

事件：公司于 8 月 28 日发布 2025 年半年报，25H1 公司分别实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 239.64/85.05/85.16 亿元，分别同比 +5.35%/+1.13%/+1.27%。经测算，25Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 74.41/18.57/18.61 亿元，同比+0.45%/-13.50%/-13.40%。

青花+玻汾韧性足，经销商结构优化提升渠道效率。分产品看：25Q2 汾酒收入 71.79 亿元，同比+0.56%，其他酒类（竹叶青+杏花村）营收 2.16 亿元，同比-3.54%，汾酒占比环比减少 1.30pcts 至 97.08%，公司坚持以“青花 30 及其组合+花 20+老白汾+玻汾”四大系列为核心的“四轮驱动”产品矩阵，力争实现玻汾控量，老白汾上量，青花 20 放量，青花 26 及以上增量。**分区域看：**25Q2 山西省内/省外分别实现营收 26.49/47.46 亿元；同比-5.29%/+3.95%，省内占比环比下滑 1.10pcts 至 35.82%。逆周期下省内结构拉升短期受阻，省外南下持续优化市场布局实现汇量增长。针对长江以南的机会型市场逐步完善县级空白市场招商，拓展终端数量，结合市场实际开展具有当地特色的消费培育和终端促销活动。**分渠道看：**25Q2 代理/团购电商直销分别实现营收 68.96/4.99 亿元，同比+0.26%/+3.00%，各渠道占比相对稳定。**经销商数量上：**25H1 末经销商数量总计 3994 家，Q2 期间减少 467 家（下同），其中汾酒省内 553/-7 家；汾酒省外 2613/-250 家；其他酒省内 210/-47 家；其他酒省外 618/-163 家。经销商数量减少或因公司主动优化渠道结构，扶持优商，清退违规商，提升渠道效率。

结构下移、货折加大拖累毛利率表现，25Q2 营业税金及附加拖累盈利中枢。25H1/25Q2 毛利率分别为 76.65%/71.88%，同比-0.04/-3.21pcts。25Q2 毛利大幅下降，或因玻汾 Q2 发货量同比增加导致季度内结构下行，叠加返利、红包等促销方式增加货折所致。25H1 销售/管理费用率分别为 9.94%/2.56%，同比+1.15/-0.17pcts，25Q2 分别为 11.51%/4.35%，同比-0.02/+0.08pcts。25Q2 税金及附加的营收占比同比+2.56pcts 至 22.25%，或因玻汾增量投放增加消费税从量税税基。25H1/25Q2 归母净利率分别为 35.49%/24.96%，同比-1.48/-4.03pcts。25Q2 经营活动现金流净额-10.46 亿元，同比-217.72%，主因经营现金流流入端同比-6.81%（销售收现同比-6.12%），但流出端各项均有增加（现金支付商品及服务+7.13%/现金支付薪资 23.64%/现金支付税费 15.39%/现金支付广宣费+105.20%），流出小计同比+21.56%。

投资建议：公司具备强品牌力、产品力和渠道力，多轮周期验证下的抗压品种。逆周期下增长路径清晰：产品端“四轮驱动”全价格覆盖，区域上省内向上拉结构，省外南下拓宽度。预计 25-27 年分别实现归母净利润 123.42/131.80/143.25 亿元，同比+0.8%/+6.8%/+8.7%，当前股价对应 PE 为 20/19/17 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：税收等产业政策调整的不确定性风险；省内结构升级、省外渠道扩张不及预期；供需不均衡导致的批发价格波动风险；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	36,011	37,257	39,224	42,146
增长率 (%)	12.8	3.5	5.3	7.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	12,243	12,342	13,180	14,325
增长率 (%)	17.3	0.8	6.8	8.7
每股收益 (元)	10.04	10.12	10.80	11.74
PE	20	20	19	17
PB	7.0	6.2	5.4	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

