

# 山西汾酒 (600809)

## 2025 年报点评: 收入韧性增长, 高分红规划 强化安全边际

买入 (维持)

2026 年 04 月 23 日

证券分析师 苏轶

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

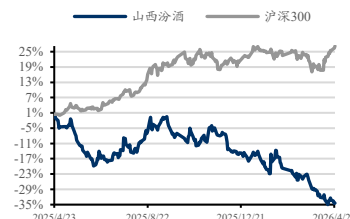
证券分析师 郭晓东

执业证书: S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	36,011	38,718	39,585	42,141	45,940
同比 (%)	12.79	7.52	2.24	6.46	9.02
归母净利润 (百万元)	12,243	12,246	12,345	13,599	15,197
同比 (%)	17.29	0.03	0.81	10.15	11.75
EPS-最新摊薄 (元/股)	10.04	10.04	10.12	11.15	12.46
P/E (现价&最新摊薄)	13.64	13.64	13.53	12.28	10.99

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 山西汾酒发布 2025 年年报, 2025 年营收 387.18 亿元, 同比+7.52%, 归母净利润 122.46 亿元, 同比+0.03%, 扣非后归母净利润 122.53 亿元, 同比+0.06%; 其中 25Q4 营收 57.94 亿元, 同比+24.51%, 归母净利润 8.42 亿元, 同比-5.72%, 扣非后归母净利润 8.42 亿元, 同比-5.84%。
- **25 年收入延续韧性增长, 青花 20、玻汾表现更优。** 1) 分产品来看, 25 年酒类收入同比+7.6%, 其中汾酒、其他酒类分别同比+7.7%、+3.1%, 其中 25Q4 汾酒、其他酒类收入分别同比+23.3%、+45.1%, 预计四季度玻汾、系列酒等放量带动。25 全年来看, 预计青花 20、玻汾维持较好增势, 进一步夯实百亿级产品地位; 预计青花 30 控货阶段性下滑, 腰部巴拿马有所下滑、老白汾相对稳健。2) 分地区来看, 25 年省内、省外收入分别同比-0.8%、+12.6%, 省外占比提升 3pct 至 65%, 省外环山西及长江以南核心市场实现显著增长。
- **毛利率下降、税金抬升拖累盈利, 费用率保持稳健。** 25 年销售净利率同比-2.3pct 至 31.8%, 主要受销售毛利率下降、税金抬升拖累。25 年销售毛利率同比-1.4pct 至 74.9%、税金及附加率同比+1.4pct 至 17.9%, 预计均与产品结构下移有关。销售/管理费用率分别同比+0.2pct/-0.3pct, 费用更为精准化投放。此外 25 年销售回款为 354.6 亿元, 同比-3.2%, 25 年末合同负债为 70.1 亿元, 环增 12.3 亿元/同减 16.7 亿元, 合同负债相对平稳。
- **高分红规划强化安全边际, 中长期成长性仍然突出。** 短期来看, 当前白酒产业仍处于惯性调整阶段, 预计 26 年下半年有望边际改善, 而公司最新公告 25-27 年每年度分红总额不低于当年归母净利润的 65%, 高分红规划进一步强化安全边际。中长期来看, 汾酒作为清香型白酒龙头, 在收入规模达 200 亿元以上的大酒企中, 受益香型差异化、全国化及多价位产品的增量贡献, 成长空间仍然突出。
- **盈利预测与投资评级:** 当前白酒产业仍处于惯性调整阶段, 我们预计 26 年行业报表营收增长将呈现前低后高, 板块良性预期有望年中形成。而公司中长期成长性仍然突出, 玻汾、青 20 全国化趋势能见度高, 同时亦期待腰部产品经过下沉培育、逐步兑现场景修复增量。我们预计 2026-2027 年归母净利润为 123、136 亿元(原预期为 124、137 亿元), 新增 2028 年归母净利润为 152 亿元, 对应当前 PE 分别为 14、12、11X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险; 宏观经济不及预期; 省外竞争加剧。

### 市场数据

收盘价(元)	136.91
一年最低/最高价	135.00/216.27
市净率(倍)	4.21
流通 A 股市值(百万元)	167,025.30
总市值(百万元)	167,025.30

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	32.49
资产负债率(% LF)	28.74
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

