

清香龙头韧性十足，静待行业需求复苏

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，前三季度实现收入 329.2 亿元，同比+5.0%，实现归母净利润 114.1 亿元，同比+0.5%；2025 单 Q3 实现收入 89.6 亿元，同比+4.1%，实现归母净利润 29.0 亿元，同比-1.4%。
- **青花和玻汾双轮驱动，充分彰显增长韧性。**1、今年二季度以来，外部饮酒政策趋严，政商务和宴席需求端有所承压；公司依托强大的品牌势能和渠道推力优势，青花和玻汾等核心单品动销表现亮眼，助力三季度收入实现正增长，增长韧性十足。2、分产品，25Q3 公司酒类收入同比增长 4.1%，其中汾酒、其他酒类收入分别同比+5.0%、-28.6%，预计大众口粮酒玻汾表现最为优异，青花 20 表现相对平稳，腰部老白汾去年基数较高，宴席承压的背景下，以消化渠道库存为主。3、分区域，单 Q3 省内实现收入 22.7 亿元，同比-35.2%，省内政商务消费受到较大冲击，需求端显著承压；省外实现收入 66.7 亿元、同比+31.1%，主要系汾酒品牌势能持续释放，新兴的长三角、珠三角等终端覆盖率不断提升。
- **盈利能力维持高位，现金流整体稳定。**1、25 单 Q3 毛利率同比提升 0.3 个百分点至 74.6%；费用率方面，单 Q3 销售费用率同比下降 0.4 个百分点至 10.2%，管理费用率同比下降 0.6 个百分点至 3.9%，财务费用率同比上升 0.1 个百分点至 -0.1%，整体费用率下降 0.9 个百分点至 14.5%。综合来看，单 Q3 公司净利率下降 1.4 个百分点至 32.7%。2、现金流方面，公司单 Q3 销售收现 83.4 亿元，同比-2.5%；此外，截至三季度末合同负债 57.8 亿元，同比+5.5%，保持相对稳健。
- **清香龙头行稳致远，静待行业需求复苏。**1、当前白酒行业景气度延续承压，存量竞争的格局加速演进，在此背景下，公司依托强大的品牌势能，完善的产品矩阵，全国化的市场布局，有效对冲行业下行压力，市场占有率稳步提升。2、2025 年是汾酒复兴纲领第二阶段的开局之年，在行业需求疲软的背景下，公司定调“稳健”，通过深化全国市场布局，“汾享礼遇”体系调动终端积极性，全面激发市场新动能。
- **盈利预测与投资建议。**25Q2 以来白酒行业进入深度调整期，我们对公司盈利预测有所下调，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 122.0 亿元、128.7 亿元、140.7 亿元，EPS 分别为 10.00 元、10.55 元、11.53 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、18 倍、17 倍。汾酒品牌积淀深厚，产品矩阵多点开花，有望从容穿越周期，给予 2026 年 22 倍估值，对应目标价 232.10 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏或不及预期，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	360.11	364.84	381.07	410.92
增长率	12.79%	1.31%	4.45%	7.83%
归属母公司净利润（亿元）	122.43	122.03	128.69	140.68
增长率	17.29%	-0.33%	5.46%	9.32%
每股收益 EPS（元）	10.04	10.00	10.55	11.53
净资产收益率 ROE	34.81%	29.21%	26.18%	24.50%
PE	19	19	18	17
PB	6.69	5.64	4.79	4.10

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：王书龙
执业证号：S1250523070003
电话：023-63786049
邮箱：wsl@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电话：023-63786049
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.20
流通 A 股(亿股)	12.20
52 周内股价区间(元)	169.75-233.4
总市值(亿元)	2355.82
总资产(亿元)	545.51
每股净资产(元)	31.79

相关研究

1. 山西汾酒（600809）：业绩符合预期，增长韧性彰显（2025-05-08）

盈利预测与估值

关键假设：

1) 当前白酒行业处于存量市场，酒企间竞争较为激烈；预计 2025-2027 年中高档酒销量增速分别同比 6.0%、4.0%、7.0%，吨单价分别同比-2.0%、1.5%、1.3%，吨成本分别同比 2.0%、2.0%、2.0%；

2) 当前行业处在深度调整期，渠道备货意愿低迷；预计 2025-2027 年其他白酒销量增速分别同比-6.0%、-1.0%、4.0%，吨单价分别同比 0.0%、2.0%、2.0%，吨成本分别提升 1.0%、1.0%、1.0%；

3) 当前白酒行业仍处在调整期，市场竞争有所加剧；预计 2025-2027 年销售费用率分别为 10.3%、10.2%、10.1%，管理费用率均为 4.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2024A	2025E	2025E	2027E
合计	营业收入（亿元）	360.1	364.8	381.1	410.9
	增速	12.8%	1.31%	4.45%	7.83%
	营业成本（亿元）	85.7	86.9	89.6	96.0
	毛利率	76.2%	76.2%	76.5%	76.6%
中高档酒	销量（吨）	67737	71801	74673	79900
	YOY	13.0%	6.0%	4.0%	7.0%
	吨单价（万元/吨）	39.2	38.4	39.0	39.5
	YOY	1.2%	-2.0%	1.5%	1.3%
	收入（亿元）	265.3	275.6	290.9	315.4
	YOY	14.3%	3.9%	5.6%	8.4%
	成本（亿元）	41.3	44.6	47.3	51.6
	吨成本（万元/吨）	6.1	6.2	6.3	6.5
	YOY	-1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	84.4%	83.8%	83.7%	83.6%
其他白酒	销量（吨）	152866	143694	142257	147947
	YOY	4.8%	-6.0%	-1.0%	4.0%
	吨单价（万元/吨）	6.1	6.1	6.2	6.4
	YOY	4.4%	0.0%	2.0%	2.0%
	收入（亿元）	93.4	87.8	88.7	94.1
	YOY	9.4%	-6.0%	1.0%	6.1%
	成本（亿元）	43.8	41.6	41.6	43.6
	吨成本（万元/吨）	2.9	2.9	2.9	3.0
	YOY	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	53.1%	52.7%	53.1%	53.6%
其他业务	收入（亿元）	1.4	1.4	1.4	1.5

分业务情况		2024A	2025E	2025E	2027E
	YOY	-26.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（亿元）	0.7	0.7	0.7	0.7
	毛利率	51.4%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们以同为一线名酒的贵州茅台、五粮液、泸州老窖作为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均估值分别为 17 倍、17 倍、15 倍。

25Q2 以来，外部饮酒政策趋严，渠道信心受到冲击，需求端阶段性承压。短期看，公司产品矩阵多点开花，全国化推进顺利，有望从容穿越周期；中长期看，消费升级是长期趋势，汾酒品牌底蕴深厚，是清香型白酒绝对龙头，长期受益于市场份额提升的逻辑清晰，需求改善时弹性有望领跑行业。给予公司 2026 年 22 倍估值，对应目标价 232.10 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	对应 EPS（元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600519	贵州茅台	1435.00	68.64	73.47	78.30	83.75	21	20	18	17
000858	五粮液	118.98	8.21	7.31	7.57	8.11	14	16	16	15
000596	泸州老窖	135.04	9.15	8.26	8.62	9.37	15	16	16	14
平均值							17	17	17	15
600809	山西汾酒	193.10	10.04	10.00	10.55	11.53	19	19	18	17

