

# 山西汾酒 (600809.SH)

## 2025 经营稳健，十四五圆满收官

### 核心观点：

- **事件：**公司发布 2025 年报及 2025-2027 年度分红回报规划。2025 年公司营收同比+7.5%至 387.2 亿元，归母净利润同比+0%至 122.5 亿元，公司规划 2025-2027 年分红率不低于 65%。
- **2025 营收持续增长，产品权价格带布局优势显现。**分区域来看，2025 年公司省内/省外营收同比-0.8%/+12.6%至 133.9/252.0 亿元，省外占比同比+2.9pct 至 65.3%，全国化持续推进；分量价来看，2025 年公司整体销量/吨酒价同比+22.0%/-11.8%，其中省外销量/吨酒价同比+18.3%/-4.8%，省内销量/吨酒价同比+30.1%/-23.8%，预计主要系以老白汾和玻汾为代表的中低档产品快速放量，冲抵行业性的中高档需求疲软，2025 年全年公司毛利率同比-1.4pct 至 74.9%；单季度来看，25Q4 单季度营收/归母净利润同比+24.5%/-5.7%，预计产品结构相对较低、带动 Q4 单季度毛利率-9.6pct 至 67.8%。
- **费用率相对稳定，分红规划提高股东回报确定性。**2025 年公司营业税金率/销售/管理费用率同比+1.4/+0.2/-0.3pct 至 17.9%/10.6%/3.8%，营业税金率同比小幅上行、其他费用率基本稳定，带动归母净利率同比-2.4pct 至 31.6%，公司此次公告规划 2025-2027 年分红率不低于 65%，在行业需求低谷期强化股东回报，彰显企业责任感。
- **香型优势与改革势能延续。**公司作为清香龙头、产品权价格带布局，为公司在行业需求下行期提供更多应对手段，当前公司改革势能与全国化趋势延续，十五五有望延续稳健增长态势。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 112.6/121.3/134.9 亿元，同比-8.1%/+7.7%/+11.2%，当前股价对应 PE 为 15/14/12x，按公司分红规划 2025-2027 年分红率维持 65%以上，当前对应股息率为 4.4%以上，考虑可比公司估值，给予 2026 年 18 倍 PE，合理价值为 166.09 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济下行影响需求；全国化不及预期；食品安全问题。

### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	36,011	38,718	36,984	38,898	41,587
增长率 (%)	12.8%	7.5%	-4.5%	5.2%	6.9%
EBITDA	16,782	16,972	15,554	16,661	18,498
归母净利润	12,243	12,246	11,257	12,125	13,485
增长率 (%)	17.3%	0.0%	-8.1%	7.7%	11.2%
EPS (元/股)	10.04	10.04	9.23	9.94	11.05
市盈率 (P/E)	18.4	17.1	14.8	13.8	12.4
ROE (%)	35.2%	30.9%	26.0%	25.7%	26.4%
EV/EBITDA	13.0	11.8	9.8	8.8	7.6

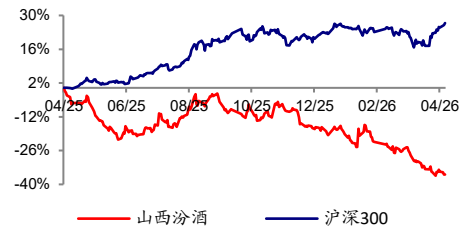
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	136.91 元
合理价值	166.09 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-23

### 相对市场表现



### 分析师：

符蓉



SAC 执证号: S0260523120002

SFC CE No. BWC944



021-38003552



furong@gf.com.cn

### 分析师：

郝宇新



SAC 执证号: S0260523120010

SFC CE No. BVZ687



021-38003553



haoyuxin@gf.com.cn

### 相关研究：

山西汾酒 (600809.SH) :营	2025-10-31
收韧性增长，表现优于行业	
山西汾酒	2025-08-29
(600809.SH) :25H1 稳健	
增长，期待需求回暖	
山西汾酒	2025-04-30
(600809.SH) :2024 年如期	
收官，2025 稳健增长	

