

信义山证汇通天下

证券研究报告

白酒

山西汾酒（600809.SH）

买入-A(维持)

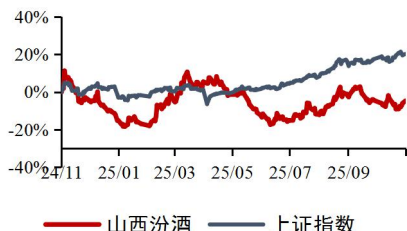
事件点评

经营韧性凸显，Q3 省外市场发力

2025 年 11 月 4 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 11 月 3 日

收盘价（元）：	193.10
年内最高/最低（元）：	237.00/168.30
流通 A 股/总股本（亿）：	12.20/12.20
流通 A 股市值（亿）：	2,355.75
总市值（亿）：	2,355.75

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益(元)：	9.35
摊薄每股收益(元)：	9.35
每股净资产(元)：	32.20
净资产收益率(%)：	29.15

资料来源：最闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

➤ 事件：公司发布公告，2025 年第三季度营业收入 89.6 亿元，同比增长 4.05%；归母净利润为 28.99 亿元，同比下降 1.38%。基本每股收益为 2.38 元/股，同比下降 1.24%。

事件点评

➤ 青花 20 和玻汾表现较好，省外市场高增长。公司 25Q1-Q3 收入/利润同比+5.0%/+0.48%，25Q3 收入/利润同比+4.05%/-1.38%，业绩符合预期。分产品来看，前三季度青花 20 和玻汾贡献主要增量。1）分产品来看，前三季度汾酒/其他酒类分别实现 321.71/6.47 亿元，同比+5.54%/-15.88%。预计前三季度青花系列同比增速为 5%+，青花 20 双位数增长，青花 30 下滑比较多；腰部产品，老白汾相对巴拿马表现较好；玻汾同比增长 10%+，竹叶青等配制酒同比下滑 16%。2）分区域看，Q3 省内不再压货，省外增长较快。省内 25Q1-Q3 同比减少 7.52%，Q3 同比减少 35.18%，省内不再压货主动降低压力；省外 25Q1-Q3 同比增加 12.72%，25Q3 同比增加 31.13%。

➤ 2025Q3 税金扰动影响净利率，毛利率略有上升。25Q1-Q3 销售净利率 34.78%，同比下降 1.45pct，销售毛利率为 76.10%，同比增加 0.07pct。其中 25Q3 净利率为 32.66%，同比下降 1.45pct，毛利率为 74.63%，同比增加 0.34pct，Q3 税金及附加/销售费用/管理费用率分别为 16.57%/10.17%/3.86%，95/-0.37/-0.57pcts，税金率考虑更多是季度间扰动。

➤ 主动调节季度间和产品结构节奏。公司产品线丰富，玻汾、腰部产品（老白汾、巴拿马）、青花 20、青花 30 组合产品四轮驱动，根据经济环境变化、公司目标、渠道健康度等，公司主动调控产品系列季度间的节奏。整体看，汾酒具有多个强势大产品，抗风险能力强、渠道利润互为补充，因此，公司通过产品轮动和区域轮动，基本盘稳固逻辑持续演绎。

➤ 盈利预测、估值分析和投资建议：公司基本面、经营及报表质量仍旧是白酒公司中相对较好的，省内不再超额压货，省外茅五大商今年代理汾酒比较多，贡献增量。全年预计收入同比低个位数增长，利润增速持平。预计 2025-2027 年公司归母净利润 123.02 亿、128.99 亿、136.47 亿，EPS 分别为 10.08 元、10.57 元、11.19 元，对应当前股价，PE 分别为 18.9 倍、18 倍、17 倍。维持“买入-A”评级。