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	360.11	364.84	381.07	410.92	净利润	122.53	122.03	128.69	140.68
营业成本	85.70	86.87	89.60	96.04	折旧与摊销	2.35	4.02	5.04	6.37
营业税金及附加	59.33	62.29	64.30	69.61	财务费用	-0.10	-0.92	-0.97	-2.64
销售费用	37.26	37.58	38.87	41.50	资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	14.47	14.59	15.24	16.44	经营营运资本变动	-26.16	-100.02	-16.25	-23.94
财务费用	-0.10	-0.92	-0.97	-2.64	其他	23.12	-0.01	0.00	0.01
资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	121.72	25.09	116.50	120.48
投资收益	3.24	0.00	0.00	0.00	资本支出	-23.20	-13.00	-11.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-16.08	1.63	-2.86	8.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-39.29	-11.37	-13.86	-6.37
营业利润	165.39	164.44	174.03	189.96	短期借款	0.00	18.96	-18.96	0.00
其他非经营损益	-0.10	-0.10	-0.13	-0.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	165.29	164.34	173.90	189.77	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	42.76	42.31	45.21	49.10	支付股利	-1.74	-55.09	-54.91	-57.91
净利润	122.53	122.03	128.69	140.68	其他	-55.60	-3.95	0.97	2.64
少数股东损益	0.10	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-57.34	-40.08	-72.90	-55.27
归属母公司股东净利润	122.43	122.03	128.69	140.68	现金流量净额	25.10	-26.36	29.74	58.84
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	62.85	36.48	66.23	125.06	成长能力				
应收和预付款项	44.12	33.54	38.76	41.88	销售收入增长率	12.79%	1.31%	4.45%	7.83%
存货	132.70	134.58	138.81	148.79	营业利润增长率	16.27%	-0.57%	5.84%	9.15%
其他流动资产	200.67	226.98	239.30	248.07	净利润增长率	17.16%	-0.41%	5.46%	9.32%
长期股权投资	0.96	0.96	0.96	0.96	EBITDA 增长率	15.86%	-0.06%	6.30%	8.76%
投资性房地产	0.14	0.14	0.14	0.14	获利能力				
固定资产和在建工程	48.78	50.09	51.14	52.00	毛利率	76.20%	76.19%	76.49%	76.63%
无形资产和开发支出	12.26	19.98	24.94	32.76	三费率	14.34%	14.05%	13.94%	13.46%
其他非流动资产	32.48	32.43	32.38	32.33	净利率	34.03%	33.45%	33.77%	34.24%
资产总计	534.95	535.19	592.65	681.99	ROE	34.81%	29.21%	26.18%	24.50%
短期借款	0.00	18.96	0.00	0.00	ROA	22.91%	22.80%	21.71%	20.63%
应付和预收款项	109.20	79.82	81.98	87.41	ROIC	48.54%	36.29%	31.91%	32.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.55%	45.92%	46.74%	47.14%
其他负债	73.71	18.70	19.19	20.33	营运能力				
负债合计	182.91	117.49	101.17	107.74	总资产周转率	0.74	0.68	0.68	0.64
股本	12.20	12.20	12.20	12.20	固定资产周转率	15.07	11.28	9.88	9.66
资本公积	7.04	7.04	7.04	7.04	应收账款周转率	9981.23	10717.86	10390.13	10707.81
留存收益	327.02	393.95	467.73	550.50	存货周转率	0.69	0.65	0.66	0.67
归属母公司股东权益	347.54	413.19	486.97	569.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.66%	—	—	—
少数股东权益	4.51	4.51	4.51	4.51	资本结构				
股东权益合计	352.04	417.70	491.48	574.24	资产负债率	34.19%	21.95%	17.07%	15.80%
负债和股东权益合计	534.95	535.19	592.65	681.99	带息债务/总负债	0.00%	16.14%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.45	3.78	4.93	5.40
					速动比率	1.71	2.60	3.52	3.97
					股利支付率	1.42%	45.15%	42.67%	41.17%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	10.04	10.00	10.55	11.53
EBITDA	167.64	167.53	178.09	193.69	每股净资产	28.86	34.24	40.29	47.07
PE	19.24	19.31	18.31	16.75	每股经营现金	9.98	2.06	9.55	9.88
PB	6.69	5.64	4.79	4.10	每股股利	0.14	4.52	4.50	4.75
PS	6.54	6.46	6.18	5.73					
EV/EBITDA	13.51	13.68	12.58	11.31					
股息率	0.07%	2.34%	2.33%	2.46%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn