



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月23日

基础数据

04月22日收盘价(元)	136.91
总市值(亿元)	1,670.25
总股本(亿股)	12.20

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】山西汾酒: 基本面优于行业, 报表步入出清-2026.04.14

【兴证食饮】山西汾酒: 韧性彰显, 笃行致远-2025.11.04

【兴证食饮】山西汾酒: 经营底盘坚实, 中长期行稳致远-2025.08.29

分析师: 沈昊

S0190525010006  
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 金含

S0190521080003  
jinhan@xyzq.com.cn

分析师: 汪润

S0190524060004  
wangrun22@xyzq.com.cn

山西汾酒(600809.SH)

全年强势收官, 分红如期提升

投资要点:

- **事件:** 公司公告 2025 年年报, 2025 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 387.18/122.46/122.53 亿元, 同比+7.52%/+0.03%/+0.06%, 其中 25Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 57.94/8.42/8.42 亿元, 同比+24.51%/-5.72%/-5.84%。
- **全年收入韧性增长, Q4 省内结构性补位。**分产品来看, 2025 年汾酒/其他酒类营收分别同比+7.72%/+3.09%, 预计全年青花系列稳健增长、玻汾增速更快、老白汾表现稳健, 其中 25Q4 汾酒/其他酒类营收分别同比+23.27%/+45.14%。分地区来看, 2025 年省内/省外营收分别同比-0.81%/+12.64%, 巴拿马控货下省内节奏慢于整体, 省外表现较好预计与部分优质经销商加入、产品有增量需求有关, 截至 2025 年末省外汾酒经销商较年初净增 71 家; 其中 25Q4 省内/省外营收分别同比+49.03%/+12.14%, 预计省内经历去库调节后, 聚焦核心单品和终点终端进行结构性补货, 省外增商增量趋势延续。
- **毛利率承压、税金扰动, 拖累盈利能力。**2025 年归母净利率同比-2.37pct 至 31.63%, 毛利率下滑叠加税金扰动拖累盈利能力。具体来看, 2025 年毛利率同比-1.35pct 至 74.85%, 受场景修复节奏影响, 产品结构略有承压, 同时预计货折亦有增加, 影响毛利率; 2025 年税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率为 17.86%/10.59%/3.75%/0.45%/-0.05%, 同比+1.39/+0.25/-0.27/+0.04/-0.02pct, 费用投放较为平稳, 但税金增加拖累利润。25Q4 归母净利率同比-4.66pct 至 14.53%, 毛利率显著下滑拖累盈利能力, 25Q4 毛利率同比-9.59pct 至 67.77%, 推测产品结构下移、费用兑现方式结构性调整拖累毛利率; 25Q4 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率为 26.12%/13.95%/8.51%/0.89%/-0.14%, 同比+1.01/-3.65/-1.06/-0.10/-0.19pct, 销售费率下降预计与春节错期下部分费用投入节奏差异有关。此外, 25Q4 末合同负债余额 70.07 亿元, 同比-16.66 亿元, 环比+12.26 亿元; 2025 年收现 354.57 亿元, 同比-3.15%, 其中 25Q4 收现 63.82 亿元, 同比-1.11%, 收现略弱于营收表现。
- **分红比例如期提升, 绝对收益维度配置价值凸显。**根据 2025 年度利润分配预案, 公司全年现金分红总额 80.03 亿元, 分红率提升至 65.35% (2023、2024 年分红率分别为 51.07%、60.39%), 对应股息率 4.8%, 配置价值彰显; 同时公司公告 2025-2027 年度股东分红回报规划, 计划 2025-2027 年度, 公司每年度现金分红总额不低于当年归属于上市公司股东净利润的 65%, 未来仍有提升空间。
- **短期出清在即, 中长期动能积蓄。**短期来看, 公司基本面和景气度依然是行业之中质地最优之一, 且 2026 年以来务实去库稳价, 春节未强制开门红, 预期回款进度同比略慢, 为渠道充分释压, 预计 26Q1 起报表端步入出清节奏。中长期来看, 目前公司基本形成青花 26+30、青花 20、老白汾、玻汾四大产品线, 叠加匹配合理的资源投入和愈加专业化的组织运营, 未来有望四轮驱动规模稳健增长, 同时公司持续夯实山西及环山西市场根据地的同时, 聚焦以长三角、珠三角等潜力区域为代表的长江以南市场, 全面完善全国化布局, 中长期成长动能充足。
- **盈利预测与投资建议:** 根据最新公告调整盈利预测, 预计 2026-2028 年营收分别为 366.50/392.25/427.03 亿元, 归母净利润分别为 116.04/124.91/138.68 亿元, 以 2026 年 4 月 22 日收盘价计算, 对应 PE 为 14.4/13.4/12.0 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动影响消费; 全国化拓展不及预期; 食品安全风险。

