

山西汾酒 (600809.SH)

强烈推荐 (维持)

十四五稳健收官，分红方案保障投资者回报

公司发布 2025 年年报，2025 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 387.18/122.46/122.53 亿元，同比+7.5%/+0.0%/+0.1%，十四五稳健收官，三年分红方案分红率不低于 65%。玻汾高增带动吨价下行，省内调整去库存，省外稳步拓展。动销好于行业，持续推进全国化拓展。

□ 十四五稳健收官，三年分红方案分红率不低于 65%。2025 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 387.18/122.46/122.53 亿元，同比+7.5%/+0.0%/+0.1%，实现全年维度正增长。单 Q4 实现营业收入 57.9 亿元，同比+24.5%；归母净利润 8.4 亿元，同比-5.7%。公司拟每 10 股派发现金红利 65.70 元(含税)，全年分红总额 80.0 亿元，分红率 65.3%，同比提升 5.0pct，对应股息率 4.8%，公司公告三年分红方案、25-27 年分红率不低于 65%、重视投资者回报。截至报告期末，合同负债 70.1 亿元，同比-19.2%，环比 Q3 增加 12.3 亿元。2025 年全年销售收现 354.6 亿元，同比-3.2%；经营性现金流净额 90.1 亿元，同比-26.0%，现金流及合同负债表现承压。

□ 玻汾高增带动吨价下行，省内调整去库存省外稳步拓展。分产品看，2025 年汾酒/其他酒类收入分别 374.4/11.5 亿元，同比+7.7%/+3.1%，预计青花中位数增长、老白汾持平、巴拿马双位数下滑、玻汾增长 20%。汾酒销量同比+21.8%至 25.0 万千升，吨价 15.0 万元，同比-11.6%。分区域看，省内/省外收入分别 133.9/252.0 亿元，同比-0.8%/+12.6%，省外市场稳步拓展持续扩张、长江以南核心市场实现显著增长，省内调整去库为主。报告期末经销商总数 4455 个，全年净减少 98 个，其中省内减少 2 个，省外减少 96 个，渠道优化持续进行。

□ 结构下移毛利承压，费用投入平稳。公司 2025 年酒类毛利率 74.9%，同比-1.4pct，其中汾酒/其他酒类毛利率分别 75.7%/51.6%，同比-1.4pct/-0.6pct，结构下移拖累毛利率。税金及附加率 17.9%，同比+1.4pct。销售/管理费用率分别 10.6%/3.8%，同比+0.2pct/-0.3pct。销售净利率 31.8%，同比-2.3pct。单 Q4 毛利率 67.8%，同比-9.6pct；销售/管理费用率 13.9%/8.5%，同比-3.7pct/-1.1pct；净利率 14.6%，同比-4.6pct。Q4 利润大幅下滑产品结构下移。

□ 动销好于行业，持续推进全国化拓展。春节期间汾酒动销好于行业、玻汾预计正增、青 20 预计略有下滑，Q1 不硬性要求经销商完成任务，预计开启调整，当前渠道库存 2.5-3 月处于可控范围。公司 26 年不设具体增长目标，提出全国市场精耕细作，构建全国市场四级网络，堡垒市场 (20 亿)、重点市场 (10 亿)、县级样板市场 (亿元) 乡镇精品市场 (千万元)。

□ 投资建议：分红保障下限，关注出清后成长性的延续，继续“强烈推荐”。汾酒全国化仍存空间，预计渠道调整结束后仍具备成长性，考虑到公司强大的品牌和独特的香型，凭借竞争优势有望在调整期提升市场占有率。关注出清进展，以及公司被低估后的价值回归。我们下调 26-28 年 EPS 预测 8.62、9.41、10.24 元，分红方案筑牢安全边际，维持“强烈推荐”评级

□ 风险提示：省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。

消费品/食品饮料

目标估值：NA

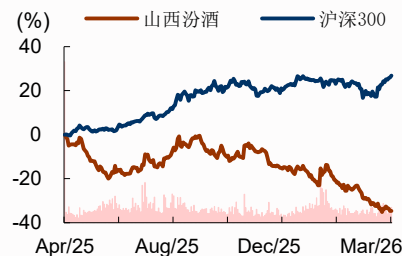
当前股价：136.91 元

基础数据

总股本 (百万股)	1220
已上市流通股 (百万股)	1220
总市值 (十亿元)	167.0
流通市值 (十亿元)	167.0
每股净资产 (MRQ)	31.8
ROE (TTM)	31.7
资产负债率	28.0%
主要股东 山西杏花村汾酒集团有限责	
主要股东持股比例	56.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-28	-35
相对表现	-17	-32	-62



相关报告

- 《山西汾酒 (600809) 一十四五顺利收官，品牌上升势能不改》 2025-12-04
- 《山西汾酒 (600809) 一收入维持增长，省外持续抢占大商资源》 2025-10-31
- 《山西汾酒 (600809) 一经营韧性凸显，经销商结构调整》 2025-08-29

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

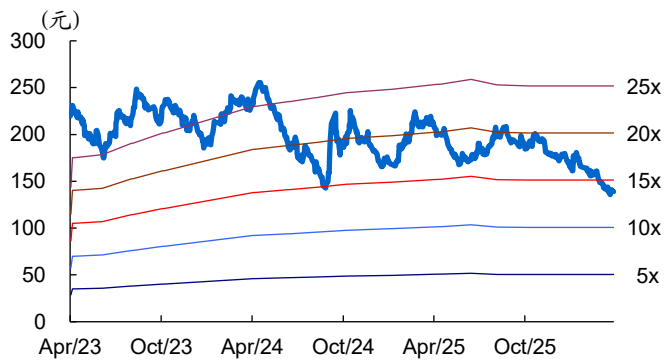
✉ liucheng5@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	36011	38718	34033	36095	39343
同比增长	13%	8%	-12%	6%	9%
营业利润(百万元)	16539	16661	14231	15376	16747
同比增长	16%	1%	-15%	8%	9%
归母净利润(百万元)	12243	12246	10517	11475	12493
同比增长	17%	0%	-14%	9%	9%
每股收益(元)	10.04	10.04	8.62	9.41	10.24
PE	13.6	13.6	15.9	14.6	13.4
PB	4.8	4.2	4.0	3.6	3.2

