

山西汾酒 (600809.SH)

25年稳健收官，Q4结构下移

25Q4 玻汾等带动收入增长，结构下移拖累利润。2025年营收387.2亿元、同比+7.5%，归母净利润122.5亿元、同比+0.03%；25Q4营收57.9亿元、同比+24.5%，营收+△合同负债同比-10.5%，归母净利润8.4亿元、同比-5.7%。25Q4毛利率为67.8%，同比-9.6pct，销售费用率/管理费用率13.9%/9.4%，分别同比-3.7/-1.2pct，净利率为14.6%，同比-4.6pct。25Q4末合同负债为70.0亿元、同比/环比-16.7亿元/+12.3亿元，现金流表现承压。

青花20和玻汾势能延续，高端和腰部相对承压。2025年汾酒营收374.4亿元、同比+7.7%，销量25.0万吨、同比+21.8%，我们预计青花系列和玻汾保持良好势能，高端和腰部产品有所压力；其他酒类营收11.5亿元、同比+3.1%，销量1.9万吨、同比+24.1%。25Q4汾酒营收52.7亿元、同比+23.3%；其他酒类营收5.0亿元、同比+45.1%。2026年继续发力青花30、青花20、老白汾和玻汾四大单品，同时加大布局青花30低度，储备“汾享青春”28度年轻化产品，并构建竹叶青酒全新产品体系。

省内稳住基本盘，省外成长势头延续。2025年省内营收133.9亿元、同比-0.8%；省外营收252.0亿元、同比+12.6%。25Q4省内营收23.9亿元、同比+49.0%、环比显著提速，我们认为2026年省内重心在于稳住市场份额；省外营收33.9亿元、同比+12.1%，我们认为2026年山东、河北等10亿元+级大市场有望平稳发展，浙江等市场有成长潜力。

分红回报良好。2025年拟现金分红80.03亿元，分红率65.35%、同比+4.96pct，对应股息率3.8%。承诺2025-2027年每年现金分红总额不低于当年归母净利润的65%。

盈利预测与投资建议：我们调整2026-2027年盈利预测并新增2028年盈利预测，预计公司2026-2028年摊薄EPS分别为10.07/10.55/11.17元/股，当前股价对应PE为13.6/13.0/12.3x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，消费恢复不及预期，行业竞争加剧，产品结构升级和省外市场拓展不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,011	38,718	39,462	40,992	43,162
增长率 yoy (%)	12.8	7.5	1.9	3.9	5.3
归母净利润(百万元)	12,243	12,246	12,283	12,872	13,625
增长率 yoy (%)	17.3	0.0	0.3	4.8	5.9
EPS 最新摊薄(元/股)	10.04	10.04	10.07	10.55	11.17
净资产收益率(%)	35.2	30.9	28.0	26.6	25.7
P/E(倍)	13.6	13.6	13.6	13.0	12.3
P/B(倍)	4.8	4.2	3.8	3.5	3.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年04月22日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	白酒 II
前次评级	买入
04月22日收盘价(元)	136.91
总市值(百万元)	167,025.30
总股本(百万股)	1,219.96
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	5.26

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 李依琳

执业证书编号: S0680524080001

邮箱: liyilin@gszq.com

相关研究

- 《山西汾酒(600809.SH): 保持相对优势, 经营底牌充足》 2025-10-31
- 《山西汾酒(600809.SH): 求稳前行》 2025-08-29
- 《山西汾酒(600809.SH): 业绩稳健, 势能向上》 2025-04-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	44034	45911	50597	54380	59205
现金	6285	9767	12874	15321	19712
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	33	36	37	38	40
预付账款	99	182	151	157	165
存货	13270	14392	15051	15631	16452
其他流动资产	24347	21534	22484	23233	22836
非流动资产	9461	10413	11066	11608	11961
长期投资	96	119	131	143	156
固定资产	2855	3250	3726	4124	4405
无形资产	1226	1202	1180	1158	1135
其他非流动资产	5285	5842	6028	6184	6265
资产总计	53495	56323	61663	65988	71166
流动负债	17963	16049	17105	16939	17356
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4587	4218	4279	4444	4677
其他流动负债	13377	11832	12826	12495	12679
非流动负债	328	140	140	140	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	328	140	140	140	140
负债合计	18291	16189	17245	17079	17497
少数股东权益	451	501	529	559	599
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	32702	37555	41811	46271	50992
归属母公司股东权益	34754	39633	43889	48349	53070
负债和股东权益	53495	56323	61663	65988	71166

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12172	9014	12139	11752	14009
净利润	12253	12295	12310	12902	13665
折旧摊销	584	620	634	647	673
财务费用	34	13	0	0	0
投资损失	-324	-290	-296	-307	-323
营运资金变动	-347	-3685	-524	-1502	-17
其他经营现金流	-27	60	13	11	12
投资活动现金流	-3929	2201	-1005	-894	-713
资本支出	-635	-1193	-1269	-1175	-1026
长期投资	-3660	2940	-10	-11	-12
其他投资现金流	366	453	273	292	325
筹资活动现金流	-5734	-7762	-8027	-8412	-8904
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5734	-7762	-8027	-8412	-8904
现金净增加额	2510	3452	3107	2446	4391

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	36011	38718	39462	40992	43162
营业成本	8570	9737	10183	10575	11131
营业税金及附加	5933	6916	7048	7301	7666
营业费用	3726	4102	4341	4489	4705
管理费用	1447	1453	1500	1537	1597
研发费用	148	174	197	184	173
财务费用	-10	-20	-176	-232	-276
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
其他收益	11	14	14	15	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	324	290	296	307	323
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	16539	16661	16679	17459	18506
营业外收入	4	7	5	5	6
营业外支出	14	18	19	17	18
利润总额	16529	16650	16665	17448	18494
所得税	4276	4355	4355	4545	4829
净利润	12253	12295	12310	12902	13665
少数股东损益	10	49	28	30	39
归属母公司净利润	12243	12246	12283	12872	13625
EBITDA	16789	16971	17124	17863	18891
EPS (元/股)	10.04	10.04	10.07	10.55	11.17

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	12.8	7.5	1.9	3.9	5.3
营业利润(%)	16.3	0.7	0.1	4.7	6.0
归属母公司净利润(%)	17.3	0.0	0.3	4.8	5.9
获利能力					
毛利率(%)	76.2	74.9	74.2	74.2	74.2
净利率(%)	34.0	31.6	31.1	31.4	31.6
ROE(%)	35.2	30.9	28.0	26.6	25.7
ROIC(%)	33.6	29.9	27.3	25.9	25.0
偿债能力					
资产负债率(%)	34.2	28.7	28.0	25.9	24.6
净负债比率(%)	-16.3	-23.8	-28.5	-30.9	-36.4
流动比率	2.5	2.9	3.0	3.2	3.4
速动比率	0.4	0.7	0.9	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	235067.5	449993.8	312685.2	375508.6	874614.4
应付账款周转率	2.8	2.8	3.1	3.1	3.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	10.04	10.04	10.07	10.55	11.17
每股经营现金流(最新摊薄)	9.98	7.39	9.95	9.63	11.48
每股净资产(最新摊薄)	28.49	32.49	35.98	39.63	43.50
估值比率					
P/E	13.6	13.6	13.6	13.0	12.3
P/B	4.8	4.2	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	13.0	11.8	9.0	8.5	7.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com