

山西汾酒 (600809.SH)

2025 年收入稳健增长、利润持平，年度现金分红率提升

核心观点

2025 年净利润同比持平，现金分红率提升至 65%。2025 年公司实现营业总收入 387.2 亿元/同比+7.5%，归母净利润 122.5 亿元/同比持平；其中 2025Q4 收入 57.9 亿元/同比+24.5%，归母净利润 8.4 亿元/同比-5.7%。公司发布股东分红回报规划，2025-27 年公司年度现金分红总额不低于当年归母净利润的 65%。

2025 年收入稳健增长，预计第四季度发货节奏有所加快。分产品看，2025 年汾酒产品收入 374.41 亿元/同比+7.7%，其中销量+21.8%/吨价-11.6%；公司灵活调整产品结构应对外部需求冲击，我们预计全年玻汾增速最快（收入占比提升拖累吨价表现），青花系列预计稳健增长、其中青花 20 增速较快，中腰部产品预计全年前高后低、受场景和需求下滑影响较大。2025 年其他酒类收入 11.51 亿元/同比+3.1%。分区域看，2025 年省内收入 133.91 亿元/同比-0.8%/占比 34.7%，省外收入 252.02 亿元/同比+12.6%/占比 65.3%；预计 2025 年省内受需求下滑+库存较高降速调整，省外市场仍能通过产品周转优势+渠道利润推力汇量，收入占比至历史最高。2025Q4 看，汾酒收入 52.70 亿元/同比+23.3%，其他酒类 25Q4 收入 5.04 亿元/同比+45.1%，我们预计公司在双节库存去化后，适当加快发货节奏，其中省内渠道韧性更强，25Q4 省内/省外收入 23.85/33.89 亿元，同比+49.03%/+12.14%。

2025 年净利率有所承压，年末合同负债环比增加。2025 年毛利率 74.9%/同比-1.35pcts，汾酒受产品结构沉降影响毛利率同比-1.40pcts；税金及附加/销售费用/管理费用率分别 17.9%/10.6%/3.8%，同比+1.38/+0.24/-0.27pcts。2025Q4 毛利率同比-9.59pcts 至 67.8%，销售费用率同比-3.65pcts 至 13.9%，主因产品结构变动带来的投放方式改变，24Q4 青花系列收入占比及市场营销费用投入均较高，25Q4 综合毛销差下降 5.9pcts；25Q4 税金及附加/管理费用率分别 26.1%/8.5%，同比+1.01/-1.06pcts，净利率同比-4.66pcts 至 14.5%。2025 年销售收现 354.6 亿元/同比-3.1%，经营性现金流量净额 90.1 亿元/同比-26.0%。截至 25 年末合同负债 70.1 亿元/环比+12.26 亿元。

投资建议：根据年报经营计划，2026 年公司坚持“稳健压倒一切”的经营基调，公司产品势能较好，预计市场动销表现好于行业平均，有望深化全国化 2.0 布局和推动年轻化补充增量；但 26H1 客观上仍存在场景和需求压力，预计全年公司将逐步释放经营压力。略下调此前收入及净利润预测并引入 2028 年预测，预计 2026-2028 年公司收入 370.1/383.1/413.6 亿元，同比-4.4%/+3.5%/+8.0%（前值 26/27 年 376.2/412.9 亿元）；预计归母净利润 112.1/117.3/132.3 亿元，同比-8.4%/+4.6%/+12.8%（前值 26/27 年 124.7/138.6 亿元）；当前股价对应 26/27 年 14.9/14.2 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,011	38,718	37,014	38,310	41,358
(+/-%)	12.8%	7.5%	-4.4%	3.5%	8.0%
净利润(百万元)	12243	12246	11215	11729	13234
(+/-%)	17.3%	0.0%	-8.4%	4.6%	12.8%
每股收益(元)	10.04	10.04	9.19	9.61	10.85
EBIT Margin	44.9%	42.2%	39.3%	39.6%	41.4%
净资产收益率 (ROE)	35.2%	30.9%	25.4%	24.0%	24.8%
市盈率 (PE)	13.6	13.6	14.9	14.2	12.6
EV/EBITDA	11.3	11.0	12.4	11.9	10.6
市净率 (PB)	4.81	4.21	3.79	3.42	3.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	136.91 元
总市值/流通市值	167025/167025 百万元
52 周最高价/最低价	220.00/135.00 元
近 3 个月日均成交额	1048.61 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《山西汾酒 (600809.SH) - 2025Q3 收入同比+4%，经营节奏稳健》——2025-10-31

