

山西汾酒（600809）

2025 年三季报点评：回款稳定，青花强势 买入（维持）

2025 年 10 月 31 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	31,928	36,011	36,011	37,650	41,260
同比（%）	21.80	12.79	0.00	4.55	9.59
归母净利润（百万元）	10,438	12,243	11,842	12,439	13,691
同比（%）	28.93	17.29	(3.27)	5.04	10.07
EPS-最新摊薄（元/股）	8.56	10.04	9.71	10.20	11.22
P/E（现价&最新摊薄）	21.97	18.73	19.37	18.44	16.75

投资要点

■ **事件：**公司发布 2025 三季报，25Q1~3 收入实现 329.2 亿元，同比+5.0%；归母净利 114.0 亿元，同比+0.5%；25Q3 收入实现 89.6 亿元，同比+4.1%；归母净利 29.0 亿元，同比-1.4%。

■ **Q3 回款稳步推进，强势单品动销优势持续体现。**25Q3 公司渠道回款执行进度较往年差异不大，销售稳定兑现，1 是产品动销流速及价格体系稳定的优势进一步凸显，渠道拿货较为淡定；2 是年内大商合作意愿增强，经销渠道相应汰劣纳强，优商资源持续聚集；3 是各区域销售经营主动性持续发挥，渠道操作不断总结优化。1) 分产品看：25Q3 公司酒类收入同增 4.1%，汾酒、其他酒类收入分别同比+5.0%、-28.6%，估算 Q3 单季玻汾增速最快，其次青花（青 20 作为畅销品，动销出货好于预期），巴拿马跟随省内去库调整趋势同比下滑，老白汾也以整固消化为主。2) 分区域看：基于较为完备的全国市场梯队建设，公司省内、省外任务调节相对从容，Q1~3 省内、外收入分别同比-7.5%、+12.7%，Q3 在省外有增商、增量需求支持下，省内加大去库调控力度。

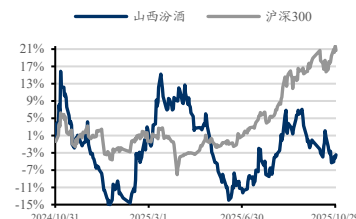
■ **收现、毛销基本稳定，税金抬升拖累利润。**1) 收现端，25Q3 公司销售收现同比-2.5%，主系应收票据偿还净额同比略少；Q3 季末预收余额小幅波动，同比+3.0 亿元、环比-2.0 亿元。2) 利润端，25Q3 公司销售净利率同比-1.4pct，主系税金及附加项拖累。①Q3 公司毛利率同比基本持平，与 H1 趋势基本一致。②Q3 税金及附加比率同比+2.0pct 至 16.6%，年内同比保持升势。③Q3 销售费用、管理（含研发）费用同比+0.4%、-8.0%，费率同比-0.4pct、-0.6pct，为保持价格体系稳定，公司适当对渠道费用投放加强调控。

■ **产品组合优势继续发挥，期待老白汾全国化逐步收获成效。**2025 年公司强势产品玻汾、青 20 发挥收入承托作用，老白汾则着眼长期，Q2 以来适当调控消化，以渠道良性发展为先。2025 年老白汾全国化培育优先级提升，公司老白汾加大营销资源倾斜，并专门抽调人员成立老白汾项目组，对市场推广及渠道管理进行专业运作，系统性推进铺市、免品、宴席等培育动作。期待经过稳扎稳打的终端培育及推广动作，老白汾能够抓住后续中高端价位需求修复机遇，在环山西省区逐步放量。

■ **盈利预测与投资评级：**参考 2025 年前三季度经营情况，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 118、124、137 亿元（前值为 120、125、135 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 19、18、17X。公司长期增长空间可期，玻汾、青 20 全国化趋势能见度高；同时亦期待腰部产品经过下沉培育，逐步兑现场景修复增量，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济需求复苏不及预期；渠道调控整固不及预期；省外竞争超预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	188.01
一年最低/最高价	168.30/237.00
市净率(倍)	5.91
流通 A 股市值(百万元)	229,365.47
总市值(百万元)	229,365.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	31.79
资产负债率(%，LF)	28.00
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

