

不惧行业周期波动，践行汾酒复兴纲领

—— 重要事件点评

2025 年 12 月 03 日

核心观点

- **事件：**12 月 2 日，2025 年汾酒全球经销商大会“中流击水凯歌还 并肩携手越关山”于太原举行，公司董事会与管理层出席，重点介绍 2025 年工作总结与 2026 年发展规划等内容。
- **2025 全年经营稳健收官，开启汾酒复兴纲领第二阶段。**2025 年是公司“汾酒复兴纲领第二阶段”的关键之年，在六大方面取得一定成绩：1) 持续推进汾享礼遇体系化建设，加强渠道与营销数字化管理；2) 产品结构更加科学，四大产品系列协同发展，中高端产品销量实现稳定增长；3) “汾酒+”创意的场景营销模式出圈；4) 文创产品接续发力；5) 人才管理机制优化升级；6) 市场秩序和价格管理双管齐下，处罚违规经销商。
- **2026 年把握行业变化趋势，做好四个持续推进。**1) 推进全国化 2.0，针对不同产品采取不同打法，例如青花 20 以上产品战略聚焦 12 大重点市场、5 大机遇市场、10 大低度潜力市场，青花 20 聚焦核心渠道等；2) 推进年轻化 1.0，聚焦“简约、时尚、轻量化”，包括启动“汾享青春”28 度产品，竹叶青打造果味、花香与药材创新产品；3) 推进国际化 1.0，实现品牌、标准等全方位突破；4) 推进消费者精准服务，包括传统消费者、年轻化消费者、女性消费者。
- **不惧行业周期调整，看好汾酒稳健穿越周期。**白酒行业虽然当前面临周期性波动叠加人口结构调整的双重挑战，但是长期来看仍然具备较大发展潜力，主要得益于人均 GDP 的提升与中产群体的扩大。我们看好公司穿越周期波动的能力：1) 产品维度，一方面公司现有产品矩阵完善能够抵御经济周期波动（不同价格带均有具备强大竞争力的产品），另一方面针对消费变化趋势在做前瞻性布局，例如竹叶青针对年轻消费者做出口味调整；2) 渠道维度，公司持续重视渠道库存健康度与数字化管理，目前库存与批价在行业内处于相对健康水平，有利于承接未来需求复苏带来的红利。
- **投资建议：**预计 2025~2027 年收入分别为 369/381/405 亿元，同比+2%/3%/6%，归母净利润分别为 121/125/135 亿元，同比-2%/+4%/+8%，对应 PE 为 19/18/17X，考虑到公司在不同价格带均布局了具备强品牌力的产品，并且目前库存与批价在行业内相对健康，有望穿越行业周期波动，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**需求持续下行的风险，批价加速下跌的风险，食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	36,011	36,875	38,092	40,492
收入增长率%	12.79	2.40	3.30	6.30
归母净利润(百万元)	12,243	12,058	12,516	13,503
利润增长率%	17.29	-1.51	3.80	7.89
毛利率%	76.20	75.70	75.60	75.60
摊薄 EPS(元)	10.04	9.88	10.26	11.07
PE	18.69	18.98	18.29	16.95

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

山西汾酒（股票代码：600809）

推荐 维持评级

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

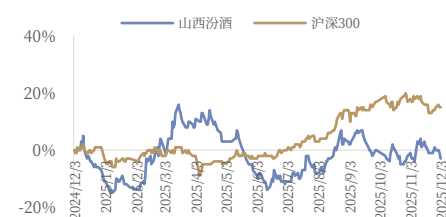
市场数据

2025 年 12 月 03 日

股票代码	600809
A 股收盘价(元)	187.60
上证指数	3,878.00
总股本(万股)	121,996
实际流通 A 股(万股)	121,996
流通 A 股市值(亿元)	2,289

相对沪深 300 表现图

2025 年 12 月 03 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河食饮】2026 年度投资策略：新消费内部轮动，传统消费底部改善

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44,034	48,416	53,721	60,937
现金	6,285	9,028	14,292	20,261
应收账款	0	1	0	1
其它应收款	33	34	38	38
预付账款	99	139	128	134
存货	13,270	14,437	14,336	15,486
其他	24,347	24,778	24,926	25,017
非流动资产	9,461	9,917	10,239	10,437
长期投资	103	103	103	103
固定资产	2,855	3,824	4,452	4,853
无形资产	1,226	1,195	1,165	1,133
其他	5,278	4,796	4,520	4,348
资产总计	53,495	58,334	63,960	71,373
流动负债	17,963	18,266	18,600	20,007
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3,846	3,260	3,413	3,886
其他	14,117	15,006	15,187	16,122
非流动负债	328	141	142	142
长期借款	0	0	0	0
其他	328	141	142	142
负债总计	18,291	18,407	18,742	20,150
少数股东权益	451	461	471	482
归属母公司股东权益	34,754	39,466	44,747	50,741
负债和股东权益	53,495	58,334	63,960	71,373

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,172	11,242	13,513	14,478
净利润	12,253	12,068	12,526	13,515
折旧摊销	584	737	871	995
财务费用	34	4	0	0
投资损失	-324	-240	-190	-202
营运资金变动	-347	-883	257	89
其他	-27	-445	48	81
投资活动现金流	-3,929	-962	-1,015	-1,001
资本支出	-635	-1,216	-1,220	-1,218
长期投资	-3,660	0	0	0
其他	366	255	205	217
筹资活动现金流	-5,734	-7,537	-7,234	-7,509
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-5,734	-7,537	-7,234	-7,509
现金净增加额	2,510	2,744	5,264	5,968

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	36,011	36,875	38,092	40,492
营业成本	8,570	8,961	9,294	9,880
税金及附加	5,933	6,428	6,625	6,924
销售费用	3,726	3,983	4,038	4,252
管理费用	1,447	1,401	1,409	1,458
研发费用	148	159	156	169
财务费用	-10	-90	-135	-214
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	344	254	205	217
营业利润	16,539	16,288	16,910	18,241
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	14	14	17	15
利润总额	16,529	16,279	16,897	18,231
所得税	4,276	4,211	4,371	4,716
净利润	12,253	12,068	12,526	13,515
少数股东损益	10	10	10	11
归属母公司净利润	12,243	12,058	12,516	13,503
EBITDA	17,103	16,927	17,633	19,012
EPS（元）	10.04	9.88	10.26	11.07

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	12.8%	2.4%	3.3%	6.3%
营业利润增长率	16.3%	-1.5%	3.8%	7.9%
归母净利润增长率	17.3%	-1.5%	3.8%	7.9%
毛利率	76.2%	75.7%	75.6%	75.6%
净利率	34.0%	32.7%	32.9%	33.4%
ROE	35.2%	30.6%	28.0%	26.6%
ROIC	34.3%	29.8%	27.3%	25.9%
资产负债率	34.2%	31.6%	29.3%	28.2%
净资产负债率	52.0%	46.1%	41.4%	39.3%
流动比率	2.45	2.65	2.89	3.05
速动比率	0.45	0.59	0.87	1.11
总资产周转率	0.74	0.66	0.62	0.60
应收账款周转天数	0.00	0.01	0.00	0.01
应付账款周转率	2.80	2.52	2.79	2.71
每股收益	10.04	9.88	10.26	11.07
每股经营现金流	9.98	9.22	11.08	11.87
每股净资产	28.49	32.35	36.68	41.59
P/E	18.69	18.98	18.29	16.95
P/B	6.59	5.80	5.11	4.51
EV/EBITDA	13.05	13.01	12.19	10.99
PS	6.36	6.21	6.01	5.65

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		