**主要财务指标**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	38718	36650	39225	42703
同比增长	7.5%	-5.3%	7.0%	8.9%
归母净利润（百万元）	12246	11604	12491	13868
同比增长	0.0%	-5.2%	7.6%	11.0%
毛利率	74.9%	74.6%	74.9%	75.3%
ROE	30.9%	26.6%	26.0%	26.3%
每股收益（元）	10.04	9.51	10.24	11.37
市盈率	13.6	14.4	13.4	12.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>45911</b>	<b>50629</b>	<b>55901</b>	<b>62101</b>
货币资金	9767	14443	18205	22611
交易性金融资产	0	300	550	800
应收票据及应收账款	0	0	0	0
预付款项	182	152	168	178
存货	14392	13946	14746	15789
其他	21570	21788	22232	22723
<b>非流动资产</b>	<b>10413</b>	<b>10637</b>	<b>10855</b>	<b>10972</b>
长期股权投资	119	121	123	125
固定资产	3250	3913	4326	4608
在建工程	2879	2543	2275	2060
无形资产	1202	1216	1227	1236
商誉	0	0	0	0
其他	2962	2844	2904	2944
<b>资产总计</b>	<b>56323</b>	<b>61265</b>	<b>66756</b>	<b>73073</b>
<b>流动负债</b>	<b>16049</b>	<b>16736</b>	<b>17658</b>	<b>18926</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4218	4278	4572	4828
其他	11832	12458	13085	14098
<b>非流动负债</b>	<b>140</b>	<b>340</b>	<b>540</b>	<b>740</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	140	340	540	740
<b>负债合计</b>	<b>16189</b>	<b>17076</b>	<b>18198</b>	<b>19665</b>
股本	1220	1220	1220	1220
未分配利润	36997	39277	41732	44457
少数股东权益	501	535	577	621
<b>股东权益合计</b>	<b>40134</b>	<b>44189</b>	<b>48558</b>	<b>53408</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>56323</b>	<b>61265</b>	<b>66756</b>	<b>73073</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	12246	11604	12491	13868
折旧和摊销	620	628	535	635
营运资金的变动	-3685	945	-339	-276
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>9014</b>	<b>12907</b>	<b>12462</b>	<b>14015</b>
资本支出	-1193	-860	-760	-760
长期投资	2940	-303	-253	-253
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>2201</b>	<b>-820</b>	<b>-672</b>	<b>-641</b>
债权融资	0	200	200	200
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-7762</b>	<b>-7411</b>	<b>-8027</b>	<b>-8968</b>
现金净变动	3452	4676	3763	4406

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>38718</b>	<b>36650</b>	<b>39225</b>	<b>42703</b>
营业成本	9737	9299	9826	10550
税金及附加	6916	6450	6904	7430
销售费用	4102	3958	4236	4527
管理费用	1453	1429	1530	1580
研发费用	174	165	177	192
财务费用	-20	-48	-49	-38
投资收益	290	343	340	372
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>16661</b>	<b>15758</b>	<b>16962</b>	<b>18835</b>
营业外收支	-11	-10	-10	-10
<b>利润总额</b>	<b>16650</b>	<b>15748</b>	<b>16952</b>	<b>18825</b>
所得税	4355	4109	4421	4912
净利润	12295	11638	12532	13912
少数股东损益	49	34	41	44
<b>归属母公司净利润</b>	<b>12246</b>	<b>11604</b>	<b>12491</b>	<b>13868</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>10.04</b>	<b>9.51</b>	<b>10.24</b>	<b>11.37</b>

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	7.5%	-5.3%	7.0%	8.9%
营业利润增长率	0.7%	-5.4%	7.6%	11.0%
归母净利润增长率	0.0%	-5.2%	7.6%	11.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	74.9%	74.6%	74.9%	75.3%
归母净利率	31.6%	31.7%	31.8%	32.5%
ROE	30.9%	26.6%	26.0%	26.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.7%	27.9%	27.3%	26.9%
流动比率	2.86	3.03	3.17	3.28
速动比率	0.74	1.00	1.18	1.36
<b>营运能力</b>				
资产周转率	70.5%	62.3%	61.3%	61.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	10.04	9.51	10.24	11.37
每股经营现金	7.39	10.58	10.21	11.49
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	13.6	14.4	13.4	12.0
PB	4.2	3.8	3.5	3.2

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn