

公司研究

25年平稳收官，加大分红回报

——山西汾酒（600809.SH）2025年年报点评

要点

事件：山西汾酒发布 2025 年年报，公司 25 年总营收 387.18 亿元，同比增长 7.52%，归母净利润 122.46 亿元，同比增长 0.03%，其中 25Q4 总营收 57.94 亿元，同比增长 24.51%，归母净利润 8.42 亿元，同比下滑 5.72%。公司拟每股派发现金红利 6.56 元（含税），现金分红总额 80 亿元，对应 25 年分红比例 65%。公司同时发布《2025-2027 年股东分红回报规划》，2025-27 年度每年度现金分红比例不低于 65%。

销量驱动增长，产品结构有所下移。 1) 分产品，25 年汾酒/其他酒类收入分别为 374.41/11.51 亿元，同比+7.72%/+3.09%，增长主要来自销量驱动，25 年汾酒/其他酒类销量同比+21.83%/+24.07%，产品结构调整下均价有所承压。公司“一体两翼”品牌矩阵根基稳固，青花 20、玻汾作为百亿级产品地位继续夯实，杏花村酒发力宴席场景与大众消费，竹叶青酒深耕细分市场。2) 分区域，25 年省内/省外收入 133.91/252.02 亿元，同比-0.81%/+12.64%，省内市场主动释放压力，收入端基本持平。省外收入保持增长态势，公司全国化布局持续深化，长江以南核心市场实现显著增长。截至 25 年末省内/省外经销商 803/3652 家，较 24 年末净减 32/66 家。3) 25Q4 汾酒/其他酒类收入 52.7/5.0 亿元，同比+23%/+45%，省内/省外收入 23.9/33.9 亿元，同比+49%/+12%，竹叶青酒、杏花村酒等大众产品 25Q4 收入同比大幅增长，省内市场经过二三季度调整、Q4 收入亦明显恢复。

毛利率受产品结构影响，净利率有所承压。 1) 25 年毛利率 74.85%、同比-1.35pct，产品结构调整下毛利率有所承压，其中 25Q4 毛利率同比下滑 9.59pct。25 年税金及附加项占营收比重 17.86%、同比+1.45pct，销售费用率 10.59%、同比+0.59pct，管理及研发费用率 4.20%、同比+0.92pct。综合看 25 年净利率 31.76%、同比-2.27pct。2) 25 年销售收现 354.57 亿元、同比下滑 3.15%。截至 25 年末合同负债 70 亿元，环比增加 12.3/同比减少 16.7 亿元。

盈利预测、估值与评级：考虑需求恢复节奏有待观察，我们下调 2026-27 年归母净利润预测为 122.68/131.52 亿元（较前次预测下调 6.7%/6.6%），新增 28 年归母净利润预测为 141.13 亿元，折合 2026-28 年 EPS 为 10.06/10.78/11.57 元，当前股价对应 P/E 为 14/13/12 倍。公司 26 年或继续强化市场秩序管控，增强经营质量，报表压力有望继续释放。《股东分红回报规划》保障公司长期投资者利益，当前估值水平处于低位，股息率角度具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：白酒动销恢复不及预期，省外扩张较慢，老白汾等表现不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	36,011	38,718	38,854	41,416	44,182
营业收入增长率	12.79%	7.52%	0.35%	6.59%	6.68%
净利润（百万元）	12,243	12,246	12,268	13,152	14,113
净利润增长率	17.29%	0.03%	0.18%	7.20%	7.31%
EPS（元）	10.04	10.04	10.06	10.78	11.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	35.23%	30.90%	27.95%	26.80%	25.83%
P/E	14	14	14	13	12
P/B	4.8	4.2	3.8	3.4	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-22

买入（维持）

当前价：136.91 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005
021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.20
总市值(亿元):	1670.25
一年最低/最高(元):	135.00/215.49
近 3 月换手率:	32.07%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.73	-15.37	-58.71
绝对	-4.39	-13.58	-32.32

