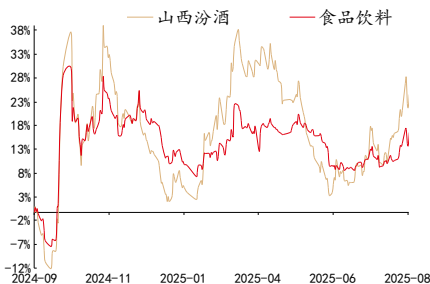




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	202.02
总股本/流通股本(亿股)	12.20 / 12.20
总市值/流通市值(亿元)	2,465 / 2,465
52周内最高/最低价	233.40 / 147.79
资产负债率(%)	34.2%
市盈率	20.13
第一大股东	山西杏花村汾酒集团有 限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

山西汾酒(600809)

经营具有韧性，报表端逐步释放压力

● 投资要点

公司发布 2025 年中报,实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 239.64/85.05/85.16 亿元,同比+5.35%/+1.13%/+1.27%。25H1,公司毛利率/归母净利率为 76.65%/35.49%,分别同比-0.04/-1.48pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 9.94%/2.56%/0.31%,分别同比+1.15/-0.17/+0.07pct。25H1 销售收现 207.31 亿元,同比-4.00%,经现净额 59.80 亿元,同比-24.59%。单二季度销售收现 69.41 亿元,同比-6.12%,经现净额-10.46 亿元,去年同期 8.89 亿元。25H1 末合同负债(预收款)59.83 亿元,同比增加 2.51 亿元、环比增加 1.65 亿元(去年同口径环比增加 1.42 亿元)。25H1 毛利率承压,主因产品结构承压;销售费用率下降,主因广告宣传费用和职工薪酬支出增加。我们估计 25H1 青花 20 具备韧性,批价相对平稳,青 26 稳步推进带来一定增量,玻汾因价格带受市场影响较小以及其强发展势能继续贡献增量,腰部产品省外市场继续重点城市突破。

Q2 毛利率下降较多、费用率较平稳。公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 74.41/18.57/18.61 亿元,同比 0.45%/-13.5%/-13.4%。25Q2,公司毛利率/归母净利率为 71.88%/24.96%,分别同比-3.21/-4.03pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 11.51%/4.35%/0.55%,分别同比-0.02/0.08/0.13pct。

25H1 汾酒/其他酒类分别实现营收 233.91/4.84 亿元,同比 +5.75%/-10.55%;25Q2 分别实现营收 71.79/2.16 亿元,同比 0.56%/-3.54%。渠道:25H1 代理/团购电商直销分别实现营收 225.19/13.56 亿元,同比+7.17%/-17.63%;25Q2 分别实现营收 68.96/4.99 亿元,同比 0.26%/3.00%。省内外:25H1 省内/省外分别实现营收 87.32/151.43 亿元,同比+4.04%/+6.15%;25Q2 分别实现营收 26.49/47.46 亿元,同比-5.29%/3.95%。

2025 年上半年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速增长态势。品牌建设层面,通过 30 个重点广宣项目构建全域传播矩阵,聚焦高铁、机场等高端场景强化品牌渗透,彰显品牌文化内涵;渠道管理上,通过“汾享礼遇”建立终端多维度激励体系与全流程费用管控机制,推进电商渠道会员精细化运营与数据分析应用,实现高质量客户沉淀,为全国化战略纵深推进提供保障。

● 盈利预测与投资评级

我们估计公司将逐步释放市场压力,近期渠道跟踪反馈动销和之前受影响的白酒消费场景在逐步恢复。我们客观看后续恢复节奏,预计公司 2025-2027 年实现营收 365.96/385.37/417.43 亿元,同比增

