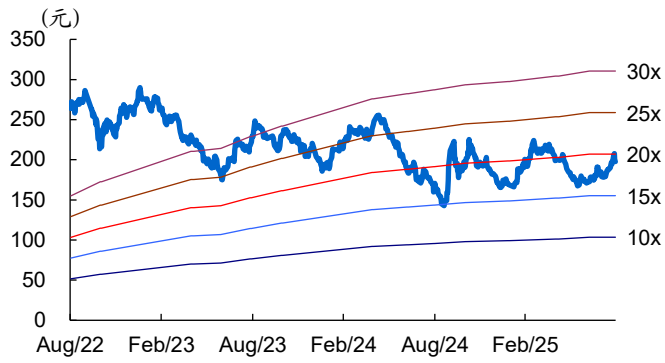
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	7733	5184	15338	7408	8611	4653	16523	7441	31928	36011
二、营业总成本	4301	3994	6978	4504	4789	3535	7613	4965	18219	19807
其中：营业成本	1930	1448	3457	1845	2214	1054	3503	2092	7884	8570
营业税金及附加	1239	1493	2047	1459	1259	1169	2261	1656	5832	5933
营业费用	821	688	1146	854	907	819	1525	857	3217	3726
管理费用	295	333	305	316	381	445	290	324	1202	1447
研发费用	14	34	24	31	47	46	34	41	88	148
财务费用	-1	-5	1	-3	-10	2	-5	-2	-8	-10
资产减值损失	0	0	0	0	0	2	0	0	0	2
三、其他经营收益	160	295	5	38	122	170	-9	75	514	335
其它收益	-1	6	3	0	2	6	5	0	15	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	161	289	3	38	120	164	-15	74	499	324
四、营业利润	3593	1486	8365	2942	3944	1288	8900	2551	14224	16539
加：营业外收入	0	2	0	1	2	1	1	1	5	4
减：营业外支出	6	17	0	2	8	4	13	3	24	14
五、利润总额	3587	1471	8365	2941	3938	1286	8888	2549	14205	16529
减：所得税	927	464	2098	783	1001	394	2232	682	3747	4276
六、净利润	2660	1006	6266	2158	2937	892	6656	1868	10459	12253
减：少数股东损益	-4	-1	4	10	-3	-1	8	10	20	10
七、归属母公司所有者净利润	2664	1007	6262	2147	2940	893	6648	1857	10438	12243
EPS	2.18	0.83	5.13	1.76	2.41	0.73	5.45	1.52	8.56	10.04
主要比率										
毛利率	75.0%	72.1%	77.5%	75.1%	74.3%	77.4%	78.8%	71.9%	75.3%	76.2%
主营税金率	16.0%	28.8%	13.3%	19.7%	14.6%	25.1%	13.7%	22.3%	18.3%	16.5%
营业费率	10.6%	13.3%	7.5%	11.5%	10.5%	17.6%	9.2%	11.5%	10.1%	10.3%
管理费率	3.8%	6.4%	2.0%	4.3%	4.4%	9.6%	1.8%	4.3%	3.8%	4.0%
营业利润率	46.5%	28.7%	54.5%	39.7%	45.8%	27.7%	53.9%	34.3%	44.5%	45.9%
实际税率	25.8%	31.6%	25.1%	26.6%	25.4%	30.6%	25.1%	26.7%	26.4%	25.9%
净利率	34.4%	19.4%	40.8%	29.0%	34.1%	19.2%	40.2%	25.0%	32.7%	34.0%
同比增长率										
收入增长率	14%	27%	21%	17%	11%	-10%	8%	0%	22%	12.8%
营业利润增长率	28%	14%	30%	9%	10%	-13%	6%	-13%	31%	16.3%
净利润增长率	27%	2%	30%	10%	10%	-11%	6%	-14%	29%	17.3%