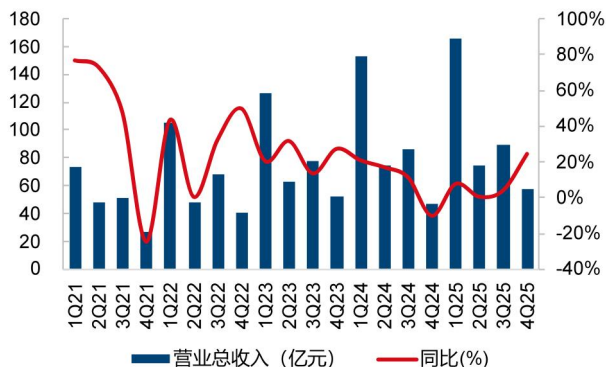
《山西汾酒 (600809.SH) - 2025H1 收入同比+5.4%，2025Q2 毛利率略有承压》——2025-08-29

《山西汾酒 (600809.SH) - 2025 年目标收入保持稳健增长，腰部产品发力》——2025-04-30

《山西汾酒 (600809.SH) - 第三季度产品结构环比改善，销售收现表现较好》——2024-11-01

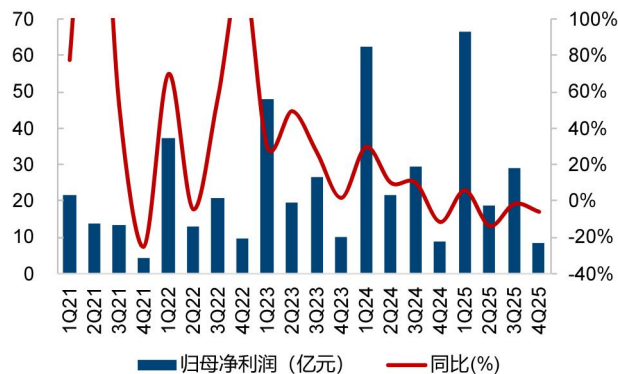
《山西汾酒 (600809.SH) - 第二季度归母净利润同比增长 10%，青花系列主动控速》——2024-08-28

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



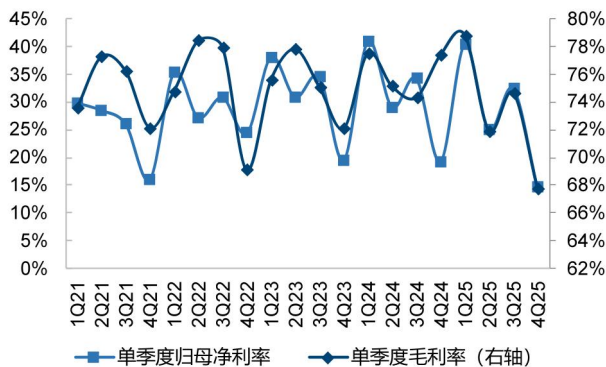
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



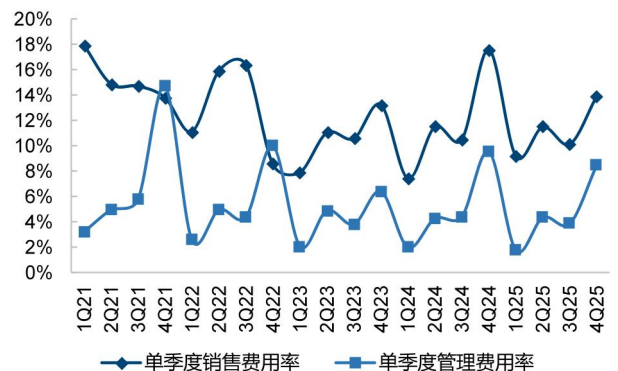
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 山西汾酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	38,718	37,619	41,286	37,014	38,310	-1.6%	-7.2%
收入同比增速%	7.5%	-2.8%	9.7%	-4.4%	3.5%	-1.56pcts	-6.25pcts
毛利率%	74.9%	75.6%	76.1%	73.6%	73.2%	-2.05pcts	-2.91pcts
销售费用率%	74.9%	11.8%	11.7%	11.8%	11.5%	0pcts	-0.2pcts
管理费用率%	3.7%	3.9%	3.8%	4.0%	4.0%	0.1pcts	0.2pcts
归母净利润 (百万元)	12,246	12,467	13,862	11,215	11,729	-10.0%	-15.4%
归母净利润同比增速%	0.0%	1.8%	11.2%	-8.4%	4.6%	-10.22pcts	-6.6pcts
净利率%	31.6%	33.1%	33.6%	30.3%	30.6%	-2.84pcts	-2.96pcts
EPS (元)	10.04	10.22	11.36	9.19	9.61	-10.0%	-15.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2026/4/22	2026/4/22		2025A/E	2026E	2025A/E	2026E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,410	17,651	823.2	897.0	21.4	19.7	
000858.SZ	五粮液	优于大市	101	3,906	257.0	263.7	15.2	14.8	
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	100	1,475	117.8	121.2	12.5	12.2	
600809.SH	山西汾酒	优于大市	137	1,670	122.5	112.1	13.6	14.9	

