

山西汾酒：营收稳健增长，Q2 盈利承压

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 12.2/12.2
总市值/流通(亿元) 2,410.77/2,410.77
12 个月内最高/最低价 240.78/147.01 (元)

相关研究报告

<<山西汾酒：业绩符合预期，2025 年稳健增长>>—2025-05-06

<<山西汾酒：业绩符合预期，青花系列保持稳健，腰部产品放量>>—2024-11-01

<<山西汾酒：Q2 收入稳健增长，产品结构有所波动>>—2024-08-30

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：公司发布 2025 半年报，2025H1 公司实现营收 239.64 亿，同比+5.35%，实现归母净利润 85.05 亿元，同比+1.13%，实现扣非归母 85.16 亿元，同比+1.27%。2025Q2 公司实现营收 74.41 亿元，同比+0.45%，实现归母净利润 18.57 亿元，同比-13.50%。

汾酒主品牌稳健增长，其他酒类调整。分产品来看，2025H1 汾酒/其他酒类分别实现收入 233.91/4.84 亿元，同比+5.75%/-10.55%，2025Q2 汾酒/其他酒类分别实现收入 71.79/2.16 亿元，同比+0.56%/-3.54%，汾酒系列产品增长稳健，预计玻汾表现较好，青 20/25 稳健增长，老白汾、巴拿马整体稳健。分区域来看，2025H1 省内/省外分别实现收入 87.3/151.4 亿元，同比+4.0%/+6.1%。2025Q2 省内/省外分别实现收入 26.5 亿元/47.5，同比-5.3%/+4.0%，预计二季度省内因政商务消费场景受限影响较大，省外长三角、珠三角等潜力区域保持高增，全国化 2.0 战略成效显著。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，经销商体系持续优化。

二季度利润率承压，合同负债相对稳健。2025H1/2025Q2 公司毛利率为 76.65%/71.88%，同比-0.04/-3.21pct，主因玻汾放量产品结构有所下移。2025H1 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.35%/9.94%/2.56%/0.31%/-0.03%，同比+0.94/+1.15/-0.17/+0.07/-0.02pct，2025Q2 税金及附加/销售/管理/研发费用率分别为 22.25%/11.51%/4.35%/0.55%/-0.02%，同比+2.56/-0.02/+0.08/+0.13/+0.01pct，二季度税金及附加率提升主因生产端维持正常节奏。2025H1/2025Q2 公司净利率为 35.57%/25.10%，同比-1.47/-4.03pct，二季度盈利能力下滑。2025Q2 末合同负债达 59.83 亿元，同比/环比增长+2.2/+1.4 亿元，合同负债表现稳健。

投资建议：根据公司 2025H1 业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速分别为 2%/6%/6%，归母净利润增速分别为-2%/8%/8%，EPS 分别为 9.83/10.64/11.49 元，对应当前股价 PE 分别为 20x/19x/17x，按照 2026 年 20X 给予目标价 212.80 元，给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	36,011	36,685	38,970	41,292
营业收入增长率(%)	12.79%	1.87%	6.23%	5.96%
归母净利(百万元)	12,243	11,991	12,975	14,022
净利润增长率(%)	17.29%	-2.06%	8.20%	8.07%
摊薄每股收益(元)	10.04	9.83	10.64	11.49
市盈率(PE)	18.36	20.10	18.58	17.19

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,775	6,285	10,498	13,753	18,403
应收和预付款项	114	99	136	127	132
存货	11,573	13,270	13,207	13,858	14,686
其他流动资产	19,147	24,380	24,316	24,516	24,605
流动资产合计	34,608	44,034	48,158	52,255	57,826
长期股权投资	94	96	102	109	114
投资性房地产	14	14	13	13	13
固定资产	1,926	2,855	2,982	3,197	3,551
在建工程	829	2,025	2,618	3,372	4,219
无形资产开发支出	1,247	1,226	1,513	1,659	1,796
长期待摊费用	0	49	51	51	51
其他非流动资产	39,985	47,231	51,824	56,146	61,734
资产总计	44,096	53,495	59,103	64,546	71,477
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,893	4,587	3,978	4,155	4,639
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	12,928	13,704	15,126	15,226	16,089
负债合计	15,821	18,291	19,104	19,381	20,728
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	25,787	32,702	37,452	42,592	48,147
归母公司股东权益	27,837	34,754	39,507	44,647	50,201
少数股东权益	438	451	492	519	548
股东权益合计	28,275	35,204	39,999	45,165	50,750
负债和股东权益	44,096	53,495	59,103	64,546	71,477

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	7,225	12,172	12,854	12,615	14,653
投资性现金流	-10,220	-3,929	-1,409	-1,525	-1,536
融资性现金流	-4,432	-5,734	-7,231	-7,835	-8,467
现金增加额	-7,426	2,510	4,213	3,256	4,650

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,928	36,011	36,685	38,970	41,292
营业成本	7,884	8,570	8,785	9,198	9,666
营业税金及附加	5,832	5,933	6,236	6,547	6,937
销售费用	3,217	3,726	4,035	4,092	4,384
管理费用	1,202	1,447	1,467	1,559	1,654
财务费用	-8	-10	163	287	-21
资产减值损失	0	-2	0	0	0
投资收益	499	324	305	390	413
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	14,224	16,539	16,203	17,563	18,956
其他非经营损益	-19	-10	1	6	0
利润总额	14,205	16,529	16,204	17,569	18,956
所得税	3,747	4,276	4,172	4,567	4,904
净利润	10,459	12,253	12,032	13,001	14,052
少数股东损益	20	10	41	27	30
归母股东净利润	10,438	12,243	11,991	12,975	14,022

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	75.31%	76.20%	76.05%	76.40%	76.59%
销售净利率	32.69%	34.00%	32.69%	33.29%	33.96%
销售收入增长率	21.80%	12.79%	1.87%	6.23%	5.96%
EBIT 增长率	30.60%	18.14%	1.00%	9.10%	6.05%
净利润增长率	28.93%	17.29%	-2.06%	8.20%	8.07%
ROE	37.50%	35.23%	30.35%	29.06%	27.93%
ROA	23.67%	22.89%	20.29%	20.10%	19.62%
ROIC	34.64%	33.60%	29.97%	28.90%	27.36%
EPS (X)	8.56	10.04	9.83	10.64	11.49
PE (X)	26.95	18.36	20.10	18.58	17.19
PB (X)	10.11	6.47	6.10	5.40	4.80
PS (X)	8.82	6.24	6.57	6.19	5.84
EV/EBITDA (X)	19.45	13.04	13.72	12.36	11.43

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。