### 相关研究

《山西汾酒(600809): 全国化 2.0 深度扎根, 均衡发力空间广阔》

2026-02-09

《山西汾酒(600809): 2025 年三季度报点评: 回款稳定, 青花强势》

2025-10-31

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>45,911</b>	<b>53,540</b>	<b>56,874</b>	<b>61,562</b>	<b>营业总收入</b>	<b>38,718</b>	<b>39,585</b>	<b>42,141</b>	<b>45,940</b>
货币资金及交易性金融资产	9,767	13,205	12,596	13,550	营业成本(含金融类)	9,737	10,116	10,612	11,026
经营性应收款项	2,242	2,657	3,135	3,753	税金及附加	6,916	7,125	7,417	8,086
存货	14,392	15,209	16,466	17,102	销售费用	4,102	4,354	4,425	4,824
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,453	1,504	1,517	1,654
其他流动资产	19,510	22,469	24,677	27,157	研发费用	174	178	185	198
<b>非流动资产</b>	<b>10,413</b>	<b>11,706</b>	<b>12,742</b>	<b>14,733</b>	财务费用	(20)	(44)	(46)	(43)
长期股权投资	119	144	160	182	加:其他收益	14	7	5	5
固定资产及使用权资产	3,449	4,622	5,833	6,798	投资净收益	290	310	300	290
在建工程	2,879	2,862	2,524	3,383	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,202	1,265	1,360	1,455	减值损失	0	30	8	10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	44	44	44	44	<b>营业利润</b>	<b>16,661</b>	<b>16,698</b>	<b>18,343</b>	<b>20,501</b>
其他非流动资产	2,719	2,769	2,820	2,872	营业外净收支	(11)	1	2	0
<b>资产总计</b>	<b>56,323</b>	<b>65,246</b>	<b>69,616</b>	<b>76,295</b>	<b>利润总额</b>	<b>16,650</b>	<b>16,700</b>	<b>18,345</b>	<b>20,502</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,049</b>	<b>19,781</b>	<b>17,944</b>	<b>17,570</b>	减:所得税	4,355	4,342	4,733	5,289
短期借款及一年内到期的非流动负债	189	185	227	200	<b>净利润</b>	<b>12,295</b>	<b>12,358</b>	<b>13,612</b>	<b>15,212</b>
经营性应付款项	4,218	3,931	1,965	2,997	减:少数股东损益	49	12	14	15
合同负债	7,007	8,845	9,020	7,718	<b>归属母公司净利润</b>	<b>12,246</b>	<b>12,345</b>	<b>13,599</b>	<b>15,197</b>
其他流动负债	4,636	6,820	6,732	6,655	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.04	10.12	11.15	12.46
非流动负债	140	329	329	329	EBIT	16,351	16,285	17,981	20,149
长期借款	0	189	189	189	EBITDA	16,971	16,692	18,486	20,733
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.85	74.45	74.82	76.00
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	31.63	31.19	32.27	33.08
其他非流动负债	132	132	132	132	收入增长率(%)	7.52	2.24	6.46	9.02
<b>负债合计</b>	<b>16,189</b>	<b>20,110</b>	<b>18,273</b>	<b>17,899</b>	归母净利润增长率(%)	0.03	0.81	10.15	11.75
归属母公司股东权益	39,633	44,622	50,816	57,853					
少数股东权益	501	514	527	543					
<b>所有者权益合计</b>	<b>40,134</b>	<b>45,136</b>	<b>51,344</b>	<b>58,396</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>56,323</b>	<b>65,246</b>	<b>69,616</b>	<b>76,295</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	9,014	11,954	7,951	11,384	每股净资产(元)	32.49	36.58	41.65	47.42
投资活动现金流	2,201	(3,339)	(1,187)	(2,233)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(7,762)	(7,177)	(7,373)	(8,197)	ROIC(%)	31.74	28.07	27.43	27.05
现金净增加额	3,452	1,438	(609)	953	ROE-摊薄(%)	30.90	27.67	26.76	26.27
折旧和摊销	620	407	504	584	资产负债率(%)	28.74	30.82	26.25	23.46
资本开支	(1,193)	(1,623)	(1,469)	(2,501)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.64	13.53	12.28	10.99
营运资本变动	(3,685)	(425)	(5,814)	(4,071)	P/B(现价)	4.21	3.74	3.29	2.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>