

行稳致远

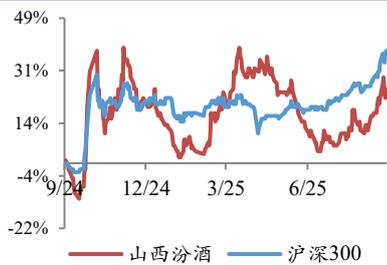
——山西汾酒 25Q2 点评

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2025-08-31

收盘价(元)	202.02
近 12 个月最高/最低(元)	232.57/142.00
总股本(百万股)	1,220
流通股本(百万股)	1,220
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	2,465
流通市值(亿元)	2,465

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 邓欣

执业证书号: S0010524010001

邮箱: dengxin@hazq.com

联系人: 郑少轩

执业证书号: S0010124040001

主要观点:

公司发布 2025Q2 业绩:

- 25Q2: 营收 74.41 亿 (+0.45%), 归母净利润 18.57 亿 (-13.50%), 扣非归母净利润 18.61 亿 (-13.40%)。
- 25H1: 营收 239.64 亿 (+5.35%), 归母净利润 85.05 亿 (+1.13%), 扣非归母净利润 85.16 亿 (+1.27%)。
- 25Q2 符合市场预期。**

收入: 玻汾/省外贡献主要增量

- 分品类: 25Q2 公司汾酒/系列酒营收各同比+0.6%/-3.5%, 汾酒贡献主要增长。我们预计, 青花 30 在政策扰动下预计同比下滑, 青花 20/25 在去年控货低基数下预计实现小幅增长, 大众价格带玻汾顺势放量预计增速领先, 老白汾/巴拿马增速相对较慢。
- 分区域与渠道: 25Q2 公司省内/省外营收各同比-5.3%/+4.0%, 省外占比同比+2.2pct 至 64.2%。我们预计公司省内在 25Q1 放量后, 进入控货调整阶段; 省外在玻汾放量、老白汾升级带动下表现较好。25Q2 公司代理/直销渠道营收各同比+0.3%/+3.0%, 直销渠道环比略有好转。

盈利: 产品结构拖累

- 25Q2 公司毛利率同比-3.2pct 至 71.9%, 主因产品结构承压。25Q2 公司税金及附加/销售/管理费率各同比+2.56/-0.01/+0.08pct, 公司费率管控得当, 税金及附加率上升预计主因生产与销售节奏错位。综上, 公司 25Q2 归母净利率同比-4.0pct 至 25.0%。

回款质量: 回款意愿仍强

- 25Q2 公司销售收现同比-6.1%, 公司“营收+ Δ 合同负债”同比+0.7%, 与营收表现基本一致, 主力产品价格盘相对稳定下, 渠道合作意愿较强。

投资建议: 维持“买入”

我们的观点:

公司上半年发展稳健, 宽价格带产品矩阵下调节手段丰富, 展望 H2, 公司有望维持稳健发展态势, 产品端青花稳价, 玻汾、老白汾仍有调控余地, 渠道端仍保持较强合作意愿。

盈利预测: 考虑到行业景气度恢复情况, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 370.40/389.82/421.60 亿元 (原值 394.97/435.46/481.49 亿元), 分别同比增长 2.9%/5.2%/8.2%; 实现归母净利润 122.08/130.68/144.29 亿元 (原

值 133.90/148.10/165.00 亿元), 分别同比-0.3%/+7.0%/+10.4%;
 当前股价对应 PE 分别为 20/19/17 倍, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示:**

省内消费升级不及预期, 省外推广不及预期, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36011	37040	38982	42160
收入同比 (%)	12.8%	2.9%	5.2%	8.2%
归属母公司净利润	12243	12208	13068	14429
净利润同比 (%)	17.3%	-0.3%	7.0%	10.4%
毛利率 (%)	76.2%	76.1%	76.4%	76.7%
ROE (%)	35.2%	31.4%	31.3%	34.4%
每股收益 (元)	10.04	10.01	10.71	11.83
P/E	18.36	20.19	18.86	17.08
P/B	6.47	6.35	5.91	5.88
EV/EBITDA	13.04	14.31	13.27	11.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 8 月 29 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44034	52085	51875	56760	营业收入	36011	37040	38982	42160
现金	6285	12657	14098	15792	营业成本	8570	8849	9212	9809
应收账款	0	0	0	0	营业税金及附加	5933	6297	6627	7167
其他应收款	33	420	57	458	销售费用	3726	4260	4366	4553
预付账款	99	310	322	343	管理费用	1447	1482	1481	1518
存货	13270	14261	12863	15473	财务费用	-10	-63	-63	-56
其他流动资产	24347	24437	24534	24693	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	9461	10313	10914	11273	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	96	96	96	96	投资净收益	324	217	229	248
固定资产	2855	3697	4297	4667	营业利润	16539	16285	17432	19248
无形资产	1226	1236	1236	1226	营业外收入	4	6	6	6
其他非流动资产	5285	5285	5285	5285	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	53495	62398	62789	68034	利润总额	16529	16291	17438	19255
流动负债	17963	22781	20258	25293	所得税	4276	4073	4359	4814
短期借款	0	0	0	0	净利润	12253	12218	13078	14441
应付账款	3846	3528	2613	3926	少数股东损益	10	10	11	12
其他流动负债	14117	19252	17645	21367	归属母公司净利润	12243	12208	13068	14429
非流动负债	328	328	328	328	EBITDA	16789	16373	17549	19385
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	10.04	10.01	10.71	11.83
其他非流动负债	328	328	328	328					
负债合计	18291	23108	20586	25621					
少数股东权益	451	461	472	484					
股本	1220	1220	1220	1220					
资本公积	704	704	704	704					
留存收益	32830	36905	39808	40005					
归属母公司股东权益	34754	38829	41732	41929					
负债和股东权益	53495	62398	62789	68034					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2027E
经营活动现金流	12172	15501	12381	16472	成长能力				
净利润	12253	12218	13078	14441	营业收入	12.8%	2.9%	5.2%	8.2%
折旧摊销	584	368	409	440	营业利润	16.3%	-1.5%	7.0%	10.4%
财务费用	34	0	0	0	归属于母公司净利	17.3%	-0.3%	7.0%	10.4%
投资损失	-324	-217	-229	-248	获利能力				
营运资金变动	-347	3138	-871	1844	毛利率 (%)	76.2%	76.1%	76.4%	76.7%
其他经营现金流	12573	9073	13944	12590	净利率 (%)	34.0%	33.0%	33.5%	34.2%
投资活动现金流	-3929	-996	-775	-546	ROE (%)	35.2%	31.4%	31.3%	34.4%
资本支出	-635	-1214	-1004	-794	ROIC (%)	33.6%	30.1%	30.1%	33.1%
长期投资	-3660	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	366	217	229	248	资产负债率 (%)	34.2%	37.0%	32.8%	37.7%
筹资活动现金流	-5734	-8132	-10165	-14231	净负债比率 (%)	52.0%	58.8%	48.8%	60.4%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.45	2.29	2.56	2.24
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.45	0.66	0.79	0.73
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.64	0.62	0.64
其他筹资现金流	-5734	-8132	-10165	-14231	应收账款周转率	235067.4	—	—	—
现金净增加额	2510	6373	1441	1694	应付账款周转率	2.80	2.40	3.00	3.00

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。