002304.SZ	洋河股份	中性	49	744	36.9	41.6	20.2	17.9
000799.SZ	酒鬼酒	中性	43	140	0.1	0.8	969.0	173.9
600702.SH	舍得酒业	优于大市	46	152	2.2	3.8	68.2	40.3
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	33	159	4.5	5.2	35.8	30.9
603369.SH	今世缘	优于大市	105	555	44.2	47.0	12.6	11.8
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	26	320	27.5	29.0	11.6	11.0
603589.SH	口子窖	中性	35	284	19.9	21.2	14.3	13.4
603919.SH	金徽酒	优于大市	24	146	6.7	9.8	21.6	14.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除山西汾酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6285	9767	11369	15363	18494	营业收入	36011	38718	37014	38310	41358
应收款项	33	36	34	36	38	营业成本	8570	9737	9773	10279	10914
存货净额	13270	14392	16926	17083	17182	营业税金及附加	5933	6916	6700	6743	7114
其他流动资产	22855	21716	25170	26051	28123	销售费用	3726	4102	4368	4406	4549
流动资产合计	44034	45911	53500	58533	63838	管理费用	1447	1453	1529	1580	1537
固定资产	4880	6130	5881	6058	6359	研发费用	148	174	111	115	124
无形资产及其他	1226	1202	1192	1185	1182	财务费用	(10)	(20)	(207)	(267)	(339)
投资性房地产	3260	2962	2962	2962	2962	投资收益	324	290	371	371	371
长期股权投资	96	119	132	144	157	资产减值及公允价值变动	2	1	0	0	0
资产总计	53495	56323	63667	68882	74497	其他收入	(132)	(162)	(111)	(115)	(124)
短期借款及交易性金融负债	360	189	0	0	0	营业利润	16539	16661	15113	15826	17830
应付款项	4587	4218	3528	3633	3847	营业外净收支	(10)	(11)	0	(20)	(20)
其他流动负债	13017	11642	15361	15760	16512	利润总额	16529	16650	15113	15806	17810
流动负债合计	17963	16049	18889	19394	20359	所得税费用	4276	4355	3854	4031	4524
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	10	49	44	46	52
其他长期负债	328	140	140	140	140	归属于母公司净利润	12243	12246	11215	11729	13234
长期负债合计	328	140	140	140	140	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	18291	16189	19029	19534	20499	净利润	12243	12246	11215	11729	13234
少数股东权益	451	501	519	538	556	资产减值准备	2	(1)	1	0	0
股东权益	34754	39633	44119	48811	53442	折旧摊销	230	263	425	493	525
负债和股东权益总计	53495	56323	63667	68882	74497	公允价值变动损失	(2)	(1)	0	0	0
						财务费用	(10)	(20)	(207)	(267)	(339)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(789)	(1617)	(2957)	(534)	(1209)
每股收益	10.04	10.04	9.19	9.61	10.85	其它	4	20	17	18	18
每股红利	4.38	6.06	5.51	5.77	7.05	经营活动现金流	11688	10910	8700	11706	12568
每股净资产	28.49	32.49	36.16	40.00	43.80	资本开支	0	(1481)	(167)	(662)	(823)
ROIC	38.6%	32.7%	28.9%	31.3%	33.9%	其它投资现金流	(1540)	1591	0	0	0
ROE	35.2%	30.9%	25.4%	24.0%	24.8%	投资活动现金流	(1542)	86	(180)	(675)	(835)
毛利率	76.20%	74.85%	73.60%	73.17%	73.61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	45%	42%	39%	40%	41%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	46%	43%	40%	41%	43%	支付股利、利息	(5349)	(7393)	(6729)	(7037)	(8602)
收入增长	12.8%	7.5%	-4.4%	3.5%	8.0%	其它融资现金流	3062	7272	(189)	0	0
净利润增长率	17.3%	0.0%	-8.4%	4.6%	12.8%	融资活动现金流	(7636)	(7514)	(6918)	(7037)	(8602)
资产负债率	35%	30%	31%	29%	28%	现金净变动	2510	3482	1602	3994	3131
股息率	3.2%	4.4%	4.0%	4.2%	5.2%	货币资金的期初余额	3775	6285	9767	11369	15363
P/E	13.6	13.6	14.9	14.2	12.6	货币资金的期末余额	6285	9767	11369	15363	18494
P/B	4.8	4.2	3.8	3.4	3.1	企业自由现金流	0	9229	8129	10611	11265
EV/EBITDA	11.3	11.0	12.4	11.9	10.6	权益自由现金流	0	16501	8094	10810	11517

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032