

2025 年 08 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩稳健增长，全国化战略加速推进

—山西汾酒（600809.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-29

当前股价（元）	202.02
总市值（亿元）	2465
总股本（百万股）	1220
流通股本（百万股）	1220
52 周价格范围（元）	147.79-233.4
日均成交额（百万元）	1334.41

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《山西汾酒（600809）：业绩符合预期，经营整体稳健》2025-05-09
- 2、《山西汾酒（600809）：复兴纲领迈入第二阶段，看好全要素发展》2024-12-04
- 3、《山西汾酒（600809）：业绩符合预期，产品结构略调整》2024-11-01

2025 年 8 月 28 日，山西汾酒发布 2025 年半年度业绩公告。2025H1 总营收 239.64 亿元（同增 5%），归母净利润 85.05 亿元（同增 1%），扣非净利润 85.16 亿元（同增 1%）。其中 2025Q2 总营收 74.41 亿元（同增 0.4%），归母净利润 18.57 亿元（同减 14%），扣非净利润 18.61 亿元（同减 13%）。

投资要点

■ 精细管控费用投放，分层优化资源配置

2025Q2 公司毛利率同减 3pct 至 71.88%；销售费用率同减 0.02pct 至 11.52%，管理费用率同增 0.1pct 至 4.35%，费用端整体持平；净利率同减 4pct 至 25.10%。截至 2025H1 末，合同负债 59.83 亿元（同增 4%），公司重视高质量发展，产品矩阵分价位段倾斜投入，并对四大单品系列存量、增量额度进行差异化调节，强化营销费用横向分流，以期通过精细管理和动态调整提升运营效率与盈利能力。

■ 产品矩阵四轮驱动，全国化 2.0 持续深化

分产品看，2025H1 公司汾酒/其他酒产品收入分别同比+6%/-11%至 233.91/4.84 亿元。公司构建多层次产品体系，四轮驱动业绩增长。分渠道看，2025H1 公司代理/团购电商直销渠道收入分别同比+7%/-18%至 225.19/13.56 亿元。公司通过“汾享礼遇”建立终端多维度激励体系与全流程费控机制，推进渠道精细化管理运营。分区域看，2025H1 公司省内/省外收入分别同增 4%/6%至 87.32/151.43 亿元，公司全面推进全国化 2.0 战略，围绕“一轮红日、五星灿烂、清香天下”的市场布局深耕细作，成效显著，长三角、珠三角等潜力区域保持高增态势。

■ 盈利预测

公司产品矩阵丰富，覆盖多价格带，内控机制逐步完善，品牌影响力持续增强，展现强劲经营韧性。随着全国化战略加速推进，公司差异化竞争优势凸显，未来业绩有望保持稳健增长。根据 2025 年半年报，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 9.94/10.51/11.48（前值为 11.24/12.61/14.26）元，当前股价对应 PE 分别为 20/19/18 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、产品推广不及预期、渠道拓展不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	36,011	36,754	38,378	40,889
增长率（%）	12.8%	2.1%	4.4%	6.5%
归母净利润（百万元）	12,243	12,124	12,828	14,009
增长率（%）	17.3%	-1.0%	5.8%	9.2%
摊薄每股收益（元）	10.04	9.94	10.51	11.48
ROE（%）	34.8%	26.9%	23.2%	21.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	36,011	36,754	38,378	40,889
现金及现金等价物	6,285	30,555	42,266	54,124	营业成本	8,570	9,258	9,699	10,220
应收款	33	50	53	56	营业税金及附加	5,933	6,432	6,678	7,033
存货	13,270	11,607	10,319	9,453	销售费用	3,726	4,043	4,145	4,375
其他流动资产	24,446	10,094	9,346	9,046	管理费用	1,447	1,580	1,612	1,676
流动资产合计	44,034	52,306	61,984	72,679	财务费用	-10	-856	-1,183	-1,515
非流动资产：					研发费用	148	151	158	168
金融类资产	1,591	1,641	1,671	1,686	费用合计	5,312	4,919	4,731	4,704
固定资产	2,853	3,878	4,105	4,026	资产减值损失	-2	0	0	0
在建工程	2,025	810	324	130	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,226	1,164	1,103	1,045	投资收益	324	280	200	170
长期股权投资	96	96	96	96	营业利润	16,539	16,448	17,491	19,119
其他非流动资产	3,262	3,262	3,262	3,262	加：营业外收入	4	60	45	30
非流动资产合计	9,461	9,210	8,890	8,558	减：营业外支出	14	9	8	7
资产总计	53,495	61,516	70,874	81,237	利润总额	16,529	16,499	17,528	19,142
流动负债：					所得税费用	4,276	4,290	4,610	5,034
短期借款	0	0	0	0	净利润	12,253	12,210	12,918	14,108
应付账款、票据	4,587	3,439	3,141	2,836	少数股东损益	10	85	90	99
其他流动负债	4,704	4,704	4,704	4,704	归母净利润	12,243	12,124	12,828	14,009
流动负债合计	17,963	16,199	15,205	14,262					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	328	328	328	328	营业收入增长率	12.8%	2.1%	4.4%	6.5%
非流动负债合计	328	328	328	328	归母净利润增长率	17.3%	-1.0%	5.8%	9.2%
负债合计	18,291	16,526	15,532	14,589	盈利能力				
所有者权益					毛利率	76.2%	74.8%	74.7%	75.0%
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	四项费用/营收	14.8%	13.4%	12.3%	11.5%
股东权益	35,204	44,989	55,342	66,648	净利率	34.0%	33.2%	33.7%	34.5%
负债和所有者权益	53,495	61,516	70,874	81,237	ROE	34.8%	26.9%	23.2%	21.0%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	34.2%	26.9%	21.9%	18.0%
净利润	12253	12210	12918	14108	营运能力				
少数股东权益	10	85	90	99	总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5
折旧摊销	230	252	317	329	应收账款周转率	1084.8	730.0	730.0	730.0
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.6	1.4	1.6	1.8
营运资金变动	-321	14284	1069	235	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	12172	26830	14394	14770	EPS	10.04	9.94	10.51	11.48
投资活动现金净流量	-3929	140	229	259	P/E	20.1	20.3	19.2	17.6
筹资活动现金净流量	16026	-2425	-2566	-2802	P/S	6.8	6.7	6.4	6.0
现金流量净额	24,270	24,546	12,057	12,227	P/B	7.1	5.5	4.5	3.7

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。