

山西汾酒(600809)

报告日期: 2026年04月25日

25Q4 收入略超预期, 发布 25-27 年股东回报计划

——山西汾酒 2025 年年报点评

投资要点

- **事件:** 2025 年公司收入/归母净利润/扣非净利润分别 387.18/122.46/122.53 亿元 (同比+7.52%/+0.03%/+0.06%); 2025Q4 公司收入/归母净利润/扣非净利润分别 57.94/8.42/8.42 亿元 (+24.51%/-5.72%/-5.84%)。2025 年派发现金红利 80.03 亿元, 占当期归母净利润的 65.35%。2025-2027 年度, 公司每年现金分红总额不低于当年归母净利润的 65%。
- **销量驱动增长, 青花/玻汾双位数增长**
2025 年白酒营收 385.93 亿元 (同比+7.58%), 销量 26.91 万千升 (同比+21.98%), 吨价 14.34 万元/千升 (同比-11.81%)。其中汾酒/其他酒类营收分别为 374.41/11.51 亿元, 同比+7.72%/+3.09%; 销量为 25.03/1.88 万千升, 同比+21.83%/+24.07%; 吨价为 14.96/6.14 万千升 (同比-11.58%/-16.91%)。青花 20 与玻汾实现“双百亿”目标及两位数增长; 青花系列持续巩固提升, 高端产品通过适度控量保价实现价值回归, 老白汾作为重要增长极将加速突破。
- **省内略有承压, 省外贡献增量**
分地区: 2025 年省内/省外营收分别为 133.91/252.02 亿元, 同比-0.81%/+12.64%; 长三角、珠三角等潜力区域增势突出, 品牌跨区域渗透与渠道下沉策略落地见效。分渠道: 2025 年批发代理/直销 (含团购) 营收分别为 360.93/25.00 亿元, 同比+7.62%/+6.89%。省内/外经销商数量同比-32/-66 至 803/3652 家, 平均经销商营收同比+3.14%/+14.68%至 1668/690 万元/家。
- **25 年末合同负债环比略升, 盈利端整体平稳**
 - ① 25 年: 25 年毛利率/净利率-1.35/-2.27pct 至 74.85%/31.76%, 净利率下滑主因吨价下行叠加费用率提升: 税金及附加/销售/管理/财务费用率+1.39/+0.25/-0.27/-0.02pct 至 17.86%/10.59%/3.75%/-0.05%。25 年经营性现金流净额为 90.14 亿元, 同比-25.95%; 合同负债 70.07 亿元, 同比/环比-16.66/+12.26 亿元, 环比改善; 销售收现为 354.57 亿元, 同比-3.15%。
 - ② 25Q4: 25Q4 毛利率/净利率-9.59/-4.58pct 至 67.77%/14.59%, 毛销差拖累利润率表现, 其中税金及附加/销售/管理/财务费用率+1.01/-3.65/-1.06/-0.19pct 至 26.12%/13.95%/8.51%/-0.14%; 经营活动产生现金流量净额/销售收现-95.74%/-1.11%至 0.31/63.82 亿元。
- **投资建议**
预计 26Q1 公司将延续出清态势; 26 年目标为坚持“全要素高质量发展”战略指引和“稳健压倒一切”经营基调。我们预计 2026-2028 年收入分别为 388/404/424 亿元, 同比增长持平/4%/5%; 实现归母净利润 123/130/139 亿元, 同比增长持平/5%/7%, 对应 PE 为 14/13/13 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费恢复不及预期; 市场竞争加剧; 市场拓展不及预期。

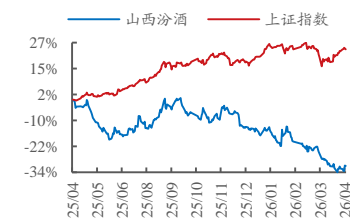
投资评级: 买入(维持)

分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230526010001
 zhangxiaolian01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥ 141.95
 总市值(百万元) 173,173.92
 总股本(百万股) 1,219.96

股票走势图



相关报告

- 1 《经营具备韧性, 关注腰部产品发力》 2025.09.07
- 2 《库存良性发展稳健, 25 年关注新品及腰部产品发力》 2025.05.06
- 3 《行稳致远, 蓄力明年突破 400 亿》 2024.11.04

