

# 汾酒维持正增长，长期看好白酒优质资产

## 山西汾酒(600809)

评级:	买入	股票代码:	600809
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	230.8/153.14
目标价格(元):		总市值(亿元)	2,464.57
最新收盘价(元):	202.02	自由流通市值(亿元)	2,464.57
		自由流通股数(百万)	1,219.96

### 事件概述

公司发布25年中报，25H1实现收入239.6亿元，同比+5.4%；归母净利润85.2亿元，同比+1.1%。25Q2实现收入74.4亿元，同比+0.4%；归母净利润18.6亿元，同比-13.5%。基本符合市场预期。

### 分析判断:

#### ► 汾酒系列维持正增长

25H1汾酒/其他酒类分别实现收入233.9/4.8亿元，分别同比+5.8%/-10.5%；省内外分别实现收入87.3/151.4亿元，分别同比+4.0%/+6.1%。25Q2汾酒/其他酒类分别实现收入71.8/2.2亿元，分别同比+0.6%/-3.5%；省内外分别实现收入26.5/47.5亿元，分别同比-5.3%/+4.0%。25Q2汾酒系列延续了正增长态势，我们判断其中25H1玻汾有望实现高个位数增长，青花系列在青20/25/26的带动下增幅与汾酒系列相仿，腰部产品老白汾预计持平左右，巴拿马同比微降。

24H1销售收现207.3亿元，同比-4.0%，我们判断主因应收增加导致收现减少；经营活动现金流净额59.8亿元，同比-24.6%，我们判断主因收现减少+职工工资经营现金等支出增加，现金流整体处于正常状态。

#### ► 费用率和产品结构影响净利率

25H1/25Q2毛利率76.7%/71.9%，分别同比持平/-3.2pct，我们判断25Q2毛利率下滑主因玻汾增投影响产品结构。24H1/24Q2税金及附加占收入比例分别16.3%/22.3%，分别同比+0.9%/+2.6pct，我们判断主因产量增加影响，季度之间存在波动。24H1/24Q2销售费用率分别9.9%/11.5%，分别同比+1.1pct/持平，主因25H1广告宣传推广费同比+17.3%。24H1/24Q2管理费用率分别2.6%/4.3%，分别同比-0.2/+0.1pct，基本持平。综上，费用率和产品结构影响24H1/24Q2净利率分别35.6%/25.1%，分别同比-1.5/-4.0pct。

#### ► 长期看好白酒核心优质资产

我们仍然看好汾酒作为白酒优质资产的投资价值，产品结构方面玻汾、青花20、老白汾、青花30形成从上到下相对抗风险能力强的产品组合；品牌韧性方面省内核心大本营市场坚定；渠道拓展方面持续加强经销商优化机制，进一步扩大汾享礼遇模式覆盖范围，实现渠道精细化管理，增强了终端动销积极性。因此，我们仍然保持中长期对白酒产业和高端商业模式的看好，短期需求扰动仅阶段性影响报表端表现，核心龙头企业的竞争实力和长期品牌沉淀不会受到影响。

### 投资建议

根据公司中报调整盈利预测，25-27年营业收入由397/435/477亿元下调至372/397/436亿元；归母净利润由135/149/167亿元下调至123/134/149亿元；EPS由11.03/12.2/13.66元下调至10.10/10.98/12.22元，2025年8月29日收盘价202.02元对应PE分别为20/18/17倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

经济恢复较弱导致需求减弱；经营管理风险；行业竞争加剧风险；估值中枢变动风险；食品安全问题

## 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	37,243	39,733	43,575
YoY (%)	21.8%	12.8%	3.4%	6.7%	9.7%
归母净利润(百万元)	10,438	12,243	12,320	13,396	14,903
YoY (%)	28.9%	17.3%	0.6%	8.7%	11.2%
毛利率 (%)	75.3%	76.2%	74.6%	75.3%	76.0%
每股收益 (元)	8.56	10.04	10.10	10.98	12.22
ROE (%)	37.5%	35.2%	32.1%	32.5%	34.2%
市盈率	23.59	20.13	20.01	18.40	16.54

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

**分析师: 郭辉**

邮箱: guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话:

**分析师: 王厚**

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话:

**分析师: 沈嘉雯**

邮箱: shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	36,011	37,243	39,733	43,575	净利润	12,253	12,330	13,406	14,913
YoY(%)	12.8%	3.4%	6.7%	9.7%	折旧和摊销	584	849	742	689
营业成本	8,570	9,458	9,815	10,450	营运资金变动	-347	-3,071	-2,602	-2,087
营业税金及附加	5,933	6,071	6,437	7,016	经营活动现金流	12,172	9,530	11,174	13,138
销售费用	3,726	3,985	4,291	4,793	资本开支	-635	-988	-600	-1,001
管理费用	1,447	1,415	1,470	1,569	投资	-3,660	0	0	0
财务费用	-10	-10	-11	-12	投资活动现金流	-3,929	-731	-235	-627
资产减值损失	-2	6	7	4	股权募资	0	0	0	0
投资收益	324	306	365	374	债务募资	0	7	0	0
营业利润	16,539	16,538	17,995	20,018	筹资活动现金流	-5,734	-7,798	-8,906	-10,431
营业外收支	-10	12	0	-1	现金净流量	2,510	1,001	2,033	2,081
利润总额	16,529	16,550	17,995	20,018	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	4,276	4,220	4,589	5,104	<b>成长能力</b>				
净利润	12,253	12,330	13,406	14,913	营业收入增长率	12.8%	3.4%	6.7%	9.7%
归属于母公司净利润	12,243	12,320	13,396	14,903	净利润增长率	17.3%	0.6%	8.7%	11.2%
YoY(%)	17.3%	0.6%	8.7%	11.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益(元)	10.04	10.10	10.98	12.22	毛利率	76.2%	74.6%	75.3%	76.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	净利率	34.0%	33.1%	33.7%	34.2%
货币资金	6,285	7,286	9,319	11,400	总资产收益率 ROA	25.1%	22.5%	23.1%	24.2%
预付款项	99	95	98	105	净资产收益率 ROE	35.2%	31.4%	30.6%	30.9%
存货	13,270	14,449	14,723	15,385	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	24,380	24,441	25,726	26,739	流动比率	2.45	2.87	3.30	3.65
流动资产合计	44,034	46,270	49,866	53,628	速动比率	0.45	0.57	0.75	0.91
长期股权投资	96	96	96	96	现金比率	0.35	0.45	0.62	0.78
固定资产	2,855	4,181	4,723	5,217	资产负债率	34.2%	29.3%	25.9%	23.6%
无形资产	1,226	1,184	1,142	1,100	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	9,461	9,916	9,774	10,084	总资产周转率	0.74	0.68	0.69	0.71
资产合计	53,495	56,186	59,640	63,713	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	10.04	10.10	10.98	12.22
应付账款及票据	4,587	4,151	3,408	2,961	每股净资产	28.49	32.18	35.86	39.52
其他流动负债	13,377	11,984	11,686	11,728	每股经营现金流	9.98	7.81	9.16	10.77
流动负债合计	17,963	16,135	15,094	14,689	每股股利	6.06	6.40	7.30	8.55
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	328	328	328	328	PE	20.13	20.01	18.40	16.54
非流动负债合计	328	328	328	328	PB	6.47	6.28	5.63	5.11
负债合计	18,291	16,462	15,422	15,017					
股本	1,220	1,220	1,220	1,220					
少数股东权益	451	461	471	481					
股东权益合计	35,204	39,724	44,218	48,696					
负债和股东权益合计	6,285	56,186	59,640	63,713					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表意见均不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。