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>44,034</b>	<b>45,911</b>	<b>50,379</b>	<b>56,236</b>	<b>62,533</b>
货币资金	6,285	9,767	14,777	20,312	26,277
应收及预付	99	182	117	123	124
存货	13,270	14,392	14,150	14,362	14,555
其他	24,380	21,570	21,334	21,440	21,577
<b>非流动资产总额</b>	<b>9,461</b>	<b>10,413</b>	<b>9,908</b>	<b>9,380</b>	<b>8,766</b>
长期股权投资	96	119	119	119	119
固定资产	2,855	3,250	3,166	3,058	2,873
在建工程	2,025	2,879	2,529	2,179	1,829
使用权资产	532	199	149	99	40
无形资产	1,226	1,202	1,182	1,162	1,142
其他	2,729	2,763	2,763	2,763	2,763
<b>资产总额</b>	<b>53,495</b>	<b>56,323</b>	<b>60,286</b>	<b>65,616</b>	<b>71,299</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>17,963</b>	<b>16,049</b>	<b>16,374</b>	<b>17,788</b>	<b>19,409</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	13,259	11,224	11,615	13,029	14,650
其他	4,704	4,825	4,759	4,759	4,759
<b>非流动负债总额</b>	<b>328</b>	<b>140</b>	<b>142</b>	<b>142</b>	<b>117</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	328	140	142	142	117
<b>负债总额</b>	<b>18,291</b>	<b>16,189</b>	<b>16,516</b>	<b>17,929</b>	<b>19,526</b>
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
其他	33,534	38,413	42,015	45,895	49,941
归母权益合计	34,754	39,633	43,235	47,115	51,161
少数股东权益	451	501	535	572	612
<b>负债和股东权益</b>	<b>53,495</b>	<b>56,323</b>	<b>60,286</b>	<b>65,616</b>	<b>71,299</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>36,011</b>	<b>38,718</b>	<b>36,984</b>	<b>38,898</b>	<b>41,587</b>
营业成本	8,570	9,737	9,612	9,755	9,886
营业税金及附加	5,933	6,916	6,546	6,846	7,278
销售费用	3,726	4,102	4,270	4,543	4,784
管理费用	1,447	1,453	1,455	1,516	1,598
研发费用	148	174	178	179	183
财务费用	-10	-20	-28	-51	-70
资产信用减值损失	7	0	-5	-5	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	324	290	300	320	340
<b>营业利润</b>	<b>16,539</b>	<b>16,661</b>	<b>15,263</b>	<b>16,440</b>	<b>18,283</b>
营业外收支	-10	-11	-5	-5	-5
利润总额	16,529	16,650	15,258	16,435	18,278
所得税费用	4,276	4,355	3,967	4,273	4,752
<b>合并净利润</b>	<b>12,253</b>	<b>12,295</b>	<b>11,291</b>	<b>12,162</b>	<b>13,526</b>
少数股东损益	10	49	34	36	41
<b>归母净利润</b>	<b>12,243</b>	<b>12,246</b>	<b>11,257</b>	<b>12,125</b>	<b>13,485</b>
EPS (元/股)	10.04	10.04	9.23	9.94	11.05

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>12,172</b>	<b>9,014</b>	<b>12,444</b>	<b>13,520</b>	<b>15,100</b>
合并净利润	12,253	12,295	11,291	12,162	13,526
折旧摊销	584	620	615	587	624
营运资金变动	-347	-3,685	834	1,086	1,289
其他	0	0	-7	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3,929</b>	<b>2,201</b>	<b>221</b>	<b>260</b>	<b>330</b>
资本性开支	-635	-1,193	-110	-60	-10
投资	-3,660	2,940	0	0	0
其他	366	453	331	320	340
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-5,734</b>	<b>-7,762</b>	<b>-7,624</b>	<b>-8,245</b>	<b>-9,465</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	0	0	28	0	-25
股利分配与偿付利息	-5,349	-7,393	-7,655	-8,245	-9,440
其他	-384	-369	3	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>2,510</b>	<b>3,452</b>	<b>5,041</b>	<b>5,535</b>	<b>5,965</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>3,775</b>	<b>6,285</b>	<b>9,736</b>	<b>14,777</b>	<b>20,312</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>6,285</b>	<b>9,736</b>	<b>14,777</b>	<b>20,312</b>	<b>26,277</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	12.8%	7.5%	-4.5%	5.2%	6.9%
营业利润增长率	16.3%	0.7%	-8.4%	7.7%	11.2%
归母净利润增长率	17.3%	0.0%	-8.1%	7.7%	11.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	76.2%	74.9%	74.0%	74.9%	76.2%
净利率	34.0%	31.8%	30.5%	31.3%	32.5%
ROE	35.2%	30.9%	26.0%	25.7%	26.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.2%	28.7%	27.4%	27.3%	27.4%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.9	3.1	3.2	3.2
利息保障倍数	-	-	-	-	-
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	-	-	-	-	-
存货周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应付账款周转率	2.2	3.0	3.0	2.9	2.8
<b>每股指标</b>					
每股收益	10.04	10.04	9.23	9.94	11.05
每股净资产	28.49	32.49	35.44	38.62	41.94
每股经营现金流	9.98	7.39	10.20	11.08	12.38
<b>估值比率</b>					
PE	18.4	17.1	14.8	13.8	12.4
PB	6.5	5.3	3.9	3.5	3.3
EV/EBITDA	13.0	11.8	9.8	8.8	7.6

## 广发食品饮料研究小组

- 符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
- 郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：资深分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 殷卓龙：资深分析师，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级分析师，理学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 湛保罗：高级分析师，金融学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。