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	38718.26	38817.21	40366.29	42380.15
(+/-) (%)	7.52%	0.26%	3.99%	4.99%
归母净利润	12246.33	12304.47	12958.41	13854.46
(+/-) (%)	28.93%	0.47%	5.31%	6.91%
每股收益(元)	10.04	10.09	10.62	11.36
P/E	14.14	14.07	13.36	12.50

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	45,911	57,391	69,871	82,462
现金	9,767	20,956	32,743	45,487
交易性金融资产	0	17	6	7
应收账款	0	0	0	0
其它应收款	36	39	38	41
预付账款	182	145	144	161
存货	14,392	14,587	14,431	14,869
其他	21,534	21,647	22,509	21,897
非流动资产	10,413	12,584	13,199	14,284
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	119	103	106	109
固定资产	3,250	4,409	5,399	6,394
无形资产	1,202	1,213	1,179	1,153
在建工程	2,879	2,977	3,152	3,231
其他	2,962	3,882	3,362	3,397
资产总计	56,323	69,974	83,070	96,747
流动负债	16,049	17,106	17,289	17,071
短期借款	0	0	0	0
应付款项	4,218	4,334	4,508	4,474
预收账款	0	0	0	0
其他	11,832	12,772	12,781	12,597
非流动负债	140	381	283	268
长期借款	0	0	0	0
其他	140	381	283	268
负债合计	16,189	17,486	17,572	17,339
少数股东权益	501	550	602	658
归属母公司股东权	39,633	51,938	64,896	78,750
负债和股东权益	56,323	69,974	83,070	96,747

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	38,718	38,817	40,366	42,380
营业成本	9,737	9,737	9,568	9,947
营业税金及附加	6,916	6,933	7,210	7,570
营业费用	4,102	4,115	4,440	4,577
管理费用	1,453	1,475	1,615	1,695
研发费用	174	155	202	212
财务费用	(20)	(217)	(390)	(574)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	290	118	100	100
其他经营收益	14	13	13	13
营业利润	16,661	16,751	17,834	19,066
营业外收支	(11)	(11)	(11)	(11)
利润总额	16,650	16,739	17,822	19,055
所得税	4,355	4,386	4,812	5,145
净利润	12,295	12,354	13,010	13,910
少数股东损益	49	49	52	55
归属母公司净利润	12,246	12,304	12,958	13,854
EBITDA	16,771	16,802	17,796	18,925
EPS (最新摊薄)	10.04	10.09	10.62	11.36

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	7.52%	0.26%	3.99%	4.99%
营业利润	53.24%	0.54%	6.46%	6.91%
归属母公司净利润	51.26%	0.47%	5.31%	6.91%
获利能力				
毛利率	74.85%	74.92%	76.30%	76.53%
净利率	31.76%	31.83%	32.23%	32.82%
ROE	32.51%	26.57%	21.97%	19.12%
ROIC	30.58%	23.22%	19.47%	17.04%

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	9,014	12,826	12,978	13,300
净利润	12,295	12,354	13,010	13,910
折旧摊销	268	282	365	445
财务费用	(20)	(217)	(390)	(574)
投资损失	(290)	(118)	(100)	(100)
营运资金变动	(617)	1,406	(486)	105
其它	(2,622)	(880)	578	(487)
投资活动现金流	2,201	(1,963)	(1,565)	(1,103)
资本支出	(1,250)	(1,504)	(1,494)	(1,482)
长期投资	(23)	15	(3)	(3)
其他	3,473	(474)	(69)	383
筹资活动现金流	(7,762)	326	374	548
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(7,762)	326	374	548
现金净增加额	3,452	11,190	11,786	12,744

偿债能力

资产负债率	28.74%	24.99%	21.15%	17.92%
净负债比率	1.17%	1.70%	1.61%	1.48%
流动比率	2.86	3.36	4.04	4.83
速动比率	1.96	2.50	3.21	3.96

营运能力

总资产周转率	0.71	0.61	0.53	0.47
应收账款周转率	449993.84	310705.23	301373.30	344508.74
应付账款周转率	2.75	2.91	2.70	2.78

每股指标(元)

每股收益	10.04	10.09	10.62	11.36
每股经营现金	7.39	10.51	10.64	10.90
每股净资产	32.49	42.57	53.20	64.55

估值比率

P/E	14.14	14.07	13.36	12.50
P/B	4.37	3.33	2.67	2.20
EV/EBITDA	11.95	9.12	7.95	6.80

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>