

山西汾酒(600809)

报告日期: 2025年09月06日

经营具备韧性, 关注腰部产品发力

——山西汾酒公司更新报告

投资要点

- 25H1 营业收入 239.64 亿 (+5.35%); 归母净利润 85.05 亿 (+1.13%)。25Q2 营业收入 74.41 亿 (+0.45%); 归母净利润 18.57 亿元 (-13.5%)。
- 2025 年公司全面推进全国化 2.0 战略, 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; 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全方位保障。
- 毛净利率下行, 合同负债有所增加。
 - 1) 25 年 H1 毛/净利率同比-0.04/-1.47pct 至 76.65%/35.57%, 25Q2 毛/净利率同比-3.21/-4.03pct 至 71.88%/25.10%。
 - 2) 25 年 H1 销售/管理费用率同比+1.15/-0.1pct 至 9.94%/2.87%, 25Q2 分别-0.02/+0.21pct 至 11.52%/4.90%。
 - 3) 25H1 末合同负债 59.83 亿元, 同比+2.51 亿元。
 - 4) 2025H1 销售收现 207.31 亿 (-4%), 经营性净现金流 59.8 亿元 (-24.59%)。
- 产品结构有所承压, 省外市场表现相对亮眼。
 - 1) 分产品: 25 年 H1 汾酒/其他酒类: 收入分别为 233.9 亿元 (+5.75%) /4.84 亿元 (-10.55%), 25Q2 汾酒/其他酒类收入 71.79 亿元/2.16 亿元, 分别同比 +0.56%/-3.57%。
 - 2) 分市场: 25 年 H1 公司省内/省外分别实现收入 87.32/151.43 亿元, 同比 +4.04%/+6.15%, 省外市场较优。25 年 H1 省内净减少经销商 72 家, 省外净减少经销商 487 家。25Q2 收入省内 26.49 亿元 (-5.29%), 省外 47.46 亿元 (+3.92%)。
- 盈利预测及估值
考虑到政商务消费短期承压, 省外市场扩张及费用投放力度加大, 我们下调 2025~2027 年公司收入增速至 2%、5%、7%; 归母净利润增速下调至-1%、5%、10%; 2025-27 年 EPS 分别为 9.97、10.51、11.51 元; 26 年 PE 对应 19 倍, 维持买入评级。
- 风险提示: 宏观政策发力不及预期, 全国化进展不及预期, 消费恢复不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36011	36567	38482	41205
(+/-) (%)	12.79%	1.54%	5.24%	7.08%
归母净利润	12243	12169	12826	14047
(+/-) (%)	28.93%	-0.61%	5.40%	9.52%
每股收益(元)	10.04	9.97	10.51	11.51
P/E	19.93	20.05	19.03	17.37

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

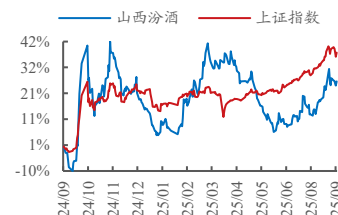
分析师: 张家楨
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 200.03
总市值(百万元)	244,029.44
总股本(百万股)	1,219.96

股票走势图



相关报告

- 1 《库存良性发展稳健, 25 年关注新品及腰部产品发力》 2025.05.06
- 2 《行稳致远, 蓄力明年突破 400 亿》 2024.11.04
- 3 《留有余力的汾酒如何“结硬寨打呆仗”? 》 2024.09.19

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	44034	53346	65144	79489
现金	6285	22756	31083	43571
交易性金融资产	0	370	140	170
应收账款	0	0	0	0
其它应收款	33	40	40	42
预付账款	99	136	125	136
存货	13270	13199	13671	15145
其他	24347	16845	20084	20425
非流动资产	9461	11405	12756	13498
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	96	90	93	93
固定资产	2853	3535	4481	5273
无形资产	1226	1488	1605	1713
在建工程	2025	2094	2278	2501
其他	3262	4199	4298	3918
资产总计	53495	64751	77900	92986
流动负债	17963	17003	17225	18325
短期借款	0	0	0	0
应付款项	4587	3976	4099	4783
预收账款	0	0	0	0
其他	13377	13027	13126	13542
非流动负债	328	365	456	383
长期借款	0	0	0	0
其他	328	365	456	383
负债合计	18291	17368	17681	18708
少数股东权益	451	461	471	483
归属母公司股东权益	34754	46923	59748	73795
负债和股东权益	53495	64751	77900	92986

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12172	16831	9268	13620
净利润	12253	12179	12836	14059
折旧摊销	235	233	300	371
财务费用	(10)	(194)	(380)	(536)
投资损失	(324)	(118)	(100)	(100)
营运资金变动	(875)	5525	(2884)	989
其它	893	(793)	(504)	(1162)
投资活动现金流	(3929)	(431)	(1398)	(1658)
资本支出	(2124)	(956)	(1400)	(1353)
长期投资	(1)	5	(3)	0
其他	(1803)	519	5	(306)
筹资活动现金流	(5734)	72	457	526
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(5734)	72	457	526
现金净增加额	2510	16472	8327	12488

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36011	36567	38482	41205
营业成本	8570	8780	9074	9967
营业税金及附加	5933	6024	6340	6789
营业费用	3726	3584	3771	3997
管理费用	1447	1353	1424	1442
研发费用	148	110	115	124
财务费用	(10)	(194)	(380)	(536)
资产减值损失	(7)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	324	118	100	100
其他经营收益	11	12	12	12
营业利润	16539	17040	18249	19534
营业外收支	(10)	(10)	(10)	(10)
利润总额	16529	17030	18240	19524
所得税	4276	4852	5403	5465
净利润	12253	12179	12836	14059
少数股东损益	10	10	11	12
归属母公司净利润	12243	12169	12826	14047
EBITDA	16670	17067	18157	19357
EPS (最新摊薄)	8.56	9.97	10.51	11.51

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	12.79%	1.54%	5.24%	7.08%
营业利润	52.11%	3.03%	7.10%	7.04%
归属母公司净利润	51.22%	-0.61%	5.40%	9.52%
获利能力				
毛利率	76.20%	75.99%	76.42%	75.81%
净利率	34.03%	33.31%	33.36%	34.12%
ROE	38.57%	29.47%	23.84%	20.89%
ROIC	34.49%	25.39%	20.80%	18.38%
偿债能力				
资产负债率	34.19%	26.82%	22.70%	20.12%
净负债比率	1.97%	1.37%	1.78%	1.63%
流动比率	2.45	3.14	3.78	4.34
速动比率	1.71	2.36	2.99	3.51
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.62	0.54	0.48
应收账款周转率	235068	165685	125303	163875
应付账款周转率	2.80	2.49	2.78	2.75
每股指标(元)				
每股收益	10.04	9.97	10.51	11.51
每股经营现金	9.98	13.80	7.60	11.16
每股净资产	28.49	38.46	48.98	60.49
估值比率				
P/E	20.34	20.05	19.03	17.37
P/B	7.16	5.20	4.08	3.31
EV/EBITDA	13.17	13.00	11.78	10.40

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>