相关研究

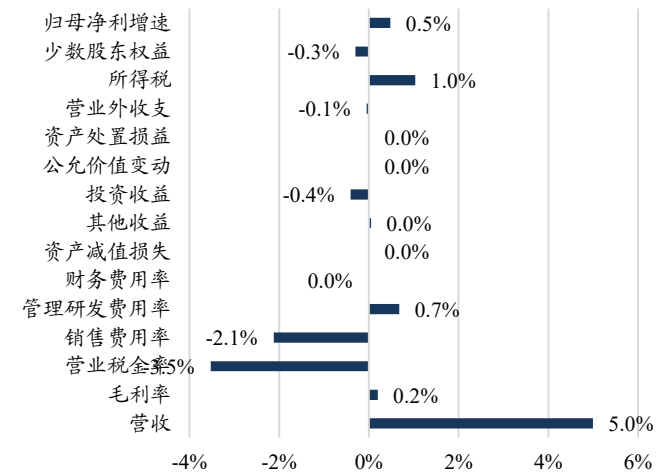
《山西汾酒(600809)：2025 年中报点评：有序调控，稳步整固》

2025-08-29

《山西汾酒(600809)：2024 年报及 2025 一季报点评：步履稳健，笃志进取》

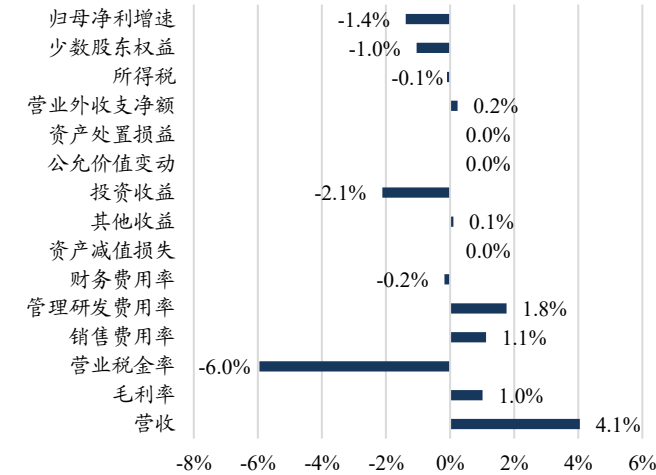
2025-04-30

图1: 25Q1~3 山西汾酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 25Q3 山西汾酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44,034	46,917	50,122	52,871	营业总收入	36,011	36,011	37,650	41,260
货币资金及交易性金融资产	6,285	6,201	4,289	3,152	营业成本(含金融类)	8,570	8,675	9,065	9,864
经营性应收款项	1,860	2,283	2,671	3,193	税金及附加	5,933	6,122	6,400	7,014
存货	13,270	12,632	14,976	15,667	销售费用	3,726	4,046	4,226	4,441
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,447	1,428	1,481	1,555
其他流动资产	22,618	25,801	28,186	30,859	研发费用	148	155	163	179
非流动资产	9,461	10,904	12,309	14,409	财务费用	(10)	(22)	(1)	8
长期股权投资	96	0	0	0	加:其他收益	11	7	5	5
固定资产及使用权资产	3,387	4,587	5,825	6,817	投资净收益	324	310	350	220
在建工程	2,025	2,007	1,669	2,272	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,226	1,528	1,981	2,434	减值损失	7	30	8	10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	49	49	49	49	营业利润	16,539	15,955	16,678	18,433
其他非流动资产	2,679	2,732	2,784	2,837	营业外净收支	(10)	0	(10)	(6)
资产总计	53,495	57,821	62,431	67,280	利润总额	16,529	15,955	16,669	18,426
流动负债	17,963	17,421	16,684	15,293	减:所得税	4,276	4,100	4,217	4,721
短期借款及一年内到期的非流动负债	360	0	0	0	净利润	12,253	11,854	12,452	13,705
经营性应付款项	4,587	2,401	2,635	1,804	减:少数股东损益	10	12	12	14
合同负债	8,672	8,597	7,705	6,905	归属母公司净利润	12,243	11,842	12,439	13,691
其他流动负债	4,344	6,423	6,345	6,583	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.04	9.71	10.20	11.22
非流动负债	328	688	688	688	EBIT	16,205	15,563	16,311	18,202
长期借款	0	360	360	360	EBITDA	16,789	15,943	16,788	18,758
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	76.20	75.91	75.92	76.09
租赁负债	186	186	186	186	归母净利率(%)	34.00	32.89	33.04	33.18
其他非流动负债	142	142	142	142	收入增长率(%)	12.79	0.00	4.55	9.59
负债合计	18,291	18,109	17,372	15,980	归母净利润增长率(%)	17.29	(3.27)	5.04	10.07
归属母公司股东权益	34,754	39,250	44,584	50,811					
少数股东权益	451	463	475	489					
所有者权益合计	35,204	39,712	45,059	51,300					
负债和股东权益	53,495	57,821	62,431	67,280					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,172	8,734	6,702	8,737	每股净资产(元)	28.49	32.17	36.55	41.65
投资活动现金流	(3,929)	(3,461)	(1,490)	(2,390)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(5,734)	(7,356)	(7,125)	(7,483)	ROIC(%)	37.02	30.43	28.38	27.78
现金净增加额	2,510	(2,083)	(1,913)	(1,137)	ROE-摊薄(%)	35.23	30.17	27.90	26.95
折旧和摊销	584	380	477	557	资产负债率(%)	34.19	31.32	27.83	23.75
资本开支	(635)	(1,864)	(1,839)	(2,609)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.73	19.37	18.44	16.75
营运资本变动	(347)	(3,119)	(5,846)	(5,268)	P/B(现价)	6.60	5.84	5.14	4.51

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>