

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

收入增长放缓，成本和费用升高

——山西汾酒(600809)2025年中报点评

证券研究报告-年报点评

谨慎增持(下调)

市场数据(2025-09-16)

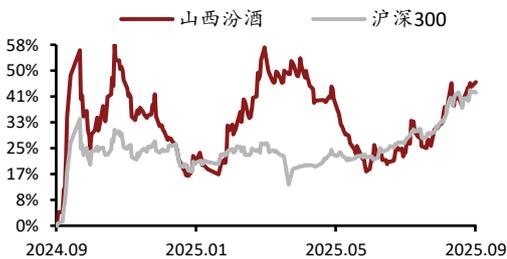
收盘价(元)	208.39
一年内最高/最低(元)	233.40/147.79
沪深300指数	4,523.34
市净率(倍)	7.09
流通市值(亿元)	2,542.28

发布日期：2025年09月17日

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	29.40
每股经营现金流(元)	4.90
毛利率(%)	76.65
净资产收益率_摊薄(%)	23.71
资产负债率(%)	35.80
总股本/流通股(万股)	121,996.42/121,996.42
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《山西汾酒(600809)年报点评：收入增长放缓，但盈利仍在上升》 2025-05-14

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

投资要点：

- **山西汾酒发布2025年中报**：2025年上半年，公司实现营收239.64亿元，同比增5.35%；实现归母扣非净利润85.16亿元，同比增1.27%。
- **营收仍保持增长，增幅收敛**。2025年上半年，公司营收同比增长5.35%，营收仍保持增长，但增幅较上年同期回落14.3个百分点。其中一、二季度分别录得营收165.23亿元、74.41亿元，同比增7.72%和0.45%，分别同比回落13.22和16.61个百分点，两个季度的营收增速均大幅下降。
- **成本升高，毛利率下滑**。2025年上半年，公司的营业成本同比增5.53%，较同期收入高出0.18个百分点，相比上年同期(-1.97个百分点)本期的成本红利消退，表现为在收入增长乏力的情况下成本却相对升高。由于成本相对升高，本期公司的毛利率同比下降0.04个百分点至76.65%。
- **费用率上升，净利率下降**。2025年上半年，公司的期间费用率同比上升1.03个百分点，其中销售费率上升1.15个百分点。本期的销售费用同比增加19.1%，高出收入13.75个百分点，销售投入的边际效果弱化。销售费用中，人员的工资福利同比增加19.14%，广告投入增加17.33%，是显著增加的两个部分。由于毛利率下滑而费用率升高，本期的净利率同比下降1.47个百分点至35.57%。
- **投资评级**：我们预测公司2025、2026、2027年的每股收益为10.34元、10.71元和11.61元，参照9月16日收盘价208.39元，对应的市盈率分别为20.15倍、19.46倍和17.95倍，下调公司评级为“谨慎增持”。

风险提示：销售增长大幅放缓；产品结构下沉，盈利水平趋势性下行；成本和费用升高。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	37,740	39,325	41,920
增长比率(%)	21.80	12.79	4.80	4.20	6.60
净利润(百万元)	10,438	12,243	12,619	13,066	14,160
增长比率(%)	28.93	17.29	3.07	3.54	8.38
每股收益(元)	8.56	10.04	10.34	10.71	11.61
市盈率(倍)	24.36	20.77	20.15	19.46	17.95

