

山西汾酒（600809）

2025 年中报点评：有序调控，稳步整固

买入（维持）

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	31,928	36,011	36,360	37,858	40,911
同比（%）	21.80	12.79	0.97	4.12	8.07
归母净利润（百万元）	10,438	12,243	12,029	12,502	13,519
同比（%）	28.93	17.29	(1.75)	3.93	8.13
EPS-最新摊薄（元/股）	8.56	10.04	9.86	10.25	11.08
P/E（现价&最新摊薄）	23.10	19.69	20.04	19.28	17.83

投资要点

■ **事件：**公司发布 2025 中报，25H1 实现营收、归母净利润 239.6 亿元、85.1 亿元，分别同增 5.4%、1.1%；对应 25Q2 营收、归母净利润分别同比+0.4%、-13.5%，Q2 利润下滑主系毛利率及税金率拖累。

■ **25H1 适当控速，青花、玻汾实现温和增长。**1) 分产品：25H1 公司酒类收入同增 5.4%，Q1/Q2 分别同增 7.7%、0.4%，5 月以来受消费场景冲击及需求不振影响，青 20/25、玻汾 Q2 适当发挥收入稳定作用。①估算 25H1 青花收入同增约 5%，其中复兴版 30、26 消费场景受损明显，收入同比承压；青 20、25 收入同比个位数增长。②估算 25H1 腰部产品收入同比略增，老白汾 Q1 放量后，Q2 控货消化为主。③估算 25H1 玻汾收入同比高单增长，Q2 增速较 Q1 有所抬升。2) 分区域看：省内、省外均衡增长，25H1 收入分别同增 4.0%、6.1%。省内主要是青 25 引领结构升级贡献收入增量，Q2 收入同比-5.3%，适当纾压；省外青 20、玻汾推动 Q2 实现平稳增长，同比+4.0%。

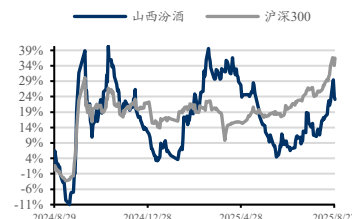
■ **产品结构拉低毛利率表现，Q2 税金比率波动回升。**1) 收现端，25Q2 公收现比为 93%，同比回落 6.5pct，Q2 期末预收款-应收票据余额环比回落。2) 利润端，25H1/Q2 公司销售净利率同比-1.5pct、-4.0pct，主因毛销差及税金比率拖累。①25H1 公司毛利率同比基本持平，其中 Q2 同比下降 3.2pct，主因玻汾收入占比提升。②25H1 税金及附加比率同比+0.9pct 至 16.3%，低基数下税率正常回升，且税金缴纳主要体现在 Q2。③25H1 销售费率同比+1.1pct，其中 Q2 基本同比持平，预计年内销售费率保持窄幅波动。

■ **产品组合优势继续发挥，期待老白汾全国化逐步收获成效。**25H1 公司强势产品玻汾、青 20 发挥收入承托作用，老白汾则着眼长期，Q2 适当调控消化，以渠道良性发展为先。2025 年老白汾全国化培育优先级提升，公司对青花 30、青花 20、老白汾、玻汾按 1:1:1:0.5 分配销售资源，并专门抽调人员成立老白汾项目组，对市场推广及渠道管理进行专业运作，系统性推进铺市、免品、宴席等培育动作。期待经过稳扎稳打的终端培育及推广动作，老白汾能够抓住后续中高端价位需求修复机遇，在环山西省区逐步放量。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑宏观需求复苏进程缓和，25H2 青花增长节奏预计将做一定调控，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 120、125、135 亿元（前值为 135、154、181 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 20/19/18X。公司长期增长空间可期，腰部产品亦有望较早兑现场景修复增量，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济需求复苏不及预期；渠道调控整固不及预期；省外竞争超预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	197.61
一年最低/最高价	147.01/240.78
市净率(倍)	6.72
流通 A 股市值(百万元)	241,077.13
总市值(百万元)	241,077.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	29.40
资产负债率(%,LF)	35.80
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

相关研究

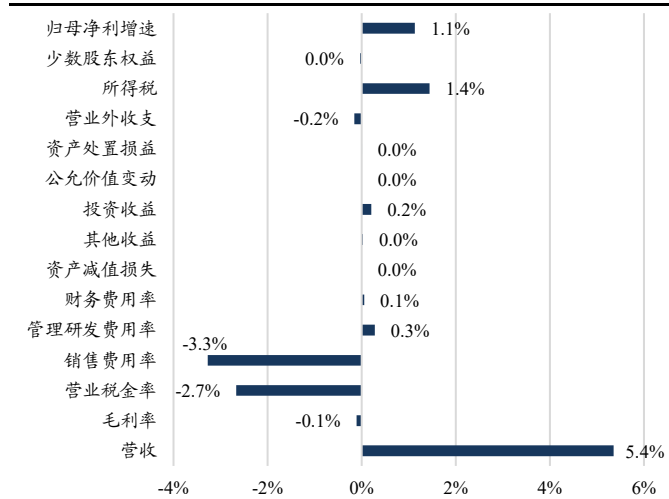
《山西汾酒(600809)：2024 年报及 2025 一季报点评：步履稳健，笃志进取》