资料来源：Wind

相关研报

延续平稳增长，省外继续扩张——山西汾酒（600809.SH）2025 年三季报点评（2025-11-02）

Q2 报表稳健，全国化布局稳步推进——山西汾酒（600809.SH）2025 年中报点评（2025-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	36,011	38,718	38,854	41,416	44,182
营业成本	8,570	9,737	9,937	10,514	11,135
折旧和摊销	230	263	316	353	388
税金及附加	5,933	6,916	6,800	7,248	7,732
销售费用	3,726	4,102	4,080	4,328	4,595
管理费用	1,447	1,453	1,458	1,554	1,635
研发费用	148	174	155	166	177
财务费用	-10	-20	0	-15	-13
投资收益	324	290	200	200	200
营业利润	16,539	16,661	16,637	17,833	19,134
利润总额	16,529	16,650	16,627	17,823	19,124
所得税	4,276	4,355	4,349	4,661	5,002
净利润	12,253	12,295	12,278	13,162	14,123
少数股东损益	10	49	10	10	10
归属母公司净利润	12,243	12,246	12,268	13,152	14,113
EPS(元)	10.04	10.04	10.06	10.78	11.57

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12,172	9,014	12,187	12,721	13,889
净利润	12,243	12,246	12,268	13,152	14,113
折旧摊销	230	263	316	353	388
净营运资金增加	5,389	950	248	5,489	3,723
其他	-5,690	-4,446	-645	-6,273	-4,334
投资活动产生现金流	-3,929	2,201	-400	-350	-350
净资本支出	-635	-1,193	-600	-550	-550
长期投资变化	96	119	0	0	0
其他资产变化	-3,389	3,275	200	200	200
融资活动现金流	-5,734	-7,762	-8,012	-7,966	-8,542
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	15	-171	-9	0	0
无息负债变化	2,455	-1,931	97	499	538
净现金流	2,510	3,452	3,776	4,405	4,998

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	76.2%	74.9%	74.4%	74.6%	74.8%
EBITDA 率	45.6%	42.9%	43.1%	43.4%	43.7%
EBIT 率	45.0%	42.2%	42.3%	42.5%	42.8%
税前净利润率	45.9%	43.0%	42.8%	43.0%	43.3%
归母净利润率	34.0%	31.6%	31.6%	31.8%	31.9%
ROA	22.9%	21.8%	20.2%	19.8%	19.5%
ROE (摊薄)	35.2%	30.9%	27.9%	26.8%	25.8%
经营性 ROIC	30.0%	28.7%	28.5%	27.0%	26.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	34%	29%	27%	25%	24%
流动比率	2.45	2.86	3.10	3.33	3.58
速动比率	1.71	1.96	2.19	2.40	2.62
归母权益/有息债务	96.53	209.64	243.88	272.61	303.48
有形资产/有息债务	137.95	278.11	315.93	347.35	381.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	53,495	56,323	60,686	66,366	72,471
货币资金	6,285	9,767	13,543	17,947	22,945
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	33	36	39	41	44
存货	13,270	14,392	14,688	15,541	16,459
其他流动资产	22,756	21,534	21,534	21,534	21,534
流动资产合计	44,034	45,911	49,989	55,472	61,415
其他权益工具	7	7	7	7	7
长期股权投资	96	119	119	119	119
固定资产	2,853	3,250	3,796	4,228	4,567
在建工程	2,025	2,879	2,503	2,203	1,962
无形资产	1,226	1,202	1,277	1,301	1,325
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	103	200	200	200	200
非流动资产合计	9,461	10,413	10,697	10,894	11,056
总负债	18,291	16,189	16,277	16,775	17,313
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,846	3,229	3,295	3,486	3,692
应付票据	740	989	1,009	1,068	1,131
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	483	307	309	361	416
流动负债合计	17,963	16,049	16,135	16,634	17,172
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	142	132	132	132	132
非流动负债合计	328	140	141	141	141
股东权益	35,204	40,134	44,410	49,591	55,158
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
公积金	1,262	1,262	1,314	1,314	1,314
未分配利润	32,144	36,997	41,211	46,381	51,939
归属母公司权益	34,754	39,633	43,899	49,069	54,627
少数股东权益	451	501	511	521	531

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	10.35%	10.59%	10.50%	10.45%	10.40%
管理费用率	4.02%	3.75%	3.75%	3.75%	3.70%
财务费用率	-0.03%	-0.05%	-	-0.04%	-0.03%
研发费用率	0.41%	0.45%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税率	26%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	6.06	6.56	6.54	7.01	7.52
每股经营现金流	9.98	7.39	9.99	10.43	11.39
每股净资产	28.49	32.49	35.98	40.22	44.78
每股销售收入	29.52	31.74	31.85	33.95	36.22

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	14	14	14	13	12
PB	4.8	4.2	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	10.5	10.2	9.9	9.3	8.5
股息率	4.4%	4.8%	4.8%	5.1%	5.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