



全年稳健收官，高分红提振信心

—— 公司业绩点评

2026年04月24日

核心观点

- 事件：**公司发布公告，2025年实现营收387.2亿元，同比+7.5%；归母净利润122.5亿元，同比+0.03%。25Q4实现营收57.9亿元，同比+24.5%；归母净利润8.4亿元，同比-5.7%。此外，公司规划2025-2027年每年现金分红率不低于65%。
- 全年收入稳健收官，25Q4提速增长。**2025年，公司实现营收387.2亿元，同比+7.5%，在行业整体调整的大背景下逆势实现稳健增长。分产品来看，汾酒同比+7.7%，主品牌韧性较强；其他酒类同比+3.1%，略慢于公司整体但仍有正增长；分渠道来看，批发代理渠道同比+7.6%，对应经销商数量总计4455个（同比-2.2%）；直销、团购、电商渠道同比+6.9%。**2025Q4**，公司实现营收57.9亿元，同比+24.5%，环比明显加速。分产品来看，汾酒同比+23.3%，其他酒类同比+45.1%；分渠道来看，批发代理渠道同比+25.5%，直销、团购、电商渠道同比+18.1%。
- 产品结构调整，利润率阶段性承压。**2025年，公司归母净利率31.6%，同比-2.4pcts。具体拆分来看，毛利率74.9%，同比-1.4pcts，主要受行业价格承压与产品结构影响；销售费用率10.6%，同比+0.3pcts；管理费用率3.8%，同比-0.3pct。**2025Q4**，公司归母净利率14.5%，同比-4.7pcts，下降幅度扩大主要与产品结构调整有关。具体拆分来看，毛利率67.8%，同比-9.6pcts；销售费用率13.9%，同比-3.7pcts；管理费用率8.5%，同比-1.1pcts，费用控制和运营效率出现改善迹象。
- 产品结构完善叠加高股息率，看好公司未来长期表现。**我们认为公司在不同价格带均有强品牌力产品布局，有望满足不同消费场景与价位需求，叠加当前渠道库存相对健康，因此在本轮调整周期中更具韧性。此外，公司规划2025-2027年每年现金分红率不低于65%，当前股价对应股息率约4~5%，长期具备较强吸引力。
- 投资建议：**预计2026~2028年收入分别为383/406/436亿元，分别同比-1.0%/+5.8%/+7.5%，归母净利润分别为120/128/138亿元，分别同比-2.3%/+6.9%/+7.9%，对应PE为15/14/13X，考虑到公司产品结构完善叠加高股息率，看好未来长期表现，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**需求持续下行的风险，批价加速下跌的风险，食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	38,718	38,331	40,554	43,596
收入增长率%	7.52	-1.00	5.80	7.50
归母净利润(百万元)	12,246	11,966	12,792	13,800
利润增长率%	0.03	-2.29	6.90	7.88
摊薄EPS(元)	10.04	9.81	10.49	11.31
PE	14.18	14.52	13.58	12.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

山西汾酒（股票代码：600809）

推荐 维持评级

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

市场数据

2026年04月24日

股票代码	600809
A股收盘价(元)	141.95
上证指数	4,079.90
总股本(万股)	121,996
实际流通A股(万股)	121,996
流通A股市值(亿元)	1,732

相对沪深300表现图

2026年04月24日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】公司点评_山西汾酒_不惧行业周期波动，践行汾酒复兴纲领

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	45,911	49,092	54,297	60,220
现金	9,767	12,459	15,635	19,460
应收账款	0	0	0	0
其它应收款	36	38	38	42
预付账款	182	187	179	180
存货	14,392	14,988	15,903	16,813
其他	21,534	21,419	22,541	23,725
非流动资产	10,413	11,357	12,176	12,910
长期投资	126	126	126	126
固定资产	3,250	5,253	6,646	7,700
无形资产	1,202	1,176	1,150	1,124
其他	5,835	4,801	4,255	3,961
资产总计	56,323	60,449	66,473	73,130
流动负债	16,049	16,169	17,126	18,240
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3,229	3,566	3,996	4,001
其他	12,820	12,602	13,130	14,240
非流动负债	140	138	137	136
长期借款	0	0	0	0
其他	140	138	137	136
负债总计	16,189	16,307	17,263	18,376
少数股东权益	501	549	601	656
归属母公司股东权益	39,633	43,593	48,609	54,098
负债和股东权益	56,323	60,449	66,473	73,130

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	9,014	11,732	12,026	13,193
净利润	12,295	12,015	12,844	13,856
折旧摊销	620	392	484	562
财务费用	13	0	0	0
投资损失	-290	-287	-243	-262
营运资金变动	-3,685	-307	-96	-30
其他	60	-81	-962	-934
投资活动现金流	2,201	-1,031	-1,073	-1,056
资本支出	-1,193	-1,323	-1,322	-1,322
长期投资	2,940	0	0	0
其他	453	292	248	267
筹资活动现金流	-7,762	-7,978	-7,777	-8,313
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-7,762	-7,978	-7,777	-8,313
现金净增加额	3,452	2,723	3,176	3,825

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	38,718	38,331	40,554	43,596
营业成本	9,737	10,004	10,544	11,248
税金及附加	6,916	6,721	7,012	7,656
销售费用	4,102	4,063	4,258	4,534
管理费用	1,453	1,418	1,460	1,526
研发费用	174	172	169	174
财务费用	-20	-29	-32	-38
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	305	303	261	279
营业利润	16,661	16,282	17,403	18,774
营业外收入	7	5	5	6
营业外支出	18	19	17	18
利润总额	16,650	16,269	17,391	18,762
所得税	4,355	4,254	4,548	4,906
净利润	12,295	12,015	12,844	13,856
少数股东损益	49	48	51	55
归属母公司净利润	12,246	11,966	12,792	13,800
EBITDA	17,250	16,632	17,843	19,286
EPS (元)	10.04	9.81	10.49	11.31

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	7.5%	-1.0%	5.8%	7.5%
营业利润增长率	0.7%	-2.3%	6.9%	7.9%
归母净利润增长率	0.0%	-2.3%	6.9%	7.9%
毛利率	74.9%	73.9%	74.0%	74.2%
净利率	31.8%	31.3%	31.7%	31.8%
ROE	30.9%	27.5%	26.3%	25.5%
ROIC	30.4%	27.1%	26.0%	25.2%
资产负债率	28.7%	27.0%	26.0%	25.1%
净资产负债率	40.3%	36.9%	35.1%	33.6%
流动比率	2.86	3.04	3.17	3.30
速动比率	0.74	0.89	1.04	1.19
总资产周转率	0.71	0.66	0.64	0.62
应收账款周转率	449,993.84	309,185.99	304,347.02	348,305.82
应付账款周转率	2.75	2.94	2.79	2.81
每股收益(元)	10.04	9.81	10.49	11.31
每股经营现金流(元)	7.39	9.62	9.86	10.81
每股净资产(元)	32.49	35.73	39.84	44.34
P/E	14.18	14.52	13.58	12.59
P/B	4.38	3.98	3.57	3.21
EV/EBITDA	9.51	9.71	8.87	8.01
PS	4.49	4.53	4.28	3.98

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn