

山西汾酒 (600809.SH)

2025H1 收入同比+5.4%，2025Q2 毛利率略有承压

优于大市

核心观点

2025H1 收入稳健增长，2025Q2 利润端受到毛利率影响较大。2025H1 公司实现营业收入 239.6 亿元/同比+5.4%，归母净利润 85.1 亿元/同比+1.1%；其中 2025Q2 营业收入 74.5 亿元/同比+0.4%，归母净利润 18.6 亿元/同比-13.5%。

公司根据市场需求灵活调整产品结构，预计 2025H1 两头产品表现较好。分产品看：（1）汾酒产品 2025H1 收入 233.9 亿元/同比+5.8%，预计玻汾及青花系列表现好于整体，其中青花 20/25 占比提升，青花 26 增量多体现在第一季度；2025Q2 收入 71.8 亿元/同比+0.6%，第二季度受到环境影响，政商务、大众宴席等各消费场景缩量较多，我们预计公司为应对需求下降阶段性加快玻汾发货节奏，同时针对大单品青花 20 等通过经销商帮扶、促进消费者开瓶等举措维护渠道秩序；25Q1 具有较好增势的腰部产品老白汾、巴拿马在 25Q2 下滑幅度较大。（2）其他酒 2025H1 收入 4.8 亿元/同比-10.5%，25Q2 收入 2.2 亿元/同比-3.5%。

2025Q2 山西省内市场下滑，省外市场持续优化经销商结构。分区域看，2025Q2 省内收入 26.5 亿元/同比-5.3%，省外收入 47.5 亿元/同比+4.0%；山西省内市场受到场景收缩影响较大，省外市场通过渠道结构优化熨平需求下降影响。25Q2 省内经销商净-54 个，其中杏花村等其他酒净-47 个；省外经销商净-413 个，其中汾酒经销商净-250 个，公司优化渠道结构，引入优质大商，导入各价位带产品，稳定产品结构，同时优化配合度较低的小商。分渠道看，2025Q2 代理渠道收入 69.0 亿元/同比+0.3%，团购电商直销收入 5.0 亿元/同比+3.0%。

2025Q2 净利率同比-4.0pcts 至 25%，现金流反映需求压力。2025Q2 公司毛利率同比-3.21pcts，主因 1) 低价位玻汾增速快于整体，影响产品结构；2) 适当加大消费者红包、促销活动、经销商返利等投入力度，计入成本端。2025Q2 税金及附加率同比+2.56pcts，主因销售减弱但生产端维持正常节奏；销售费用/管理费用同比-0.02/+0.08pcts，基本持平，我们预计广宣等费用在第一季度投入较多，25Q2 费用更精准聚焦动销端。2025Q2 销售收现 69.4 亿元/同比-6.1%，经营性现金流净额-10.5 亿元/同比-218%，主因收现减少但市场投入费用增多、职工薪酬等刚性支出影响。截至 25Q2 末合同负债 59.8 亿元/环比+1.65 亿元/同比+4.4%，回款端保持稳健，公司适当减缓发货节奏；期末应收款项融资（银行承兑汇票）增加 3 亿元，需求压力下公司积极为经销商纾压。

投资建议：考虑到下半年行业需求复苏仍具有不确定性，公司经营理性务实，根据市场环境变化调整产品结构和区域扩张速度，保证渠道良性秩序；同时保持积极的费用投入水平维护厂商关系，**略下调此前收入及净利润预测**，预计 2025-2027 年公司收入 370.3/390.1/430.1 亿元，同比+2.8%/+5.3%/+10.3%（前值同比+11.1%/+9.4%/+8.4%）；预计归母净利润 122.1/130.6/149.2 亿元，同比-0.2%/+6.9%/+14.3%，（前值同比+11.4%/+12.4%/+11.8%），当前股价对应 25/26 年 19.7/18.5 倍 P/E，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	37,029	39,008	43,007
(+/-%)	21.8%	12.8%	2.8%	5.3%	10.3%
净利润(百万元)	10438	12243	12215	13057	14924
(+/-%)	28.9%	17.3%	-0.2%	6.9%	14.3%
每股收益(元)	8.56	10.04	10.01	10.70	12.23
EBIT Margin	42.9%	44.9%	42.9%	43.6%	45.3%
净资产收益率 (ROE)	37.5%	35.2%	30.8%	29.1%	29.8%
市盈率 (PE)	23.1	19.7	19.7	18.5	16.2
EV/EBITDA	18.4	15.8	15.9	14.9	13.1
市净率 (PB)	8.66	6.94	6.08	5.37	4.81

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

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	197.61 元
总市值/流通市值	241077/241077 百万元
52 周最高价/最低价	240.78/147.01 元
近 3 个月日均成交额	1459.69 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《山西汾酒 (600809.SH) - 2025 年目标收入保持稳健增长，腰部产品发力》——2025-04-30
- 《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

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



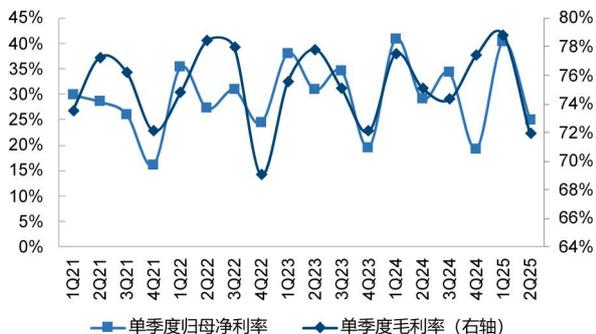
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



