

公司研究

Q2 报表稳健，全国化布局稳步推进

——山西汾酒（600809.SH）2025 年中报点评

要点

事件：山西汾酒发布 2025 年中报，公司 25 年上半年实现总营收 239.64 亿元、同比增长 5.35%，实现归母净利润 85.05 亿元、同比增长 1.13%，其中 Q2 单季总营收 74.41 亿元、同比略增 0.45%，归母净利润 18.57 亿元、同比下滑 13.5%。

25Q2 收入平稳，全国化布局稳步推进。 25Q2 收入端同比基本持平、增幅环比 25Q1 放缓，考虑政策端对白酒动销存在较大影响，公司二季度主动调整经营节奏、积极应对外部环境波动，在行业调整期仍彰显较强韧性。1) 分产品看，25Q2 汾酒/其他酒类销售收入分别为 71.79/2.16 亿元、同比+0.56%/-3.54%，汾酒系列 Q2 收入同比微增，其他酒类收入同比下滑，估计次高端及以上产品短期受政策端影响相对较大、后续有望修复，老白汾等腰部产品依旧为公司未来重要增长极，玻汾系列有助于在行业下行期补充增量。2) 分区域看，25Q2 省内/省外收入分别为 26.49/47.46 亿元、同比-5.29%/+3.95%，截至 25Q2 末省内/省外经销商数量分别为 763/3231 家、环比 25Q1 末净减 54 家/净减 413 家。二季度省内收入同比承压，估计受消费场景萎缩影响较大，省外收入同比小幅增长，经销商数量明显缩减，估计经销商结构有所优化。

毛利率下降/税金率波动，利润率短期下滑，预收款较为平稳。 1) 25Q2 销售毛利率 71.88%、同比下滑 3.21pct，毛利率下滑较为明显，估计与二季度产品结构阶段性调整有关。25Q2 税金及附加项占营收比重为 22.25%、同比提升 2.56pct，销售费用率 11.52%、同比基本持平，管理及研发费用率 4.90%、同比+0.21pct。期间费用率较为平稳，税金率波动较为明显、估计系生产端与销售端节奏错配。综合看 25Q2 销售净利率 25.1%、同比下滑 4.03pct，净利润同比有所下滑。2) 25Q2 销售现金回款 69.41 亿元、同比下滑 6.11%，经营活动现金流净额-10.46 亿元、同比下滑 217.66%，估计系现金回款减少、广告宣传费用支付增加等影响。截至 25Q2 末合同负债 59.83 亿元，环比 25Q1 末/同比 24Q2 末变化不大，合同负债表现相对平稳。

盈利预测、估值与评级：考虑行业需求恢复仍存不确定性，我们下调 2025-27 年归母净利润预测为 123.92/131.44/140.84 亿元（较前次预测下调 6.9%/11.2%/14.7%），折合 EPS 为 10.16/10.77/11.54 元，当前股价对应 P/E 为 20/19/17 倍。公司锚定高质量发展目标，具备较为突出的品牌/香型、产品矩阵、渠道布局优势，行业下行期韧性彰显，经营质量在同业内较为领先，全国化布局仍在持续，维持“买入”评级。

风险提示：白酒动销恢复不及预期，省外扩张较慢，老白汾等表现不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31,928	36,011	36,837	38,670	41,028
营业收入增长率	21.80%	12.79%	2.29%	4.98%	6.10%
净利润（百万元）	10,438	12,243	12,392	13,144	14,084
净利润增长率	28.93%	17.29%	1.22%	6.06%	7.16%
EPS（元）	8.56	10.04	10.16	10.77	11.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	37.50%	35.23%	31.17%	28.92%	27.27%
P/E	24	20	20	19	17
P/B	8.9	7.1	6.2	5.4	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

买入（维持）

当前价：202.02 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005
021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

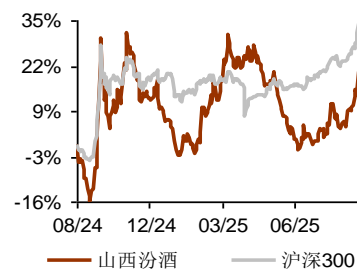
执业证书编号：S0930524030003
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.20
总市值(亿元):	2464.56
一年最低/最高(元):	142.00/232.57
近 3 月换手率:	42.47%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.53	-2.85	-12.81
绝对	12.86	13.89	24.91