202.02 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@glms.com.cn

相关研究

- 山西汾酒 (600809.SH) 2024 年三季报点评：稳中有进，聚焦高质量发展-2024/11/01
- 山西汾酒 (600809.SH) 增持进展公告暨 2024 年半年报点评：调整节奏蓄力全年，结构波动拖累利润增速-2024/08/29
- 山西汾酒 (600809.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：23 年顺利收官，24 年经营势能持续强化-2024/04/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	36,011	37,257	39,224	42,146
营业成本	8,570	9,243	9,575	10,140
营业税金及附加	5,933	6,334	6,668	7,165
销售费用	3,726	3,912	4,079	4,341
管理费用	1,447	1,490	1,530	1,644
研发费用	148	168	173	177
EBIT	16,205	16,123	17,214	18,694
财务费用	-10	-56	-78	-144
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	324	410	431	421
营业利润	16,539	16,589	17,723	19,260
营业外收支	-10	-21	-11	-13
利润总额	16,529	16,568	17,713	19,247
所得税	4,276	4,240	4,517	4,908
净利润	12,253	12,329	13,196	14,339
归属于母公司净利润	12,243	12,342	13,180	14,325
EBITDA	16,789	16,733	17,871	19,389

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,285	7,785	13,316	20,396
应收账款及票据	0	0	0	0
预付款项	99	143	148	157
存货	13,270	13,896	14,096	14,506
其他流动资产	24,380	24,853	24,973	25,150
流动资产合计	44,034	46,678	52,534	60,211
长期股权投资	96	96	96	96
固定资产	2,855	3,630	4,246	4,758
无形资产	1,226	1,226	1,226	1,226
非流动资产合计	9,461	9,884	10,183	10,483
资产合计	53,495	56,562	62,717	70,693
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	4,587	4,518	4,680	4,957
其他流动负债	13,377	11,753	12,004	13,323
流动负债合计	17,963	16,271	16,684	18,280
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	328	148	148	148
非流动负债合计	328	148	148	148
负债合计	18,291	16,419	16,832	18,427
股本	1,220	1,220	1,220	1,220
少数股东权益	451	437	453	467
股东权益合计	35,204	40,143	45,886	52,266
负债和股东权益合计	53,495	56,562	62,717	70,693

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.79	3.46	5.28	7.45
EBIT 增长率	18.14	-0.50	6.76	8.60
净利润增长率	17.29	0.81	6.79	8.68
盈利能力 (%)				
毛利率	76.20	75.19	75.59	75.94
净利润率	34.00	33.13	33.60	33.99
总资产收益率 ROA	22.89	21.82	21.01	20.26
净资产收益率 ROE	35.23	31.08	29.01	27.65
偿债能力				
流动比率	2.45	2.87	3.15	3.29
速动比率	0.35	0.48	0.80	1.12
现金比率	0.35	0.48	0.80	1.12
资产负债率 (%)	34.19	29.03	26.84	26.07
经营效率				
应收账款周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	521.80	529.02	526.24	507.71
总资产周转率	0.74	0.68	0.66	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	10.04	10.12	10.80	11.74
每股净资产	28.49	32.55	37.24	42.46
每股经营现金流	9.98	7.77	11.09	12.82
每股股利	6.06	6.11	6.52	7.09
估值分析				
PE	20	20	19	17
PB	7.0	6.2	5.4	4.7
EV/EBITDA	13.77	13.81	12.94	11.92
股息收益率 (%)	3.02	3.05	3.25	3.53

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	12,253	12,329	13,196	14,339
折旧和摊销	584	610	657	695
营运资金变动	-347	-2,836	88	999
经营活动现金流	12,172	9,480	13,535	15,640
资本开支	-635	-582	-618	-659
投资	-3,660	0	0	0
投资活动现金流	-3,929	-222	-187	-237
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-5,734	-7,758	-7,817	-8,323
现金净流量	2,510	1,500	5,531	7,080

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048