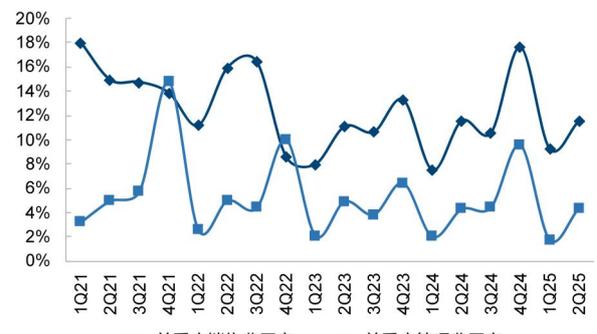
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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	40,019	43,788	37,029	39,008	-7.5%	-10.9%
收入同比增速%	12.8%	11.1%	9.4%	2.8%	5.3%	-8.3pcts	-4.08pcts
毛利率%	76.2%	77.0%	77.6%	75.5%	75.8%	-1.51pcts	-1.81pcts
销售费用率%	76.2%	11.6%	11.4%	12.0%	11.5%	0.4pcts	0.1pcts
管理费用率%	3.9%	4.1%	4.1%	3.8%	3.8%	-0.3pcts	-0.3pcts
归母净利润 (百万元)	12,243	13,643	15,333	12,215	13,057	-10.5%	-14.8%
归母净利润同比增速%	17.3%	11.4%	12.4%	-0.2%	6.9%	-11.66pcts	-5.49pcts
净利率%	34.0%	34.1%	35.0%	33.0%	33.5%	-1.1pcts	-1.54pcts
EPS (元)	10.04	11.18	12.57	10.01	10.70	-10.5%	-14.8%

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	
			2025/8/28	2025/8/28	2024A	2025E	2024A	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,446	18,166	862.3	938.0	21.1	19.4		
000858.SZ	五粮液	优于大市	125	4,870	318.5	326.5	15.3	14.9		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	134	1,968	134.7	137.6	14.6	14.3		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	198	2,411	122.4	122.1	19.7	19.7		
002304.SZ	洋河股份	中性	73	1,098	66.7	46.7	16.4	23.5		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	65	211	0.1	0.9	1686.6	240.2		
600702.SH	舍得酒业	优于大市	65	215	3.5	6.3	62.1	34.1		

000596.SZ	古井贡酒	优于大市	164	867	55.2	61.5	15.7	14.1
603369.SH	今世缘	优于大市	43	533	34.1	32.4	15.6	16.5
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	45	357	25.9	23.4	13.8	15.2
603589.SH	口子窖	中性	34	204	16.6	13.4	12.3	15.2
603919.SH	金徽酒	优于大市	20	104	3.9	4.0	26.8	25.9

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	5577	9512	12596	营业收入	31928	36011	37029	39008	43007
应收款项	37	33	34	36	40	营业成本	7884	8570	9072	9451	9947
存货净额	11573	13270	16499	16880	17244	营业税金及附加	5832	5933	6073	6397	7096
其他流动资产	19174	22855	25180	26525	29245	销售费用	3217	3726	4444	4486	4731
流动资产合计	34608	44034	48881	54544	60715	管理费用	1202	1447	1456	1531	1640
固定资产	2756	4880	4684	4931	5305	研发费用	88	148	93	117	129
无形资产及其他	1247	1226	1215	1207	1202	财务费用	(8)	(10)	(111)	(151)	(221)
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	102	108	115	资产减值及公允价值变动	0	2	0	0	0
资产总计	44096	53495	58142	64050	70597	其他收入	(77)	(132)	(93)	(117)	(129)
短期借款及交易性金融负债	345	360	0	0	0	营业利润	14224	16539	16388	17561	20069
应付款项	2893	4587	3249	3392	3647	营业外净收支	(19)	(10)	0	(20)	(20)
其他流动负债	11908	13017	14471	15010	16073	利润总额	14205	16529	16388	17541	20049
流动负债合计	15147	17963	17720	18401	19720	所得税费用	3747	4276	4162	4473	5113
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	20	10	10	11	12
其他长期负债	674	328	328	328	328	归属于母公司净利润	10438	12243	12215	13057	14924
长期负债合计	674	328	328	328	328	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	15821	18291	18047	18729	20048	净利润	10438	12243	12215	13057	14924
少数股东权益	438	451	455	459	463	资产减值准备	(0)	2	1	0	0
股东权益	27837	34754	39640	44863	50086	折旧摊销	253	230	372	423	452
负债和股东权益总计	44096	53495	58142	64050	70597	公允价值变动损失	(0)	(2)	0	0	0
						财务费用	(8)	(10)	(111)	(151)	(221)
						营运资本变动	(14842)	(789)	(5435)	(1046)	(1768)
						其它	13	4	3	4	4
						经营活动现金流	(4138)	11688	7155	12438	13613
						资本开支	0	(2324)	(167)	(662)	(823)
						其它投资现金流	1009	(1540)	0	0	0
						投资活动现金流	995	(3865)	(174)	(669)	(829)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(4032)	(5349)	(7329)	(7834)	(9701)
						其它融资现金流	3781	5386	(360)	0	0
						融资活动现金流	(4283)	(5312)	(7689)	(7834)	(9701)
						现金净变动	(7426)	2510	(707)	3935	3084
						货币资金的期初余额	11201	3775	6285	5577	9512
						货币资金的期末余额	3775	6285	5577	9512	12596
						企业自由现金流	0	9117	6625	11398	12363
						权益自由现金流	0	14503	6347	11510	12527

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 ±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 ±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

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中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