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	34,608	44,034	49,015	53,977	59,033
现金	3,775	6,285	6,085	7,439	7,849
应收票据及应收账款	0	0	10	22	36
其他应收款	36	33	37	38	41
预付账款	114	99	111	127	147
存货	11,573	13,270	14,351	15,436	16,875
其他流动资产	19,110	24,347	28,421	30,915	34,086
非流动资产	9,488	9,461	10,113	10,663	11,653
长期投资	94	96	96	96	96
固定资产	1,926	2,855	2,971	3,331	3,847
无形资产	1,247	1,226	1,310	1,360	1,644
其他非流动资产	6,221	5,285	5,736	5,877	6,067
资产总计	44,096	53,495	59,128	64,640	70,686
流动负债	15,147	17,963	19,245	20,433	22,214
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,893	4,587	4,896	5,093	5,386
其他流动负债	12,254	13,377	14,350	15,340	16,828
非流动负债	674	328	248	248	248
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	674	328	248	248	248
负债合计	15,821	18,291	19,493	20,680	22,461
少数股东权益	438	451	462	475	492
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	25,787	32,702	37,119	41,430	45,678
归属母公司股东权益	27,837	34,754	39,173	43,485	47,733
负债和股东权益	44,096	53,495	59,128	64,640	70,686

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,225	12,172	8,743	10,802	11,313
净利润	10,459	12,253	12,630	13,079	14,177
折旧摊销	604	584	616	548	433
财务费用	39	34	28	23	21
投资损失	-499	-324	-377	-433	-461
营运资金变动	-2,881	-347	-3,898	-2,412	-2,855
其他经营现金流	-497	-27	-256	-3	-2
投资活动现金流	-10,220	-3,929	-642	-671	-970
资本支出	-482	-635	-969	-1,104	-1,431
长期投资	-10,094	-3,660	0	0	0
其他投资现金流	356	366	327	433	461
筹资活动现金流	-4,432	-5,734	-8,300	-8,777	-9,933
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	112	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4,544	-5,734	-8,300	-8,777	-9,933
现金净增加额	-7,426	2,510	-199	1,354	410

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,928	36,011	37,740	39,325	41,920
营业成本	7,884	8,570	9,227	9,752	10,480
营业税金及附加	5,832	5,933	6,114	6,292	6,372
营业费用	3,217	3,726	4,197	4,589	4,838
管理费用	1,202	1,447	1,510	1,573	1,677
研发费用	88	148	143	142	147
财务费用	-8	-10	-13	-14	-20
资产减值损失	0	-2	-3	-3	-4
其他收益	15	11	11	12	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	499	324	377	433	461
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	14,224	16,539	16,958	17,444	18,911
营业外收入	5	4	6	6	5
营业外支出	24	14	10	12	13
利润总额	14,205	16,529	16,953	17,438	18,903
所得税	3,747	4,276	4,323	4,360	4,726
净利润	10,459	12,253	12,630	13,079	14,177
少数股东损益	20	10	11	13	17
归属母公司净利润	10,438	12,243	12,619	13,066	14,160
EBITDA	14,321	16,789	17,557	17,972	19,316
EPS (元)	8.56	10.04	10.34	10.71	11.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	21.80	12.79	4.80	4.20	6.60
营业利润 (%)	30.82	16.27	2.53	2.87	8.41
归属母公司净利润 (%)	28.93	17.29	3.07	3.54	8.38
获利能力					
毛利率 (%)	75.31	76.20	75.55	75.20	75.00
净利率 (%)	32.69	34.00	33.44	33.22	33.78
ROE (%)	37.50	35.23	32.21	30.05	29.66
ROIC (%)	34.64	33.60	31.47	29.41	29.08
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.88	34.19	32.97	31.99	31.78
净负债比率 (%)	55.95	51.96	49.18	47.04	46.58
流动比率	2.28	2.45	2.55	2.64	2.66
速动比率	0.36	0.45	0.41	0.45	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.74	0.67	0.64	0.62
应收账款周转率	82505.8	235067.5	7491.51	2457.79	1445.52
	8	4			
应付账款周转率	3.46	2.80	2.32	2.33	2.38
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	8.56	10.04	10.34	10.71	11.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.92	9.98	7.17	8.85	9.27
每股净资产 (最新摊薄)	22.82	28.49	32.11	35.64	39.13
估值比率					
P/E	24.36	20.77	20.15	19.46	17.95
P/B	9.13	7.32	6.49	5.85	5.33
EV/EBITDA	19.45	13.04	14.16	13.76	12.78

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。