

省外超预期，经营韧性突出

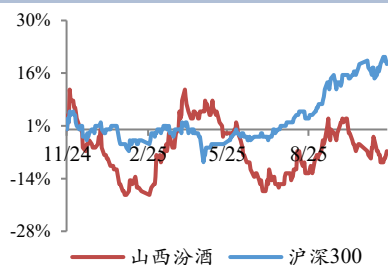
——山西汾酒 25Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-02

收盘价（元）	190.50
近 12 个月最高/最低（元）	228.92/164.29
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）	2,324
流通市值（亿元）	2,324

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 2025Q3 业绩：

- **25Q3：**营收 89.60 亿元（+4.05%），归母 28.99 亿元（-1.38%），扣非 28.95 亿元（-1.61%）。
- **25Q1-3：**营收 329.24 亿元（+5.00%），归母 114.05 亿元（+0.48%），扣非 114.11 亿元（+0.53%）。
- **25Q3 超市场预期。**

● 收入：青花 20/玻汾增长引领，省外超市场预期

- 分品类：25Q3 公司汾酒/其他酒营收各同比+5.0%/-28.6%，汾酒占比白酒业务营收同比+0.8pct 至 98.2%，汾酒表现逆势亮眼。我们预计 25Q3 青花 20、玻汾贡献较多，同比增速快于公司整体，主因省外招商突破（25Q3 省外经销商净增加 331 家）带动铺货增长，行业调整周期汾酒凭借高动销成为经销商核心选择；老白汾表现相对稳健，聚焦大众价格带，迭代升级持续；青花 25/巴拿马由于主销省内同比下滑相对较多。
- 分区域：25Q3 公司省内/省外营收各同比-35.2%/+31.1%，省外营收占比白酒业务营收同比+15.4pct 至 74.6%，省内仍处于库存去化阶段，省外在青花 20 与玻汾招商突破带动下表现突出。

● 盈利：费率平稳，税金及附加干扰

- 25Q3 公司毛利率同比+0.34pct 至 74.63%，我们预计主因青花 20 增速较快带动产品结构升级。同期，公司销售/管理/税金及附加费率各同比-0.4/-0.6/+2.0pct，费效比管控优秀，税金及附加率上升或因生产销售节奏错配。综上，25Q3 公司归母净利率同比-1.78pct 至 32.36%。

● 回款质量：经销商合作意愿较强

- 25Q3 公司销售收现同比-2.53%，“营收+△合同负债”同比+4.8%，与营收基本匹配。25Q3 末公司合同负债 57.81 亿元，同比/环比各+3.0/-2.0 亿元，合同负债仍维持较高水平，经销商合作意愿较强。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

公司在行业调整期逆势出击，表现优于行业，主因公司在品牌力、产品矩阵、渠道管理等多维度综合实力突出，看好公司经营韧性以及全国布局深化。

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 362.14/379.35/410.19 亿元（原值 370.40/389.82/421.60 亿元），分别同比增长 0.6%/4.8%/8.1%；实现归母净利润 118.26/124.06/135.47 亿元（原值 122.08/130.68/144.29 亿元），分别同比-3.4%/+4.9%/+9.2%；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	36214	37935	41019
收入同比（%）	12.8%	0.6%	4.8%	8.1%
归属母公司净利润	12243	11826	12406	13547
净利润同比（%）	17.3%	-3.4%	4.9%	9.2%
毛利率（%）	76.2%	75.8%	75.7%	75.9%
ROE（%）	35.2%	30.8%	30.5%	33.9%
每股收益（元）	10.04	9.69	10.17	11.10
P/E	18.36	19.65	18.73	17.15
P/B	6.47	6.04	5.71	5.81
EV/EBITDA	13.04	13.91	13.20	12.02

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 10 月 31 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	44034	51399	50871	54735	
现金	6285	12294	12835	13978	
应收账款	0	0	0	0	
其他应收款	33	409	54	447	
预付账款	99	307	323	345	
存货	13270	13993	13177	15328	
其他流动资产	24347	24396	24482	24636	
非流动资产	9461	10313	10914	11273	
长期投资	96	96	96	96	
固定资产	2855	3697	4297	4667	
无形资产	1226	1236	1236	1226	
其他非流动资产	5285	5285	5285	5285	
资产总计	53495	61712	61785	66008	
流动负债	17963	22476	20298	25194	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	3846	3456	2695	3883	
其他流动负债	14117	19020	17603	21311	
非流动负债	328	328	328	328	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	328	328	328	328	
负债合计	18291	22804	20625	25522	
少数股东权益	451	461	471	482	
股本	1220	1220	1220	1220	
资本公积	704	704	704	704	
留存收益	32830	36524	38764	38080	
归属母公司股东权	34754	38448	40688	40004	
负债和股东权益	53495	61712	61785	66008	

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12172	15143	11487	15928
净利润	12253	11836	12416	13559
折旧摊销	584	368	409	440
财务费用	34	0	0	0
投资损失	-324	-213	-223	-241
营运资金变动	-347	3157	-1110	2176
其他经营现金流	12573	8673	13520	11377
投资活动现金流	-3929	-1001	-781	-553
资本支出	-635	-1214	-1004	-794
长期投资	-3660	0	0	0
其他投资现金流	366	213	223	241
筹资活动现金流	-5734	-8132	-10165	-14231
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5734	-8132	-10165	-14231
现金净增加额	2510	6009	540	1143

资料来源：wind，华安证券研究所

利润表		单位:百万元		
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36011	36214	37935	41019
营业成本	8570	8763	9228	9867
营业税金及附加	5933	6156	6449	6973
销售费用	3726	4165	4325	4635
管理费用	1447	1485	1517	1600
财务费用	-10	-63	-61	-51
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	324	213	223	241
营业利润	16539	15775	16549	18072
营业外收入	4	6	6	6
营业外支出	14	0	0	0
利润总额	16529	15782	16555	18078
所得税	4276	3945	4139	4520
净利润	12253	11836	12416	13559
少数股东损益	10	10	10	11
归属母公司净利润	12243	11826	12406	13547
EBITDA	16789	15868	16674	18220
EPS（元）	10.04	9.69	10.17	11.10

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	12.8%	0.6%	4.8%	8.1%
营业利润	16.3%	-4.6%	4.9%	9.2%
归属于母公司净利	17.3%	-3.4%	4.9%	9.2%
获利能力				
毛利率（%）	76.2%	75.8%	75.7%	75.9%
净利率（%）	34.0%	32.7%	32.7%	33.0%
ROE（%）	35.2%	30.8%	30.5%	33.9%
ROIC（%）	33.6%	29.5%	29.2%	32.5%
偿债能力				
资产负债率（%）	34.2%	37.0%	33.4%	38.7%
净负债比率（%）	52.0%	58.6%	50.1%	63.0%
流动比率	2.45	2.29	2.51	2.17
速动比率	0.45	0.65	0.73	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.63	0.61	0.64
应收账款周转率	235067.54	—	—	—
应付账款周转率	2.80	2.40	3.00	3.00
每股指标（元）				
每股收益	10.04	9.69	10.17	11.10
每股经营现金流（摊	9.98	12.41	9.42	13.06
每股净资产	28.49	31.52	33.35	32.79
估值比率				
P/E	18.36	19.65	18.73	17.15
P/B	6.47	6.04	5.71	5.81
EV/EBITDA	13.04	13.91	13.20	12.02

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。