长 1.62%/5.30%/8.32%；实现归母净利润 119.05/127.52/141.59 亿元，同比增长-2.76%/7.11%/11.04%，对应 EPS 为 9.76/10.45/11.61 元，对应当前股价 PE 为 21/19/17 倍，公司 25 年预期股息率达到 2.90%，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；需求复苏不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	36011	36596	38537	41743
增长率(%)	12.79	1.62	5.30	8.32
EBITDA（百万元）	16754.17	16345.25	17541.25	19551.92
归属母公司净利润（百万元）	12242.88	11905.45	12751.66	14158.94
增长率(%)	17.29	-2.76	7.11	11.04
EPS(元/股)	10.04	9.76	10.45	11.61
市盈率（P/E）	20.13	20.70	19.33	17.41
市净率（P/B）	7.09	5.58	4.43	3.60
EV/EBITDA	13.29	14.05	12.58	10.84

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	36011	36596	38537	41743	营业收入	12.8%	1.6%	5.3%	8.3%
营业成本	8570	8705	9037	9497	营业利润	16.3%	-3.2%	7.0%	11.0%
税金及附加	5933	6112	6436	6971	归属于母公司净利润	17.3%	-2.8%	7.1%	11.0%
销售费用	3726	4318	4509	4884	获利能力				
管理费用	1447	1427	1464	1544	毛利率	76.2%	76.2%	76.5%	77.2%
研发费用	148	150	146	159	净利率	34.0%	32.9%	33.4%	34.3%
财务费用	-10	0	0	0	ROE	35.2%	27.0%	22.9%	20.7%
资产减值损失	-2	-1	-1	-1	ROIC	43.5%	36.6%	47.0%	47.6%
营业利润	16539	16008	17134	19015	偿债能力				
营业外收入	4	90	100	120	资产负债率	34.2%	29.7%	25.9%	23.3%
营业外支出	14	5	5	5	流动比率	2.45	2.88	3.31	3.66
利润总额	16529	16093	17229	19130	营运能力				
所得税	4276	4056	4342	4821	应收账款周转率	20.44	21.78	21.78	21.78
净利润	12253	12038	12887	14309	存货周转率	0.65	0.67	0.67	0.67
归母净利润	12243	11905	12752	14159	总资产周转率	0.67	0.58	0.51	0.46
每股收益(元)	10.04	9.76	10.45	11.61	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	10.04	9.76	10.45	11.61
货币资金	6285	21284	30526	39734	每股净资产	28.49	36.20	45.63	56.10
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1762	1680	1769	1916	PE	20.13	20.70	19.33	17.41
预付款项	99	139	146	158	PB	7.09	5.58	4.43	3.60
存货	13270	13087	13586	14277	现金流量表				
流动资产合计	44034	53396	64146	75712	净利润	12253	11887	12681	13986
固定资产	3387	3782	4782	6673	折旧和摊销	235	252	313	422
在建工程	2025	2437	3183	3929	营运资本变动	-347	6233	-669	-1062
无形资产	1226	1185	1144	1103	其他	-312	95	115	145
非流动资产合计	9461	10212	11937	14597	经营活动现金流净额	11829	18468	12440	13491
资产总计	53495	63608	76083	90309	资本开支	-637	-1000	-2000	-3000
短期借款	0	0	0	0	其他	-3292	53	53	96
应付票据及应付账款	4587	3942	4093	4301	投资活动现金流净额	-3929	-947	-1947	-2904
其他流动负债	13377	14617	15307	16395	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	17963	18560	19399	20695	债务融资	-348	-22	-6	4
其他	328	306	300	304	其他	-5386	-2500	-1245	-1383
非流动负债合计	328	306	300	304	筹资活动现金流净额	-5734	-2522	-1251	-1379
负债合计	18291	18866	19699	20999	现金及现金等价物净增加额	2166	14999	9242	9209
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积金	704	704	704	704					
未分配利润	32830	42235	53741	66518					
少数股东权益	451	583	718	869					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	35204	44742	56384	69310					
负债和所有者权益总计	53495	63608	76083	90309					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048