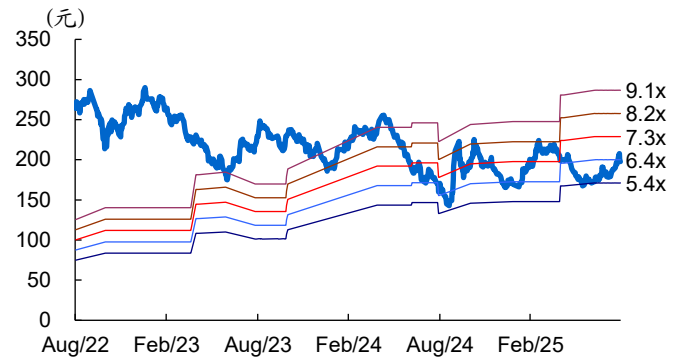
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 山西汾酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 山西汾酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《山西汾酒（600809）一步伐稳健，势能延续》2025-04-30
- 2、《山西汾酒（600809）一越山海砥砺复兴，25 年巩固期稳定为主》2024-12-04
- 3、《山西汾酒（600809）一动销支撑增长，结构略有下移》2024-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	34608	44034	53209	59291	66582
现金	3775	6285	16399	22411	27665
交易性投资	50	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	36	33	33	35	37
存货	11573	13270	13370	13471	13900
其他	19174	24446	23407	23374	24980
非流动资产	9488	9461	10094	10678	11217
长期股权投资	94	96	96	96	96
固定资产	1926	2853	3619	4321	4965
无形资产商誉	1247	1226	1103	993	893
其他	6221	5287	5277	5269	5263
资产总计	44096	53495	63303	69969	77799
流动负债	15147	17963	22576	23075	23903
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他	15147	17963	22576	23075	23903
长期负债	674	328	328	328	328
长期借款	0	0	0	0	0
其他	674	328	328	328	328
负债合计	15821	18291	22903	23403	24230
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积金	699	704	704	704	704
留存收益	25918	32830	38015	44182	51184
少数股东权益	438	451	460	460	460
归属于母公司所有者权益	27837	34754	39939	46106	53109
负债及权益合计	44096	53495	63303	69969	77799

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7225	12172	17584	12850	12425
净利润	10459	12253	11798	12539	13774
折旧摊销	253	235	367	416	461
财务费用	(8)	(10)	(80)	(155)	(200)
投资收益	(499)	(324)	(422)	(378)	(400)
营运资金变动	(2470)	11	5931	429	(1210)
其它	(510)	8	(10)	0	0
投资活动现金流	(10220)	(3929)	(578)	(622)	(600)
资本支出	(485)	(638)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	(9735)	(3291)	422	378	400
筹资活动现金流	(4432)	(5734)	(6892)	(6217)	(6572)
借款变动	(1150)	(71)	(360)	0	0
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	134	5	0	0	0
股利分配	(4051)	(5331)	(6612)	(6372)	(6772)
其他	635	(337)	80	155	200
现金净增加额	(7427)	2510	10114	6012	5254

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	31928	36011	36069	37765	40360
营业成本	7884	8570	8927	9306	9945
营业税金及附加	5832	5933	6015	6260	6649
营业费用	3217	3726	4129	4210	4338
管理费用	1202	1447	1450	1480	1501
研发费用	88	148	148	155	166
财务费用	(8)	(10)	(80)	(155)	(200)
资产减值损失	(3)	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	15	11	11	11	11
投资收益	499	324	412	368	390
营业利润	14224	16539	15902	16888	18362
营业外收入	5	4	4	4	4
营业外支出	24	14	14	14	14
利润总额	14205	16529	15893	16879	18352
所得税	3747	4276	4085	4340	4578
少数股东损益	20	10	10	0	0
归属于母公司净利润	10438	12243	11798	12539	13774

主要财务比率

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	22%	13%	0%	5%	7%
营业利润	31%	16%	-4%	6%	9%
归母净利润	29%	17%	-4%	6%	10%
获利能力					
毛利率	75.3%	76.2%	75.2%	75.4%	75.4%
净利率	32.7%	34.0%	32.7%	33.2%	34.1%
ROE	42.5%	39.1%	31.6%	29.1%	27.8%
ROIC	36.1%	34.2%	28.8%	26.5%	25.3%
偿债能力					
资产负债率	35.9%	34.2%	36.2%	33.4%	31.1%
净负债比率	0.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.5	2.4	2.6	2.8
速动比率	1.5	1.7	1.8	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
存货周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	82506.0	235068.	954712.	1297131	1310132
应付账款周转率	-	-	-	-	-
每股资料(元)					
EPS	8.56	10.04	9.67	10.28	11.29
每股经营净现金	5.92	9.98	14.41	10.53	10.18
每股净资产	22.82	28.49	32.74	37.79	43.53
每股股利	4.37	5.42	5.22	5.55	6.10
估值比率					
PE	23.1	19.7	20.4	19.2	17.5
PB	8.7	6.9	6.0	5.2	4.5
EV/EBITDA	12.0	10.6	11.0	10.3	9.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。