资料来源：Wind

相关研报

25 年稳步开局，经营质量较优——山西汾酒（600809.SH）2024 年年报与 25 年一季报点评（2025-05-07）

收入略超预期，实际动销较优——山西汾酒（600809.SH）2024 年三季报点评（2024-11-02）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,928	36,011	36,837	38,670	41,028
营业成本	7,884	8,570	8,825	9,189	9,737
折旧和摊销	253	230	248	267	282
税金及附加	5,832	5,933	6,071	6,373	6,749
销售费用	3,217	3,726	3,816	3,944	4,144
管理费用	1,202	1,447	1,481	1,547	1,600
研发费用	88	148	151	155	123
财务费用	-8	-10	-26	-69	-108
投资收益	499	324	200	200	200
营业利润	14,224	16,539	16,730	17,744	18,995
利润总额	14,205	16,529	16,730	17,744	18,995
所得税	3,747	4,276	4,328	4,590	4,901
净利润	10,459	12,253	12,402	13,154	14,094
少数股东损益	20	10	10	10	10
归属母公司净利润	10,438	12,243	12,392	13,144	14,084
EPS(元)	8.56	10.04	10.16	10.77	11.54

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,225	12,172	10,833	11,601	11,621
净利润	10,438	12,243	12,392	13,144	14,084
折旧摊销	253	230	248	267	282
净营运资金增加	14,849	4,859	1,771	3,018	3,738
其他	-18,315	-5,159	-3,579	-4,828	-6,484
投资活动产生现金流	-10,220	-3,929	-198	-75	-50
净资本支出	-482	-635	-400	-250	-250
长期投资变化	94	96	0	0	0
其他资产变化	-9,832	-3,389	202	175	200
融资活动现金流	-4,432	-5,734	-7,367	-7,372	-7,784
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	337	15	0	0	0
无息负债变化	543	2,455	-1,005	906	524
净现金流	-7,426	2,510	3,268	4,154	3,787

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	75.3%	76.2%	76.0%	76.2%	76.3%
EBITDA 率	43.8%	45.6%	45.5%	45.9%	46.2%
EBIT 率	43.0%	45.0%	44.8%	45.2%	45.5%
税前净利润率	44.5%	45.9%	45.4%	45.9%	46.3%
归母净利润率	32.7%	34.0%	33.6%	34.0%	34.3%
ROA	23.7%	22.9%	21.6%	20.5%	19.9%
ROE (摊薄)	37.5%	35.2%	31.2%	28.9%	27.3%
经营性 ROIC	33.6%	34.0%	32.9%	32.2%	31.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	36%	34%	30%	28%	26%
流动比率	2.28	2.45	2.83	3.05	3.33
速动比率	1.52	1.71	2.05	2.28	2.54
归母权益/有息债务	80.68	96.53	110.43	126.26	143.47
有形资产/有息债务	116.84	137.95	148.98	167.28	185.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	44,096	53,495	57,500	64,117	70,843
货币资金	3,775	6,285	9,552	13,706	17,493
交易性金融资产	50	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	36	33	37	39	41
存货	11,573	13,270	13,234	13,779	14,603
其他流动资产	19,060	22,756	23,500	25,150	27,272
流动资产合计	34,608	44,034	47,925	54,531	61,287
其他权益工具	12	7	7	7	7
长期股权投资	94	96	96	96	96
固定资产	1,926	2,853	3,212	3,445	3,608
在建工程	829	2,025	1,740	1,472	1,258
无形资产	1,247	1,226	1,300	1,324	1,347
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,957	103	103	103	103
非流动资产合计	9,488	9,461	9,574	9,586	9,556
总负债	15,821	18,291	17,286	18,191	18,715
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,279	3,846	3,961	4,124	4,370
应付票据	614	740	763	794	841
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	395	483	500	536	583
流动负债合计	15,147	17,963	16,956	17,862	18,386
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	140	142	142	142	142
非流动负债合计	674	328	330	330	330
股东权益	28,275	35,204	40,214	45,926	52,128
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
公积金	1,262	1,262	1,314	1,314	1,314
未分配利润	25,229	32,144	37,091	42,794	48,986
归属母公司权益	27,837	34,754	39,753	45,455	51,647
少数股东权益	438	451	461	471	481

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	10.07%	10.35%	10.36%	10.20%	10.10%
管理费用率	3.76%	4.02%	4.02%	4.00%	3.90%
财务费用率	-0.02%	-0.03%	-0.07%	-0.18%	-0.26%
研发费用率	0.28%	0.41%	0.41%	0.40%	0.30%
所得税率	26%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	4.37	6.06	6.10	6.47	6.93
每股经营现金流	5.92	9.98	8.88	9.51	9.53
每股净资产	22.82	28.49	32.59	37.26	42.34
每股销售收入	26.17	29.52	30.20	31.70	33.63

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	24	20	20	19	17
PB	8.9	7.1	6.2	5.4	4.8
EV/EBITDA	17.8	15.1	14.6	13.6	12.6
股息率	2.2%	3.0%	3.0%	3.2%	3.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP