

食品饮料

2026年04月29日

山西汾酒 (600809)

—— 26Q1 业绩符合预期，现金流表现优异

报告原因：有业绩公布需要点评

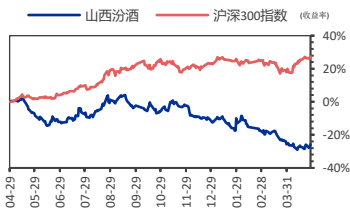
买入 (维持)

市场数据: 2026年04月29日	
收盘价(元)	143.14
一年内最高/最低(元)	214.29/135.00
市净率	4.4
股息率%(分红/股价)	2.52
流通A股市值(百万元)	174,626
上证指数/深证成指	4,107.51/15,120.92

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2026年03月31日	
每股净资产(元)	36.91
资产负债率%	29.26
总股本/流通A股(百万)	1,220/1,220
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com

联系人

王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2026 年一季报, 2026 年一季度实现营业收入 149.2 亿元, 同比下降 9.7%, 归母净利润 53.8 亿元, 同比下降 19.0%。我们在业绩前瞻中预测 26Q1 营收/净利润同比变化-10%/-15%, 公司业绩基本符合预期。合并 25Q4+26Q1, 公司实现营业收入 207.2 亿, 同比下降 2.2%, 归母净利润 62.2 亿, 同比下降 17.5%。
- 投资评级与估值:** 维持盈利预测, 预计公司 26-28 年归母净利润分别 123、135、150 亿, 同比增长 0.4%、10.0%、10.6%, 当前市值对应 PE 估值分别为 14x、13x、12x, 维持买入评级。我们认为, 汾酒拥有强大的品牌基础, 完备的产品矩阵, 且在多个价格带上大单品的竞争优势突出, 在本轮行业下行周期, 汾酒始终维持了相对良性健康的经营质量, 未来若行业重回上行周期, 公司增长潜力仍大。
- 26Q1 白酒业务收入 148.8 亿元, 同比下降 9.7%。分产品看, 26Q1 公司汾酒品牌白酒营收 147.1 亿元, 同比下降 9.24%; 其他品牌白酒营收 1.68 亿元, 同比下降 37.3%。我们预计汾酒品牌中青花增长承压, 玻汾和老白汾仍有增长。当前渠道库存良性, 青花 20 批价稳定在 350 元以上。分区域看, 26Q1 公司省内营收 60.9 亿元, 同比增长 0.06%, 省外营收 87.9 亿元, 同比下滑 15.4%, 占比 59.1%, 同比下滑 4pct。
- 26Q1 公司归母净利率 36.1%, 同比下降 4.2pct, 主因毛利率下滑。26Q1 公司毛利率 75.0%, 同比下降 3.75pct, 主系产品结构下滑所致; 营业税金率 15.2%, 同比提升 1.5pct; 销售费用率 8.9%, 同比下降 0.36pct; 管理费用率(含研发费用) 同比提升 0.42pct 至 2.38%。
- 26Q1 公司经营性现金流净额 82.5 亿元, 同比增长 17.5%, 其中销售商品提供劳务收到的现金 160.2 亿元, 同比增长 16.2%, 增速高于营收增速。26Q1 末合同负债 79.0 亿元, 环比增长 8.97 亿元, 25Q1 末合同负债 58.2 亿元, 环比减少 28.5 亿元。26Q1 应收账款融资 26.5 亿元, 环比增长 5.92 亿, 25Q1 应收账款融资 15.7 亿元, 环比减少 1.93 亿元。
- 股价表现的催化剂:** 需求改善超预期。
- 核心假设风险:** 经济下行影响白酒需求, 食品安全事件。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	38,718	14,923	38,988	42,139	46,363
同比增长率(%)	7.5	-9.7	0.7	8.1	10.0
归母净利润(百万元)	12,246	5,383	12,295	13,525	14,955
同比增长率(%)	0.0	-19.0	0.4	10.0	10.6
每股收益(元/股)	10.04	4.41	10.08	11.09	12.26
毛利率(%)	74.9	75.0	74.7	75.5	75.7
ROE(%)	30.9	12.0	28.0	27.4	26.9
市盈率	14		14	13	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	36,011	38,718	38,988	42,139	46,363
其中：营业收入	36,011	38,718	38,988	42,139	46,363
减：营业成本	8,570	9,737	9,878	10,341	11,270
减：税金及附加	5,933	6,916	6,964	7,527	8,281
主营业务利润	21,508	22,065	22,146	24,271	26,812
减：销售费用	3,726	4,102	3,899	4,214	4,636
减：管理费用	1,447	1,453	1,404	1,517	1,669
减：研发费用	148	174	175	190	232
减：财务费用	-10	-20	-148	-161	-194
经营性利润	16,197	16,356	16,816	18,511	20,469
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	9	1	0	0	0
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-2	-1	0	0	0
加：投资收益及其他	335	304	0	0	0
营业利润	16,539	16,661	16,816	18,513	20,469
加：营业外净收入	-10	-11	5	-8	-8
利润总额	16,529	16,650	16,822	18,505	20,460
减：所得税	4,276	4,355	4,478	4,926	5,446
净利润	12,253	12,295	12,344	13,579	15,014
少数股东损益	10	49	49	54	60
归属于母公司所有者的净利润	12,243	12,246	12,295	13,525	14,955

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。