风险提示：商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

财务数据与估值：



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	37,440	38,659	40,286
YoY(%)	21.8	12.8	4.0	3.3	4.2
净利润(百万元)	10,438	12,243	12,302	12,899	13,647
YoY(%)	28.9	17.3	0.5	4.9	5.8
毛利率(%)	75.3	76.2	75.8	75.8	75.8
EPS(摊薄/元)	8.56	10.04	10.08	10.57	11.19
ROE(%)	37.0	34.8	28.7	24.8	22.3
P/E(倍)	22.3	19.0	18.9	18.0	17.0
P/B(倍)	8.3	6.7	5.4	4.5	3.8
净利率(%)	32.7	34.0	32.9	33.4	33.9

数据来源：最闻，山西证券研究所

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	34608	44034	49575	61319	68770
现金	3775	6285	12071	22705	30112
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
预付账款	114	99	122	106	132
存货	11573	13270	12995	14126	14137
其他流动资产	19147	24380	24386	24382	24389
非流动资产	9488	9461	9566	9629	9737
长期投资	94	96	104	115	127
固定资产	1926	2855	3173	3351	3467
无形资产	1247	1226	1375	1552	1760
其他非流动资产	6221	5285	4914	4610	4382
资产总计	44096	53495	59141	70948	78507
流动负债	15147	17963	15623	18470	16779
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2893	4587	3321	4844	3665
其他流动负债	12254	13377	12301	13626	13114
非流动负债	674	328	328	328	328
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	674	328	328	328	328
负债合计	15821	18291	15950	18797	17107
少数股东权益	438	451	526	579	624
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	25787	32702	39562	46635	54271
归属母公司股东权益	27837	34754	42664	51571	60777
负债和股东权益	44096	53495	59141	70948	78507

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7225	12172	10570	14372	11404
净利润	10459	12253	12378	12952	13691
折旧摊销	253	235	267	309	348
财务费用	-8	-10	-34	-261	-527
投资损失	-499	-324	-306	-365	-374
营运资金变动	-2882	-347	-1735	1737	-1734
其他经营现金流	-98	365	0	0	0
投资活动现金流	-10220	-3929	-65	-7	-83
筹资活动现金流	-4432	-5734	-4718	-3731	-3914
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	8.56	10.04	10.08	10.57	11.19
每股经营现金流(最新摊薄)	5.92	9.98	8.66	11.78	9.35
每股净资产(最新摊薄)	22.82	28.49	34.97	42.27	49.82

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31928	36011	37440	38659	40286
营业成本	7884	8570	9060	9355	9749
营业税金及附加	5832	5933	6643	6769	7049
营业费用	3217	3726	3875	4021	4190
管理费用	1202	1447	1498	1587	1600
研发费用	88	148	131	135	141
财务费用	-8	-10	-34	-261	-527
资产减值损失	-3	7	8	9	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	499	324	306	365	374
营业利润	14224	16539	16580	17427	18463
营业外收入	5	4	4	4	4
营业外支出	24	14	13	13	16
利润总额	14205	16529	16572	17418	18451
所得税	3747	4276	4194	4466	4760
税后利润	10459	12253	12378	12952	13691
少数股东损益	20	10	75	53	44
归属母公司净利润	10438	12243	12302	12899	13647
EBITDA	14345	16575	16564	17206	18007

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.8	12.8	4.0	3.3	4.2
营业利润(%)	30.8	16.3	0.3	5.1	5.9
归属于母公司净利润(%)	28.9	17.3	0.5	4.9	5.8
获利能力					
毛利率(%)	75.3	76.2	75.8	75.8	75.8
净利率(%)	32.7	34.0	32.9	33.4	33.9
ROE(%)	37.0	34.8	28.7	24.8	22.3
ROIC(%)	36.0	34.2	28.3	24.2	21.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.9	34.2	27.0	26.5	21.8
流动比率	2.3	2.5	3.2	3.3	4.1
速动比率	0.3	0.4	0.8	1.2	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
应收账款周转率	82505.9	235067.5	235067.5	235067.5	235067.5
应付账款周转率	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3
估值比率					
P/E	22.3	19.0	18.9	18.0	17.0
P/B	8.3	6.7	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA	16.0	13.7	13.4	12.2	11.3

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

