

# 稳健经营显韧性，全国化与高分红双轮驱动

山西汾酒 (600809.SH)

## 核心观点

2025 年公司营收 387.18 亿元 (+7.52%)，归母净利润 122.46 亿元 (+0.03%)；25Q4 营收 57.94 亿元 (+24.51%)，净利润 8.42 亿元 (-5.72%)。分拆来看，核心汾酒收入稳健，省外收入占比超 65%，经销商渠道持续扩张。全年毛利率 74.95%，期间费用率 14.74%；Q4 盈利短期承压，毛利率、净利率同比回落。公司拟每 10 股派 65.6 元，分红率 65.35%，并承诺 2025-2027 年分红不低于净利润 65%。看好清香赛道红利，全国化与产品升级驱动长期增长。

## 事件

### 公司发布 2025 年年度报告。

全年公司实现营业收入 387.18 亿元，同比增长 7.52%；归母净利润 122.46 亿元，同比微增 0.03%；扣非净利润 122.53 亿元，同比增长 0.06%。单 25Q4 实现营业收入 57.94 亿元，同比大增 24.51%；归母净利润 8.42 亿元，同比下降 5.72%。

## 简评

2025 年，山西汾酒在行业调整期保持营收稳健增长、利润基本持平，单季四季度收入显著回暖、利润阶段性承压。全年公司实现营业收入 387.18 亿元，同比增长 7.52%；归母净利润 122.46 亿元，同比微增 0.03%；扣非净利润 122.53 亿元，同比增长 0.06%。单 25Q4 实现营业收入 57.94 亿元，同比大增 24.51%；归母净利润 8.42 亿元，同比下降 5.72%，利润端受毛利率下滑与费用投放影响短期走弱。

分产品、区域与渠道看，结构持续优化、全国化稳步推进。产品方面，核心汾酒产品收入 374.41 亿元，同比增长 7.72%，占总营收近 97%；竹叶青、杏花村等其他酒类收入 11.51 亿元，同比增长 3.09%。区域方面，省外市场成核心增量，实现收入 252.02 亿元，同比增长 12.64%，占比升至 65.30%；省内市场收入 133.91 亿元，同比微降 0.81%。经销商方面，年末总计 4553 家，全年净增 74 家，其中汾酒省内净增 3 家、省外净增 71 家，省外渠道网络持续完善。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100003

发布日期：2026 年 04 月 23 日

当前股价：136.91 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.02/-14.79	-18.01/-17.75	-36.29/-61.04
12 月最高/最低价 (元)	217.95/135.75	
总股本 (万股)	121,996.42	
流通 A 股 (万股)	121,996.42	
总市值 (亿元)	1,670.25	
流通市值 (亿元)	1,670.25	
近 3 月日均成交量 (万)	659.62	
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	
	56.65%	

## 股价表现



## 相关研究报告

【中信建投白酒 II】山西汾酒(600809):  
25.06.12 山西汾酒:清香白酒龙头,进可攻退可守

盈利能力方面，全年毛利率、净利率小幅回落，Q4 盈利指标阶段性承压；费用率全年可控、单季有所波动。全年毛利率 74.95%，同比下降 1.35 个百分点；全年期间费用率 14.74%（期间费用 57.08 亿元），其中销售费用率 10.59%（销售费用 41.02 亿元），同比提升 0.23 个百分点，管理费用率 3.81%、研发费用率 0.22%、财务费用率 0.12%，整体费用投放稳健。全年净利率 31.63%，同比下降 2.37 个百分点。单 25Q4 毛利率 67.77%，同比下降 9.59 个百分点；期间费用率 18.47%，同比上升 2.36 个百分点；净利率 14.59%，同比下降 4.58 个百分点，主要系季度促销让利、成本结算与费用集中投放所致。

股东回报力度强劲，长期分红承诺明确。2025 年拟每 10 股派现 65.60 元（含税），合计派现 80.03 亿元，现金分红占归母净利润比例 65.35%。公司发布《2025-2027 年股东分红回报规划》，承诺未来三年每年现金分红总额不低于当年归母净利润的 65%，叠加低资产负债率（29.6%）与充裕现金流，股东回报持续性强。

展望未来，公司增长动能充足、前景乐观。短期省内库存逐步出清、结构升级推进，省外全国化 2.0 深化，长江以南、华东等市场拓展空间广阔；青花系列、玻汾双百亿产品势能稳固，竹叶青、杏花村差异化补位，产品矩阵协同发力。中长期看，清香型白酒热度提升，公司作为清香龙头，品牌、产能与渠道优势显著，叠加数字化赋能与精细化运营，市场份额有望持续提升；同时财务健康、分红稳定，将稳步巩固行业第一方阵地位，长期增长确定性强。

**盈利预测：下调公司盈利预测。**预计 2026-2028 年公司实现收入 378/400/438 亿元，同比增长-2%/6%/10%；实现归母净利润 123/130/143 亿元，同比增长 0%/6%/10%。对应 PE 为 14/13/12X，维持“买入”评级。

**风险提示：省外市场扩张不及预期。**山西汾酒在省外市场基础相对薄弱，市场开拓所需投入较大，且名酒全国化进程不断加速，市场竞争激烈，省外市场扩张存在一定不确定性，需要及时跟踪观察。

**省内竞争加剧。**虽然在山西本地酒相对省外品牌较为强势，但省内白酒品牌较多，各企业也在积极布局中高端价格带，内部竞争也较为激烈。

**食品安全风险等。**近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

表 1:盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,010.99	38,718.26	37,782.22	39,972.54	43,842.11
YoY(%)	12.79	7.52	-2.42	5.80	9.68
净利润(百万元)	12,242.88	12,246.33	12,257.03	13,002.69	14,291.56
YoY(%)	17.29	0.03	0.09	6.08	9.91
毛利率(%)	76.20	74.85	75.16	75.21	75.28
销售净利率(%)	34.00	31.63	32.44	32.53	32.60
ROE(%)	35.23	30.90	23.62	20.04	18.05
EPS(摊薄/元)	10.04	10.04	10.05	10.66	11.71
P/E(倍)	13.64	13.64	13.63	12.85	11.69
P/B(倍)	4.81	4.21	3.22	2.57	2.11

资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

### 刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所 有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk