

2025 年 11 月 3 日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

212

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2025/10/31)	190.50
上证指数(2025/10/31)	3954.79
股价 12 个月高/低	228.92/164.29
总发行股数(百万)	1219.96
A 股数(百万)	1219.96
A 市值(亿元)	2324.03
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司(56.65%)
每股净值(元)	31.79
股价/账面净值	5.99
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.0 5.1 -1.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-08-29	197.61	区间操作
2025-04-30	198.83	区间操作
2024-11-01	154.15	区间操作
2024-04-26	245.58	买进

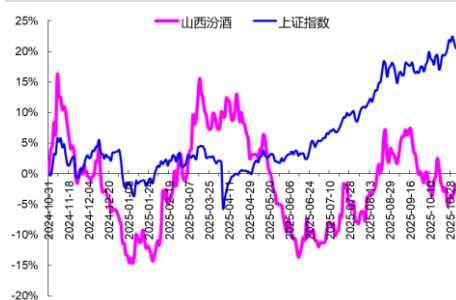
产品组合

汾酒	98%
其他酒	2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.1%
一般法人	72.1%

股价相对大盘走势



山西汾酒(600809.SH)

TRADING BUY 区间操作

Q3 降幅收窄，盈利小幅衰退

业绩概要：

公告 2025 年前三季度实现营收 329.2 亿，同比增 5%，录得归母净利润 114 亿，同比持平；3Q 实现营收 89.6 亿，同比增 4%，录得归母净利润 29 亿，同比下降 1.4%。Q3 业绩基本符合我们预期。

点评与建议：

- 前三季度，汾酒实现收入 321.7 亿，同比增 9.8%，系列酒收入 6.5 亿，同比下降 66.8%。三季度公司营收增速较二季度有所回升（控货导致 Q2 营收同比持平），Q3 汾酒实现收入 87.8 亿，同比增 22.2%，系列酒收入 1.6 亿，同比下降 88%。合并 Q2、Q3 看，汾酒营收同比增 11.4%，表现较强劲，受益节假日前终端多维度激励。
- 区域看，前三季度省内营收 110 亿，同比下降 7.5%，省外营收 218 亿，同比增 12.7%；Q3 省内营收 22.7 亿，同比下降 35.2%，省外营收 66.7 亿，同比增 31%，受益全面推进 2.0 全国化战略，长三角、珠三角等潜力市场估计保持较快增长。
- 前三季度毛利率基本持平，Q3 毛利率同比上升 0.3pct。费用方面，前三季度费用率同比上升 0.5pct；Q3 费用率同比下降 0.88pct 至 14.50%，受益全流程费用管控，管理费用率同比下降 0.57pct、销售费用率同比下降 0.37pct。
- 三季度末合同负债余额 57.8 亿，环比减少 3.4%，同比增 5.5%，料 Q4 营收将维持较稳健的增长态势。略调整盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 124.8 亿、138 亿和 152 亿（原预测为 122 亿、133.4 亿和 147.4 亿），分别同比增 1.9%、10.6%和 10.2%，EPS 分别为 10.23 元、11.31 元和 12.47 元，当前股价对应 PE 分别为 18 倍、17 倍和 15 倍，考虑需求未见明显回暖，维持“区间操作”的投资建议。

- 风险提示：需求修复不及预期，费用投放超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	8096	10438	12243	12476	13801	15211
同比增减	%	52.36	28.93	17.29	1.90	10.62	10.22
每股盈余 (EPS)	RMB 元	6.65	8.56	10.04	10.23	11.31	12.47
同比增减	%	51.99	28.78	17.20	1.90	10.62	10.22
市盈率(P/E)	X	28	22	19	18	17	15
股利 (DPS)	RMB 元	3.32	4.37	6.06	5.11	5.66	6.23
股息率 (Yield)	%	1.77	2.32	3.22	2.72	3.01	3.32

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	26214	31928	36011	37814	40728	44392
经营成本	6460	7884	8570	8822	9061	9737
营业税金及附加	4602	5832	5933	6624	7135	7777
销售费用	3404	3217	3726	4139	4454	4809
管理费用	1214	1202	1447	1409	1518	1655
财务费用	-37	-8	-10	-10	-10	-11
资产减值损失	0		-2	0	0	0
投资收益	330	499	324	212	251	321
营业利润	10873	14224	16539	16893	18659	20565
营业外收入	6	5	4	5	5	5
营业外支出	3	24	14	23	23	23
利润总额	10876	14205	16529	16874	18641	20547
所得税	2719	3747	4276	4354	4790	5281
少数股东损益	61	20	10	44	50	55
归属于母公司所有者的净利润	8096	10438	12243	12476	13801	15211

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	11201	3775	6285	8554	11812	16251
应收账款	1	0	0	0	0	0
存货	9650	11573	13270	15261	17092	18630
流动资产合计	29202	34608	44034	51519	60793	72344
长期股权投资	80	94	96	100	102	101
固定资产	2125	1926	2855	2998	3148	3305
在建工程	355	829	2025	2632	3159	3475
非流动资产合计	7484	9488	9461	10408	11240	11915
资产总计	36686	44096	53495	61927	72033	84258
流动负债合计	14846	15147	17963	20085	23211	27741
非流动负债合计	94	674	328	377	433	498
负债合计	14941	15821	18291	20462	23644	28239
少数股东权益	425	438	451	473	497	522
股东权益合计	21321	27837	34754	40992	47892	55498
负债及股东权益合计	36686	44096	53495	61927	72033	84258

附三：合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	10310	7225	12172	11344	13033	15093
投资活动产生的现金流量净额	-2894	-10220	-3929	-3,781	-3,666	-3,551
筹资活动产生的现金流量净额	-2208	-4432	-5734	-5,294	-6,109	-7,103
现金及现金等价物净增加额	5209	-7426	2510	2269	3258	4439

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。