

证券研究报告

公司研究

点评报告

山西汾酒 (600809. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

山西汾酒 (600809. SH): 巩固基础, 稳步发展 2025. 08. 31

山西汾酒 (600809. SH): 积极应对压力, 保持秩序稳定 2024. 08. 28

山西汾酒 (600809. SH): 健康跨越 300 亿, 营销加码谋新局 2024. 04. 26

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

稳定压倒一切, 分红提振回报

2026 年 04 月 23 日

事件: 公司公告, 2025 年实现营收 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%。

点评:

- **四季度营收增长突出, 盈利受产品结构影响承压。**25Q4 公司实现营收 57.94 亿元, 同比+24.51%; 归母净利润 8.42 亿元, 同比-5.72%。分产品看, 汾酒/其他酒分别收入 52.70/5.04 亿元, 同比+23.3%/+45.1% (全年收入同比+7.7%/+3.1%, 量同比+21.8%/+24.1%, 价同比-11.6%/-16.9%)。一方面, 公司四季度上市多款文创产品, 赋能文化价值表达, 另一方面, 低价位产品加快放量抢占市场份额, 导致四季度毛利率同比-9.59pct 至 67.77% (全年同比-1.35pct 至 74.85%)。叠加四季度营业税金率同比+1.01pct、销售费用率同比-3.65pct、管理费用率同比-1.06pct, 公司归母净利率同比-4.66pct 至 14.53% (全年同比-2.37pct 至 31.63%)。
- **省内全年规模平稳, 省外延续增长势头。**25Q4 公司省内外收入分别为 23.86/33.89 亿元, 同比+49.03%/+12.14%, 主要系三季度省内延缓发货、消化库存, 四季度补发 (全年同比-0.81%/+12.64%, 省外收入占比同比+2.9pct 至 65.3%)。截至 2025 年末, 公司汾酒经销商省内外分别有 560/2926 家, 其中省内保持基本稳定, 省外新增 208 家/减少 137 家; 其他酒经销商省内外分别有 243/726 家, 其中省内新增 79 家/减少 114 家, 省外新增 336 家/减少 473 家, 均有优化调整。
- **增加承兑汇票使用, 影响经营净现金流。**2025 年, 公司销售收现 354.57 亿元, 同比减少 3.15%; 经营净现金流 90.14 亿元, 同比减少 25.95%, 主要系缓解渠道回款压力, 给予经销商承兑汇票打款政策, 导致现金收款减少。截至 2025 年末, 公司合同负债 70.07 亿元, 同比减少 16.66 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为, 公司低价位产品具有较强市场竞争力, 受行业调整冲击较小, 且清香型适合开拓多口味酒饮赛道, 适应多样化消费需求。在保持市场份额优势的基础上, 公司也提出 25-27 年分红率不低于 65%, 股东回报可观。我们预计公司 2025-2027 年摊薄每股收益分别为 10.08 元、10.50 元、11.03 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观环境不确定性风险; 行业竞争加剧风险

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	36,011	38,718	38,740	40,342	42,422
增长率 YoY %	12.8%	7.5%	0.1%	4.1%	5.2%
归属母公司净利润 (百万元)	12,243	12,246	12,302	12,805	13,462
增长率 YoY%	17.3%	0.0%	0.5%	4.1%	5.1%
毛利率%	76.2%	74.9%	74.3%	74.2%	74.2%
净资产收益率ROE%	35.2%	30.9%	28.0%	26.5%	25.4%
EPS(摊薄)(元)	10.04	10.04	10.08	10.50	11.03
市盈率 P/E(倍)	18.36	17.10	14.12	13.56	12.90
市净率 P/B(倍)	6.47	5.29	3.96	3.60	3.28

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	44,034	45,911	50,184	55,517	61,267	
货币资金	6,285	9,767	13,583	18,178	23,280	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	0	0	0	0	0	
预付账款	99	182	149	156	164	
存货	13,270	14,392	15,004	15,654	16,188	
其他	24,380	21,570	21,448	21,530	21,636	
非流动资产	9,461	10,413	10,207	9,978	9,729	
长期股权投资	96	119	119	119	119	
固定资产	2,855	3,250	3,560	3,748	3,837	
无形资产	1,226	1,202	1,182	1,162	1,142	
其他	5,285	5,842	5,346	4,949	4,632	
资产总计	53,495	56,323	60,391	65,495	70,997	
流动负债	17,963	16,049	15,828	16,488	17,337	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	740	989	955	996	1,049	
应付账款	3,846	3,229	3,274	3,415	3,597	
其他	13,377	11,832	11,599	12,076	12,690	
非流动负债	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	18,291	16,189	15,968	16,628	17,477	
少数股东权益	451	501	538	577	617	
归属母公司股东权益	34,754	39,633	43,885	48,291	52,903	
负债和股东权益	53,495	56,323	60,391	65,495	70,997	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	36,011	38,718	38,740	40,342	42,422	
同比(%)	12.8%	7.5%	0.1%	4.1%	5.2%	
归属母公司净利润	12,243	12,246	12,302	12,805	13,462	
同比	17.3%	0.0%	0.5%	4.1%	5.1%	
毛利率(%)	76.2%	74.9%	74.3%	74.2%	74.2%	
ROE%	35.2%	30.9%	28.0%	26.5%	25.4%	
EPS(摊薄)(元)	10.04	10.04	10.08	10.50	11.03	
P/E	18.36	17.10	14.12	13.56	12.90	
P/B	6.47	5.29	3.96	3.60	3.28	
EV/EBITDA	13.04	11.78	9.60	8.96	8.25	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	36,011	38,718	38,740	40,342	42,422	
营业成本	8,570	9,737	9,958	10,388	10,942	
营业税金及附加	5,933	6,916	6,779	7,060	7,424	
销售费用	3,726	4,102	4,068	4,236	4,454	
管理费用	1,447	1,453	1,433	1,493	1,570	
研发费用	148	174	174	182	191	
财务费用	-10	-20	-35	-47	-62	
减值损失合计	7	0	0	0	0	
投资净收益	324	290	310	323	339	
其他	11	14	12	12	13	
营业利润	16,539	16,661	16,684	17,366	18,255	
营业外收支	-10	-11	-9	-9	-9	
利润总额	16,529	16,650	16,675	17,357	18,246	
所得税	4,276	4,355	4,335	4,513	4,744	
净利润	12,253	12,295	12,339	12,844	13,502	
少数股东损益	10	49	37	39	41	
归属母公司净利润	12,243	12,246	12,302	12,805	13,462	
EBITDA	16,789	16,971	16,693	17,372	18,250	
EPS(当年)(元)	10.04	10.04	10.08	10.50	11.03	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	12,172	9,014	11,725	12,842	13,781	
净利润	12,253	12,295	12,339	12,844	13,502	
折旧摊销	584	620	366	389	409	
财务费用	34	13	0	0	0	
投资损失	-324	-290	-310	-323	-339	
营运资金变动	-347	-3,685	-680	-77	200	
其它	-27	60	9	9	9	
投资活动现金流	-3,929	2,201	141	154	170	
资本支出	-635	-1,193	-169	-169	-169	
长期投资	-3,660	2,940	0	0	0	
其他	366	453	310	323	339	
筹资活动现金流	-5,734	-7,762	-8,050	-8,400	-8,850	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-5,349	-7,393	-8,050	-8,400	-8,850	
现金流净增加额	2,510	3,452	3,816	4,596	5,101	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等），深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。