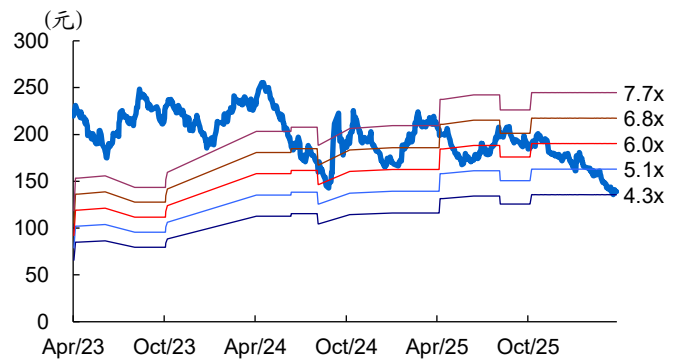
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 山西汾酒历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 山西汾酒历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《山西汾酒（600809）—十四五顺利收官，品牌上升势能不改》2025-12-04
- 2、《山西汾酒（600809）—收入维持增长，省外持续抢占大商资源》2025-10-31
- 3、《山西汾酒（600809）—经营韧性凸显，经销商结构调整》2025-08-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	44034	45911	51869	56876	62613
现金	6285	9767	20834	24441	27781
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	33	36	32	33	37
存货	13270	14392	12927	13230	13898
其他	24446	21716	18076	19172	20897
非流动资产	9461	10413	10664	10899	11121
长期股权投资	96	119	119	119	119
固定资产	2853	3250	3630	3981	4306
无形资产商誉	1226	1202	1082	974	876
其他	5287	5842	5833	5826	5820
资产总计	53495	56323	62532	67776	73734
流动负债	17963	16049	19635	20182	21042
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他	17963	16049	19635	20182	21042
长期负债	328	140	140	140	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他	328	140	140	140	140
负债合计	18291	16189	19775	20322	21182
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积金	704	704	704	704	704
留存收益	32830	37709	40332	45029	50126
少数股东权益	451	501	501	501	501
归属于母公司所有者权益	34754	39633	42256	46953	52050
负债及权益合计	53495	56323	62532	67776	73734

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12172	9014	19336	10516	10834
净利润	12253	12295	10517	11475	12493
折旧摊销	235	268	373	388	402
财务费用	(10)	(20)	(117)	(181)	(209)
投资收益	(324)	(290)	(321)	(313)	(317)
营运资金变动	11	(3328)	8885	(853)	(1536)
其它	8	88	(2)	0	0
投资活动现金流	(3929)	2201	(303)	(312)	(307)
资本支出	(638)	(1194)	(624)	(624)	(624)
其他投资	(3291)	3395	321	313	317
筹资活动现金流	(5734)	(7762)	(7965)	(6597)	(7187)
借款变动	(71)	(982)	(189)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	(0)	0	0	0
股利分配	(5331)	(6612)	(7893)	(6778)	(7396)
其他	(337)	(168)	117	181	209
现金净增加额	2510	3452	11067	3607	3340

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	36011	38718	34033	36095	39343
营业成本	8570	9737	9057	9606	10470
营业税金及附加	5933	6916	6079	6411	6988
营业费用	3726	4102	3639	3715	4050
管理费用	1447	1453	1311	1318	1437
研发费用	148	174	153	162	177
财务费用	(10)	(20)	(117)	(181)	(209)
资产减值损失	7	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	11	14	14	14	14
投资收益	324	290	307	299	303
营业利润	16539	16661	14231	15376	16747
营业外收入	4	7	7	7	7
营业外支出	14	18	18	18	18
利润总额	16529	16650	14220	15364	16736
所得税	4276	4355	3703	3890	4243
少数股东损益	10	49	0	0	0
归属于母公司净利润	12243	12246	10517	11475	12493

主要财务比率

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	13%	8%	-12%	6%	9%
营业利润	16%	1%	-15%	8%	9%
归母净利润	17%	0%	-14%	9%	9%
获利能力					
毛利率	76.2%	74.9%	73.4%	73.4%	73.4%
净利率	34.0%	31.6%	30.9%	31.8%	31.8%
ROE	39.1%	32.9%	25.7%	25.7%	25.2%
ROIC	34.2%	30.3%	24.2%	23.8%	23.3%
偿债能力					
资产负债率	34.2%	28.7%	31.6%	30.0%	28.7%
净负债比率	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.9	2.6	2.8	3.0
速动比率	1.7	2.0	2.0	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	235068.	449994.	652478.	4664601	4726486
应付账款周转率	-	-	-	-	-
每股资料(元)					
EPS	10.04	10.04	8.62	9.41	10.24
每股经营净现金	9.98	7.39	15.85	8.62	8.88
每股净资产	28.49	32.49	34.64	38.49	42.67
每股股利	5.42	6.47	5.56	6.06	6.60
估值比率					
PE	13.6	13.6	15.9	14.6	13.4
PB	4.8	4.2	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	10.5	10.2	12.1	11.2	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。