

白酒

山西汾酒（600809.SH）

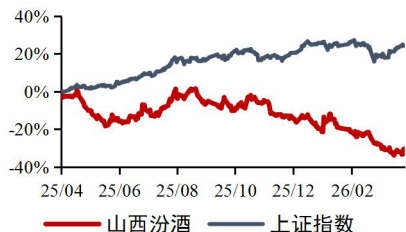
买入-A(维持)

业绩韧性强，全国化与高分红双轮驱动

2026年4月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026年4月24日

收盘价(元/股):	141.95
年内最高/最低(元/股):	214.29/135.00
流通A股/总股本(亿股):	12.20/12.20
流通A股市值(亿元):	1,731.74
总市值(亿元):	1,731.74

基础数据：2025年12月31日

基本每股收益(元/股):	10.04
摊薄每股收益(元/股):	10.04
每股净资产(元/股):	32.90
净资产收益率(%):	30.64

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布公告，公司实现营业收入 387.18 亿元，同比增长 7.52%；归属于上市公司股东的净利润为 122.46 亿元，同比增长 0.03%。

事件点评

➢ **青花 20 和玻汾表现较好，省外两位数增长。**公司 2025 年收入/归母净利润为 387.18 亿元/122.46 亿元，同比+7.52%/0.03%，业绩稳健增长。1) 分产品来看，全年青花 20 和玻汾贡献主要增量。2025 年汾酒/其他酒类分别实现 374.41/11.51 亿元，同比+7.72%/3.09%，预计全年青花系列同比增速为 5%+；腰部产品，老白汾稳健、巴拿马承压；玻汾同比增长 15%+。2) 分区域看，省外增长省外占比超过 65%，省内全年营收同比减少 0.81%，省外营收全年同比增加 12.64%。

➢ **产品结构下移及税金率扰动，影响净利率。**25 年销售净利率 31.76%，同比下降 2.27pct，销售毛利率为 74.85%，同比下降 1.35pct。其中 25Q4 净利率为 14.59%，同比下降 4.58pct，毛利率为 67.77%，同比下降 9.59pct，主要在于 4 季度投放较多的玻汾低端产品。2025 年税金及附加率为 17.86%，同比增加 1.38pct，销售费用率为 10.59%，同比增加 0.24pct，管理费用率为 3.75%，同比减少 0.27pct。

➢ **产品矩阵梯次清晰、高股息护航。**公司产品线丰富，玻汾、腰部产品（老白汾、巴拿马）、青花 20、青花 30 组合产品四轮驱动，根据经济环境变化、公司目标、渠道健康度等，公司主动调控产品系列季度间的节奏。整体看，汾酒具有多个强势大产品，抗风险能力强、渠道利润互为补充，因此，公司通过产品轮动和区域轮动，基本盘稳固逻辑持续演绎。另外承诺 2025-2027 分红率不低于 65%，高股息提供安全边际，低负债、强现金流、抗周期和扩张能力兼备。

投资建议

➢ 2025 公司基本面、经营及报表质量仍旧是白酒公司中相对较好的。2026 年坚持“全要素高质量发展”战略指引和“稳健压倒一切”经营基调，深化全国化 2.0 布局。预计 2026-2028 年公司归母净利润 122.28 亿、132.07 亿、144.50 亿，EPS 分别为 10.02 元、10.83 元、11.84 元，对应当前股价，PE 分别为 14.2 倍、13.1 倍、12.0 倍。维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ 商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,011	38,718	38,769	40,502	42,746
YoY(%)	12.8	7.5	0.1	4.5	5.5
净利润(百万元)	12,243	12,246	12,228	13,207	14,450
YoY(%)	17.3	0.0	-0.2	8.0	9.4
毛利率(%)	76.2	74.9	73.4	74.0	74.8
EPS(摊薄/元)	10.04	10.04	10.02	10.83	11.84
ROE(%)	34.8	30.6	23.4	21.3	19.7
P/E(倍)	14.1	14.1	14.2	13.1	12.0
P/B(倍)	5.0	4.4	3.3	2.8	2.4
净利率(%)	34.0	31.6	31.5	32.6	33.8

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	44034	45911	61468	68328	82950
现金	6285	9767	24895	31549	45672
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
预付账款	99	182	99	195	115
存货	13270	14392	14906	15011	15592
其他流动资产	24380	21570	21567	21573	21571
<b>非流动资产</b>	9461	10413	10350	10475	10528
长期投资	96	119	159	201	246
固定资产	2855	3250	3580	3897	4136
无形资产	1226	1202	1344	1510	1572
其他非流动资产	5285	5842	5268	4867	4573
<b>资产总计</b>	53495	56323	71818	78803	93478
<b>流动负债</b>	17963	16049	19272	16459	19936
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4587	4218	5107	4415	5326
其他流动负债	13377	11832	14165	12044	14610
<b>非流动负债</b>	328	140	140	140	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	328	140	140	140	140
<b>负债合计</b>	18291	16189	19412	16599	20076
少数股东权益	451	501	545	579	619
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	32702	37555	45624	54854	65706
归属母公司股东权益	34754	39633	51861	61625	72784
<b>负债和股东权益</b>	53495	56323	71818	78803	93478

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	12172	9014	14928	9616	16602
净利润	12253	12295	12272	13241	14490
折旧摊销	235	268	289	337	382
财务费用	-10	-20	-254	-575	-911
投资损失	-324	-290	-361	-369	-336
营运资金变动	-347	-3685	2983	-3019	2976
其他经营现金流	365	446	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-3929	2201	135	-93	-99
<b>筹资活动现金流</b>	-5734	-7762	65	-2869	-2380
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	10.04	10.04	10.02	10.83	11.84
每股经营现金流(最新摊薄)	9.98	7.39	12.24	7.88	13.61
每股净资产(最新摊薄)	28.49	32.49	42.51	50.51	59.66

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	36011	38718	38769	40502	42746
营业成本	8570	9737	10313	10531	10772
营业税金及附加	5933	6916	6800	7102	7418
营业费用	3726	4102	4110	4212	4446
管理费用	1447	1453	1473	1539	1624
研发费用	148	174	136	142	150
财务费用	-10	-20	-254	-575	-911
资产减值损失	7	-0	7	3	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	324	290	361	369	336
<b>营业利润</b>	16539	16661	16560	17922	19589
营业外收入	4	7	4	4	4
营业外支出	14	18	15	18	16
<b>利润总额</b>	16529	16650	16550	17909	19577
所得税	4276	4355	4278	4667	5087
<b>税后利润</b>	12253	12295	12272	13241	14490
少数股东损益	10	49	44	34	40
<b>归属母公司净利润</b>	12243	12246	12228	13207	14450
EBITDA	16575	16625	16318	17399	18801

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.8	7.5	0.1	4.5	5.5
营业利润(%)	16.3	0.7	-0.6	8.2	9.3
归属于母公司净利润(%)	17.3	0.0	-0.2	8.0	9.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	76.2	74.9	73.4	74.0	74.8
净利率(%)	34.0	31.6	31.5	32.6	33.8
ROE(%)	34.8	30.6	23.4	21.3	19.7
ROIC(%)	34.2	30.2	22.9	20.4	18.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.2	28.7	27.0	21.1	21.5
流动比率	2.5	2.9	3.2	4.2	4.2
速动比率	0.4	0.6	1.3	1.9	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	235067.5	449993.8	449993.8	449993.8	449993.8
应付账款周转率	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>估值比率</b>					
P/E	14.1	14.1	14.2	13.1	12.0
P/B	5.0	4.4	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	10.1	9.9	9.1	8.2	6.8

资料来源：常闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务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。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

