

2025 年 11 月 03 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩稳健韧性尽显，省外市场表现亮眼

—山西汾酒（600809.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

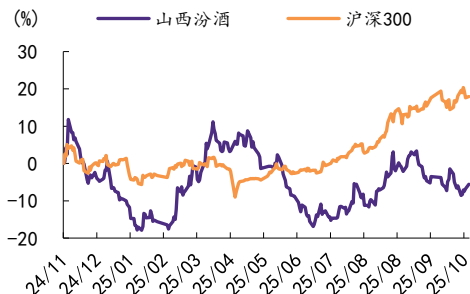
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-11-03

当前股价（元）	193.1
总市值（亿元）	2356
总股本（百万股）	1220
流通股本（百万股）	1220
52 周价格范围（元）	169.75-233.4
日均成交额（百万元）	1244.48

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《山西汾酒（600809）：业绩稳健增长，全国化战略加速推进》2025-08-31
- 2、《山西汾酒（600809）：业绩符合预期，经营整体稳健》2025-05-09
- 3、《山西汾酒（600809）：复兴纲领迈入第二阶段，看好全要素发展》2024-12-04

2025 年 10 月 30 日，山西汾酒发布 2025 年三季报。2025Q1-Q3 总营收 329.24 亿元（同增 5%），归母净利润 114.05 亿元（同增 0.5%），扣非净利润 114.11 亿元（同增 1%）。其中 2025Q3 总营收 89.60 亿元（同增 4%），归母净利润 28.99 亿元（同减 1%），扣非净利润 28.95 亿元（同减 2%）。

投资要点

■ 精细管控费用投放，业绩整体表现稳健

2025Q3 公司毛利率同增 0.3pct 至 74.63%，销售/管理费用率分别同减 0.4pct/1pct 至 10.17%/3.86%；净利率同减 1pct 至 32.66%，主要系营业税金及附加增加所致；销售回款同减 3%至 83.43 亿元，合同负债同增 5%至 57.81 亿元。行业深度调整周期内，公司业绩韧性显著优于同业。

■ 产品矩阵四轮驱动，团购电商直销高增

分产品看，2025Q3 公司汾酒/其他酒产品收入分别同比+5%/-29%至 87.81/1.63 亿元。公司构建起多层次产品体系，以青花 30/26 覆盖高端、青花 20 作增长引擎、老白汾主打百元价格带、波峰控量，四轮驱动业绩增长。分渠道看，2025Q3 公司代理/团购电商直销渠道收入分别同比-0.4%/+125%至 82.57/6.87 亿元，团购电商直销渠道低基数下实现高增。

■ 省外市场表现亮眼，经销网络稳步扩张

分区域看，2025Q3 公司省内/省外收入分别同比-35%/+31%至 22.73/66.71 亿元，2025Q3 公司省内/省外经销商数量分别较 2025H1 末净增 34/331 家至 797/3562 家，其中省内汾酒/其他酒类分别净增 19/15 户至 572/225 家，省外汾酒/其他酒类分别净增 259/72 至 2872/690 户。省外区域整体表现亮眼，主要系公司全国化 2.0 战略持续深化，稳步推进南方空白市场经销网络搭建，成效显化。

■ 盈利预测

公司产品矩阵丰富，覆盖多价格带，内控机制逐步完善，品牌影响力持续增强，展现强劲经营韧性。随着全国化战略加速推进，公司差异化竞争优势凸显。根据 2025 年三季报，我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 9.95/10.57/11.56 元（前值为 9.94/10.51/11.48），当前股价对应 PE 分别为 19/18/17

倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、产品推广不及预期、渠道拓展不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	36,011	36,937	38,954	42,051
增长率（%）	12.8%	2.6%	5.5%	8.0%
归母净利润（百万元）	12,243	12,143	12,896	14,107
增长率（%）	17.3%	-0.8%	6.2%	9.4%
摊薄每股收益（元）	10.04	9.95	10.57	11.56
ROE（%）	34.8%	30.4%	27.7%	25.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	36,011	36,937	38,954	42,051
现金及现金等价物	6,285	12,031	17,395	24,308	营业成本	8,570	9,288	9,807	10,487
应收款	33	202	213	230	营业税金及附加	5,933	6,464	6,778	7,233
存货	13,270	12,947	13,632	14,565	销售费用	3,726	3,749	3,973	4,331
其他流动资产	24,446	21,906	23,015	24,719	管理费用	1,447	1,422	1,519	1,682
流动资产合计	44,034	47,086	54,255	63,822	财务费用	-10	-337	-487	-681
非流动资产：					研发费用	148	152	160	173
金融类资产	1,591	1,591	1,591	1,591	费用合计	5,312	4,986	5,165	5,505
固定资产	2,853	2,778	4,327	4,732	资产减值损失	-2	0	0	0
在建工程	2,025	2,890	1,156	462	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,226	1,164	1,103	1,045	投资收益	324	280	280	280
长期股权投资	96	111	111	111	营业利润	16,539	16,488	17,491	19,113
其他非流动资产	3,262	3,262	3,262	3,262	加：营业外收入	4	4	4	4
非流动资产合计	9,461	10,205	9,958	9,612	减：营业外支出	14	17	16	15
资产总计	53,495	57,290	64,214	73,434	利润总额	16,529	16,475	17,479	19,102
流动负债：					所得税费用	4,276	4,283	4,545	4,966
短期借款	0	0	0	0	净利润	12,253	12,191	12,935	14,135
应付账款、票据	4,587	3,668	3,635	3,641	少数股东损益	10	49	39	28
其他流动负债	4,704	4,704	4,704	4,704	归母净利润	12,243	12,143	12,896	14,107
流动负债合计	17,963	16,974	17,411	18,138					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	328	328	328	328	营业收入增长率	12.8%	2.6%	5.5%	8.0%
非流动负债合计	328	328	328	328	归母净利润增长率	17.3%	-0.8%	6.2%	9.4%
负债合计	18,291	17,302	17,738	18,466	盈利能力				
所有者权益					毛利率	76.2%	74.9%	74.8%	75.1%
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	四项费用/营收	14.8%	13.5%	13.3%	13.1%
股东权益	35,204	39,989	46,476	54,968	净利率	34.0%	33.0%	33.2%	33.6%
负债和所有者权益	53,495	57,290	64,214	73,434	ROE	34.8%	30.4%	27.7%	25.7%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	34.2%	30.2%	27.6%	25.1%
净利润	12253	12191	12935	14135	营运能力				
少数股东权益	10	49	39	28	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
折旧摊销	230	252	243	344	应收账款周转率	1084.8	182.5	182.5	182.5
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.6	1.2	1.2	1.2
营运资金变动	-321	1705	-1369	-1926	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	12172	14197	11848	12581	EPS	10.04	9.95	10.57	11.56
投资活动现金净流量	-3929	-805	185	288	P/E	19.2	19.4	18.3	16.7
筹资活动现金净流量	-2498	-7407	-6448	-5643	P/S	6.5	6.4	6.0	5.6
现金流量净额	5,746	5,985	5,585	7,227	P/B	6.8	6.0	5.1	4.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。