2025-04-30

《山西汾酒(600809)：多价位精准发力，统筹兼顾规模、效益》

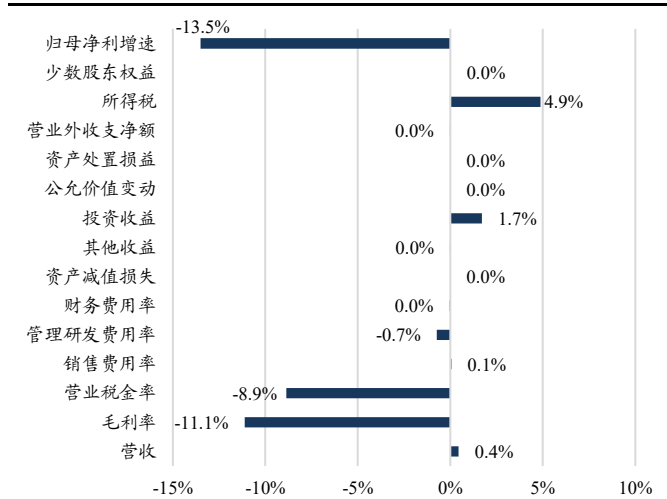
2025-03-27

图1：25H1 山西汾酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q2 山西汾酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44,034	47,071	50,306	52,536	营业总收入	36,011	36,360	37,858	40,911
货币资金及交易性金融资产	6,285	6,421	4,376	3,358	营业成本(含金融类)	8,570	8,653	9,075	9,722
经营性应收款项	1,860	2,282	2,671	3,191	税金及附加	5,933	6,181	6,436	6,955
存货	13,270	12,565	15,074	15,128	销售费用	3,726	4,046	4,226	4,441
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,447	1,473	1,528	1,604
其他流动资产	22,618	25,802	28,186	30,858	研发费用	148	170	195	215
非流动资产	9,461	10,904	12,309	14,409	财务费用	(10)	(22)	(2)	8
长期股权投资	96	0	0	0	加:其他收益	11	7	5	5
固定资产及使用权资产	3,387	4,587	5,825	6,817	投资净收益	324	310	350	220
在建工程	2,025	2,007	1,669	2,272	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,226	1,528	1,981	2,434	减值损失	7	30	8	10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	49	49	49	49	营业利润	16,539	16,206	16,762	18,201
其他非流动资产	2,679	2,732	2,784	2,837	营业外净收支	(10)	0	(10)	(6)
资产总计	53,495	57,974	62,615	66,945	利润总额	16,529	16,206	16,753	18,194
流动负债	17,963	17,388	16,732	15,030	减:所得税	4,276	4,165	4,238	4,662
短期借款及一年内到期的非流动负债	360	0	0	0	净利润	12,253	12,041	12,514	13,532
经营性应付款项	4,587	2,383	2,658	1,717	减:少数股东损益	10	12	13	14
合同负债	8,672	8,574	7,714	6,806	归属母公司净利润	12,243	12,029	12,502	13,519
其他流动负债	4,344	6,430	6,360	6,508	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.04	9.86	10.25	11.08
非流动负债	328	688	688	688	EBIT	16,205	15,814	16,394	17,969
长期借款	0	360	360	360	EBITDA	16,789	16,194	16,871	18,526
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	76.20	76.20	76.03	76.24
租赁负债	186	186	186	186	归母净利率(%)	34.00	33.08	33.02	33.04
其他非流动负债	142	142	142	142	收入增长率(%)	12.79	0.97	4.12	8.07
负债合计	18,291	18,076	17,419	15,717	归母净利润增长率(%)	17.29	(1.75)	3.93	8.13
归属母公司股东权益	34,754	39,436	44,721	50,739					
少数股东权益	451	463	475	489					
所有者权益合计	35,204	39,899	45,196	51,227					
负债和股东权益	53,495	57,974	62,615	66,945					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,172	8,954	6,682	8,894	每股净资产(元)	28.49	32.33	36.66	41.59
投资活动现金流	(3,929)	(3,461)	(1,490)	(2,390)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(5,734)	(7,356)	(7,237)	(7,521)	ROIC(%)	37.02	30.84	28.42	27.41
现金净增加额	2,510	(1,864)	(2,045)	(1,018)	ROE-摊薄(%)	35.23	30.50	27.96	26.64
折旧和摊销	584	380	477	557	资产负债率(%)	34.19	31.18	27.82	23.48
资本开支	(635)	(1,864)	(1,839)	(2,609)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.69	20.04	19.28	17.83
营运资本变动	(347)	(3,086)	(5,929)	(4,939)	P/B(现价)	6.94	6.11	5.39	4.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>