

山西汾酒 (600809.SH) 节奏张弛有度，竞争优势持续

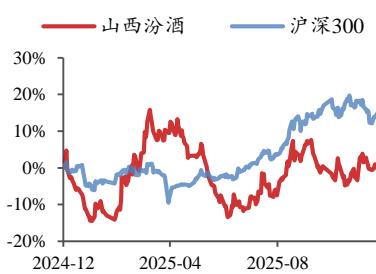
2025年12月07日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/12/5
当前股价(元)	182.05
一年最高最低(元)	228.93/168.30
总市值(亿元)	2,220.94
流通市值(亿元)	2,220.94
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.20
近3个月换手率(%)	25.89

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《整体稳健，结构下移—公司信息更新报告》-2025.9.3

《业绩符合预期，控制节奏稳健发展—公司信息更新报告》-2025.5.2

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

逢晓娟（分析师）

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790521060002

● 市场发展相对健康，业绩表现好于行业，维持“买入”评级

公司于12月2日召开全球经销商大会，总结了汾酒全年情况。面对行业深度调整期，汾酒在2025年仍然走出了独立行情，我们维持2025-2027年盈利预测，预计2025-2027年净利润分别为122.8亿元、131.3亿元、144.2亿元，同比分别+0.3%、+6.9%、+9.8%，EPS分别为10.07、10.76、11.82元，当前股价对应PE分别为19.9、18.6、17.0倍，得益于完善的产品结构、健康的全国化布局，汾酒市场实际表现确实明显好于行业，后续随着行业改善，产品结构和估值都有弹性，维持“买入”评级。

● 增长质量良好，次高端产品和省外市场表现均大幅优于行业

产品结构来看，2025年前三季度汾酒/其他酒类收入分别321.7/6.5亿元，同比分别+5.5%/-15.9%。分地区看前三季度省内收入110.1亿元，同比-7.5%，省外收入218.1亿元，同比+12.7%。省内基数高去库存压力较大，省外相对健康，仍有较大发展潜力。次高端青花系列明显好于行业，本质原因是香型具有差异性，消费群体忠诚度高，未来这一优势仍将持续。

● 夯实基础，从容迎接行业周期

公司二季度开始，主动放缓营收，着力保障市场秩序平稳运行。首先公司不断优化经销商结构，2025年，取消经销商合同33家，处罚违规经销商400余家。其次，公司加强了数字系统建设，淡化销售指标，加强过程指标考核，严管市场秩序，精准渠道考核，实现了价格体系的整体稳健。

● 经销商盈利能力优于行业，渠道韧性强

2025年，行业大部分品牌经销商很难盈利，但汾酒依靠丰富的产品组合、良好的周转速度，较为稳定的价盘，使得经销商仍有盈利，为未来可持续发展奠定基础。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	37,865	40,011	42,957
YOY(%)	21.8	12.8	5.1	5.7	7.4
归母净利润(百万元)	10,438	12,243	12,280	13,128	14,416
YOY(%)	28.9	17.3	0.3	6.9	9.8
毛利率(%)	75.3	76.2	74.5	75.2	76.3
净利率(%)	32.8	34.0	32.4	32.8	33.6
ROE(%)	37.0	34.8	28.5	25.6	23.6
EPS(摊薄/元)	8.56	10.04	10.07	10.76	11.82
P/E(倍)	23.4	20.0	19.9	18.6	17.0
P/B(倍)	8.8	7.0	5.7	4.8	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	34608	44034	50826	59787	68802	营业收入	31928	36011	37865	40011	42957
现金	3775	6285	11594	21287	28701	营业成本	7884	8570	9656	9909	10201
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	5832	5933	6286	6642	7131
其他应收款	36	33	40	37	46	营业费用	3217	3726	4089	4601	5155
预付账款	114	99	124	111	142	管理费用	1202	1447	1325	1400	1504
存货	11573	13270	14720	14005	15566	研发费用	88	148	97	116	132
其他流动资产	19110	24347	24347	24347	24347	财务费用	-8	-10	-155	-373	-621
非流动资产	9488	9461	9621	9785	10026	资产减值损失	0	-2	0	0	0
长期投资	94	96	110	125	140	其他收益	15	11	13	12	12
固定资产	1926	2856	3214	3473	3694	公允价值变动收益	0	0	8	3	3
无形资产	1247	1226	1375	1552	1760	投资净收益	499	324	13	13	13
其他非流动资产	6221	5284	4921	4635	4432	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	44096	53495	60447	69572	78827	营业利润	14224	16539	16609	17752	19495
流动负债	15147	17963	17025	17883	17347	营业外收入	5	4	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	24	14	19	16	17
应付票据及应付账款	2893	4587	3841	4808	4095	利润总额	14205	16529	16597	17742	19484
其他流动负债	12254	13377	13184	13075	13252	所得税	3747	4276	4315	4613	5066
非流动负债	674	328	328	328	328	净利润	10459	12253	12282	13129	14418
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	20	10	1	1	1
其他非流动负债	674	328	328	328	328	归属母公司净利润	10438	12243	12280	13128	14416
负债合计	15821	18291	17352	18211	17675	EBITDA	14345	16575	16599	17566	19097
少数股东权益	438	451	452	453	455	EPS(元)	8.56	10.04	10.07	10.76	11.82
股本	1220	1220	1220	1220	1220	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	704	704	704	704	704	成长能力					
留存收益	25787	32702	40465	47945	56112	营业收入(%)	21.8	12.8	5.1	5.7	7.4
归属母公司股东权益	27837	34754	42642	50908	60698	营业利润(%)	30.8	16.3	0.4	6.9	9.8
负债和股东权益	44096	53495	60447	69572	78827	归属于母公司净利润(%)	28.9	17.3	0.3	6.9	9.8
						盈利能力					
						毛利率(%)	75.3	76.2	74.5	75.2	76.3
						净利率(%)	32.8	34.0	32.4	32.8	33.6
						ROE(%)	37.0	34.8	28.5	25.6	23.6
						ROIC(%)	46.3	42.1	39.0	43.2	43.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	35.9	34.2	28.7	26.2	22.4
						净负债比率(%)	-11.6	-16.4	-26.6	-41.2	-46.7
						流动比率	2.3	2.5	3.0	3.3	4.0
						速动比率	0.4	0.4	0.8	1.3	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
						应收账款周转率	82505.9	235067.5	235067.5	235067.5	235067.5
						应付账款周转率	3.5	2.8	2.8	2.8	2.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	8.56	10.04	10.07	10.76	11.82
						每股经营现金流(最新摊薄)	5.92	9.98	8.45	12.01	9.84
						每股净资产(最新摊薄)	22.82	28.49	34.95	41.73	49.75
						估值比率					
						P/E	23.4	20.0	19.9	18.6	17.0
						P/B	8.8	7.0	5.7	4.8	4.0
						EV/EBITDA	16.9	14.4	14.1	12.8	11.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn