



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026 年 04 月 14 日

基础数据

04 月 13 日收盘价（元）	135.75
总市值（亿元）	1,656.10
总股本（亿股）	12.20

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】山西汾酒：韧性彰显，笃行致远-2025.11.04

【兴证食品饮料】山西汾酒：经营底盘坚实，中长期行稳致远-2025.08.29

【兴证食品饮料】山西汾酒：坚定四轮驱动战略，深化全国化布局-2025.05.30

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003

jinhan@xyzq.com.cn

分析师：汪润

S0190524060004

wangrun22@xyzq.com.cn

山西汾酒(600809.SH)

基本面优于行业，报表步入出清

投资要点：

- 近期公司股价有所波动，主要系市场担忧行业调整仍在继续，但公司报表端未见明显出清，引起库存增加的担忧。我们认为公司基本面和景气度依然是行业之中质地最优之一，出清节奏相对靠后亦为合理，且预计 2026 年上半年公司报表也会步入出清，市场无需过度忧虑。以 2026 年 4 月 13 日收盘价计算，2026 年估值不到 14X，股息率 4%+，安全边际充足，预计 2026 年下半年市场及报表逐步改善将进一步打开股价上行空间。
- 市场端，动销稳健，重视渠道质量。行业调整阶段公司经营策略更务实稳健，稳扎稳打、顺势而为，市场秩序和价格管理双管齐下。对经销商考核强调“数量与质量并重”，设定销售红线，通过“后置年度奖”的模式稳价盘，实现厂商互利共赢。2026 年以来，青花 20 动销表现相对稳健，玻汾有望维持增长，青花 20 批价自 1 月底小幅上涨并企稳于 355 元，玻汾批价保持坚挺，整体库存情况优于行业。
- 报表端，理性务实，预计上半年出清释压。2025 年前三季度营收同比+5%、归母净利润同比+0.5%，收入端增速放缓，利润端 25Q2 起步入调整。2026 年以来务实去库稳价，春节未强制开门红，预期回款进度同比略慢，为渠道充分释压，预计 26Q1 起报表端步入出清节奏。
- 公司内部管理持续改善，全方位提效升级。管理提效，进一步优化管理流程，提高管理效率，实现精益化管理，同时加强各部门之间的协同合作，实现资源的高效配置和利用。营销提效，近年来公司实现了费用的职权分化管理，对四大单品和汾享礼遇终端部门营销政策进行指导，进一步提高费用把控力度，费投更高效且可持续。2026 年费投规划更精准，剔除虚耗费用，砍掉倒挂、无实际转化的费用，提升使用效率；减少不必要的品鉴酒投放、无效会议等虚耗支出，聚焦核心渠道与消费者触达；针对有效终端、核心产品及年轻消费群体培育场景倾斜。生产协同提效，上游原粮协同保障原料稳定，生产端数智化，人均效率、优质基酒率显著提升，能耗大幅下降，供应链产销联动、降本提速。此外，人才管理机制优化升级，倒逼转型，兼顾激励与惩罚，实施末位调整、多层次退出与任职机制以及内部市场化竞聘制度，持续提升团队内驱力。
- 行业调整期保住基本盘不变，灵活布局产品线。公司重点布局四大产品线，即玻汾、老白汾、青花 20、青 26+青 30 组合，形成四轮驱动发展模式。2025 年中高端产品销量实现稳定增长，有效扫码终端大幅度增长，餐饮终端拓展成效尤为显著，2026 年青花 26 及以上高端产品有望实现价值引领，百亿大单品青花 20 有望继续巩固提升。腰部产品老白汾全国化态势健康，2025 年以来量价表现良好，省外市场整体全面开花，核心区域依赖大商，部分非传统市场已实现突破，承担了行业调整期的业绩支撑作用。玻汾则保证价格刚性，渠道深耕下沉，快速实现全国市场覆盖。此外，2025 年创新启动“汾享青春”28 度产品项目，竹叶青重点发力果味、花香、药材三大创新方向，持续培育，营销创新，突破年轻群体。
- 深耕环山西市场，持续推动全国化 2.0 战略。行业调整期省内市场表现稳定，通过产品升级获取增量，如推动玻汾向县里升级、导入 42 度青花 30 拓展增量，持续深耕开拓。省外增量短期仍依赖玻汾与青花 20，推动玻汾向老白汾升级，核心单品持续去推。2026 年将按照“红日”稳健、五星增长、全国覆盖的市场布局，战略聚焦 12 大重点市场、5 大机遇市场、10 大低度青花 30 潜力市场，汇聚公司资源聚焦潜力客户，匹配专项费用支持，一地一策实现突破，逐步实现全国 2800 多个县级市市场的全覆盖，全面完善全国化布局。
- 盈利预测与投资建议：行业调整期公司彰显经营韧性，聚焦自身管理优化、产品创新与渠道效率提升，构建竞争壁垒，为中长期积蓄动能。维持此前的盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 366.33/368.53/389.56 亿元，同比+1.7%/+0.6%/+5.7%，归母净利

润分别为 118.98/121.63/132.05 亿元，同比-2.8%/+2.2%/+8.6%，以 2026 年 4 月 13 日收盘价计算，对应 PE 为 13.9/13.6/12.5 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：宏观经济波动影响消费；全国化拓展不及预期；食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	36011	36633	36853	38956
同比增长	12.8%	1.7%	0.6%	5.7%
归母净利润（百万元）	12243	11898	12163	13205
同比增长	17.3%	-2.8%	2.2%	8.6%
毛利率	76.2%	75.9%	76.2%	76.7%
ROE	35.2%	30.1%	27.5%	26.7%
每股收益（元）	10.04	9.75	9.97	10.82
市盈率	13.5	13.9	13.6	12.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44034	48662	53649	59857
货币资金	6285	10142	14581	19640
交易性金融资产	0	300	550	800
应收票据及应收账款	0	0	0	0
预付款项	99	110	107	111
存货	13270	13342	13302	13801
其他	24380	24768	25109	25505
非流动资产	9461	9796	9851	10039
长期股权投资	96	98	100	102
固定资产	2855	3393	3729	3972
在建工程	2025	1860	1728	1622
无形资产	1226	1240	1251	1260
商誉	0	0	0	0
其他	3260	3206	3043	3083
资产总计	53495	58458	63499	69896
流动负债	17963	17984	17993	18944
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4587	4086	4140	4350
其他	13377	13897	13854	14594
非流动负债	328	528	728	928
长期借款	0	0	0	0
其他	328	528	728	928
负债合计	18291	18511	18721	19871
股本	1220	1220	1220	1220
未分配利润	32144	35073	38066	41317
少数股东权益	451	465	478	493
股东权益合计	35204	39947	44778	50024
负债及权益合计	53495	58458	63499	69896

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	12243	11898	12163	13205
折旧和摊销	584	692	698	565
营运资金的变动	-347	-274	-288	51
经营活动产生现金流量	12172	11848	12232	13510
资本支出	-635	-850	-750	-750
长期投资	-3660	-303	-253	-253
投资活动产生现金流量	-3929	-810	-578	-566
债权融资	0	24	200	200
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-5734	-7180	-7215	-7885
现金净变动	2510	3857	4439	5059

数据来源: 携宁、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	36011	36633	36853	38956
营业成本	8570	8821	8768	9075
税金及附加	5933	6447	6412	6744
销售费用	3726	4030	3980	4012
管理费用	1447	1575	1548	1558
研发费用	148	150	151	160
财务费用	-10	-15	-10	-4
投资收益	324	433	424	436
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	9	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
营业利润	16539	16075	16447	17846
营业外收支	-10	0	0	0
利润总额	16529	16075	16447	17846
所得税	4276	4162	4270	4627
净利润	12253	11913	12177	13220
少数股东损益	10	14	13	15
归属母公司净利润	12243	11898	12163	13205
EPS(元)	10.04	9.75	9.97	10.82

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	12.8%	1.7%	0.6%	5.7%
营业利润增长率	16.3%	-2.8%	2.3%	8.5%
归母净利润增长率	17.3%	-2.8%	2.2%	8.6%
盈利能力				
毛利率	76.2%	75.9%	76.2%	76.7%
归母净利率	34.0%	32.5%	33.0%	33.9%
ROE	35.2%	30.1%	27.5%	26.7%
偿债能力				
资产负债率	34.2%	31.7%	29.5%	28.4%
流动比率	2.45	2.71	2.98	3.16
速动比率	0.45	0.68	0.94	1.18
营运能力				
资产周转率	73.8%	65.4%	60.4%	58.4%
每股资料(元)				
每股收益	10.04	9.75	9.97	10.82
每股经营现金	9.98	9.71	10.03	11.07
估值比率(倍)				
PE	13.5	13.9	13.6	12.5
PB	4.8	4.2	3.7	3.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn