

## 山西汾酒 (600809.SH)

强烈推荐 (维持)

### 开启调整符合预期，现金流和预收款表现亮眼

消费品/食品饮料  
目标估值: NA  
当前股价: 143.14 元

公司发布《2026 年第一季度报告》，26Q1 公司营收/归母净利润分别为 149.2 亿元/53.8 亿元，同比-9.7%/-19.0%。Q1 公司如期开启出清，业绩表现符合预期，现金流和预收款表现亮眼，与渠道反馈匹配。我们认为，春节已经验证汾酒在动销端依然好于行业，且前期包袱积累相对有限，目前经销商库存已不再增加（3 个月左右），预计 2-3 个季度即可走出调整。展望未来，公司有影响力的品牌和差异化的产品依旧可以支撑其完成全国化扩张，当前南方市场市占率仍有提升空间，看好公司调整后的份额提升前景。

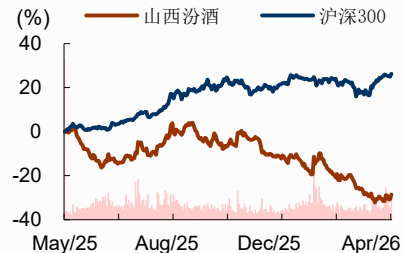
#### 基础数据

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 总股本 (百万股)         | 1220   |
| 已上市流通股 (百万股)      | 1220   |
| 总市值 (十亿元)         | 174.6  |
| 流通市值 (十亿元)        | 174.6  |
| 每股净资产 (MRQ)       | 36.9   |
| ROE (TTM)         | 24.4   |
| 资产负债率             | 29.3%  |
| 主要股东 山西杏花村汾酒集团有限责 |        |
| 主要股东持股比例          | 56.65% |

□ 26Q1 开启调整符合预期，回款质量较高、蓄水池相对充裕。26Q1 公司营收/归母净利润分别为 149.2 亿元/53.8 亿元，同比-9.7%/-19.0%，26Q1 业绩符合预期，公司如期开启出清、主动调整释放渠道压力。26Q1 销售收现/经营活动现金流净额分别为 160.2 亿元/82.5 亿元，同比+16.2%/+17.5%；截至 Q1 末合同负债 79.0 亿元，同比+35.8%，环比 25 年末+12.8%，26Q1 公司回款质量较高、蓄水池相对充裕。渠道反馈 Q1 进度追平去年同期，与报表基本匹配。

#### 股价表现

| %    | 1m  | 6m  | 12m |
|------|-----|-----|-----|
| 绝对表现 | -3  | -24 | -30 |
| 相对表现 | -10 | -25 | -58 |



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 预计整体动销好于行业，省内市场发挥压舱石作用。1) 分产品来看，26Q1 公司汾酒/其他酒类收入分别为 147.1 亿元/1.7 亿元，同比-9.2%/-37.3%。动销端来看，预计 26Q1 玻汾、老白汾有增长，青 20、巴拿马个位数下滑，青 30 承压，整体动销表现好于行业、市场份额逆势提升。2) 分区域来看，26Q1 公司省内/省外收入分别为 60.9 亿元/87.9 亿元，同比持平/-15.4%，省外率先开启调整、省内发挥压舱石作用。经销商方面，Q1 汾酒经销商 3,542 家（净增 56 家），其他酒类经销商 866 家（净减 103 家），汾酒仍在全国化扩张进程。

#### 相关报告

- 1、《山西汾酒 (600809) —十四五稳健收官，分红方案保障投资者回报》 2026-04-23
- 2、《山西汾酒 (600809) —十四五顺利收官，品牌上升势能不改》 2025-12-04
- 3、《山西汾酒 (600809) —收入维持增长，省外持续抢占大商资源》 2025-10-31

□ 产品结构下移与季度税金略增影响盈利，单季度销售费率压降。26Q1 公司毛利率/净利率分别为 75.0%/36.2%，同比-3.8pct/-4.1pct，产品结构下移与季度税金略增影响盈利水平。26Q1 公司主营税金比率/销售/管理费用率分别为 15.2%/8.9%/2.1%，同比+1.5pct/-0.4pct/+0.4pct，销售费率逆势压降体现费用管控力度。

□ 投资建议：开启调整符合预期，现金流和预收款表现亮眼。Q1 公司如期开启出清，业绩表现符合预期，现金流和预收款表现亮眼，与渠道反馈匹配。我们认为，春节已经验证汾酒在动销端依然好于行业，且前期包袱积累相对有限，目前经销商库存已不再增加（3 个月左右），预计 2-3 个季度即可走出调整。展望未来，公司有影响力的品牌和差异化的产品依旧可以支撑其完成全国化扩张，当前南方市场市占率仍有提升空间，看好公司调整后的份额提升前景。结合公司 26Q1 经营情况，我们调整盈利预测，预计 26-28 年归母净利润分别为 105.27 亿元、116.06 亿元、127.84 亿元，对应 26 年 16.6 倍 PE，预计股息率 4%，维持“强烈推荐”评级。

陈书慧 S1090523010003  
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn  
刘成 S1090523070012  
✉ liucheng5@cmschina.com.cn  
朱彦霖 研究助理  
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

□ 风险提示：行业竞争加剧、动销不及预期、渠道拓展不及预期、宏观经济超预期扰动。

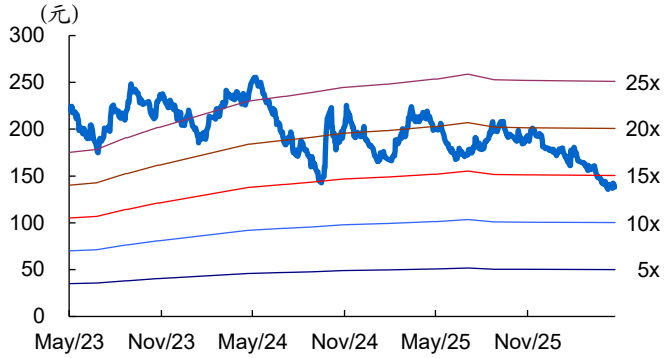
#### 财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------|------|------|-------|-------|-------|
|------|------|------|-------|-------|-------|

|            |       |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 36011 | 38718 | 34648 | 36775 | 40085 |
| 同比增长       | 13%   | 8%    | -11%  | 6%    | 9%    |
| 营业利润(百万元)  | 16539 | 16661 | 14344 | 15658 | 17257 |
| 同比增长       | 16%   | 1%    | -14%  | 9%    | 10%   |
| 归母净利润(百万元) | 12243 | 12246 | 10527 | 11606 | 12784 |
| 同比增长       | 17%   | 0%    | -14%  | 10%   | 10%   |
| 每股收益(元)    | 10.04 | 10.04 | 8.63  | 9.51  | 10.48 |
| PE         | 14.3  | 14.3  | 16.6  | 15.0  | 13.7  |
| PB         | 5.0   | 4.4   | 4.1   | 3.7   | 3.3   |

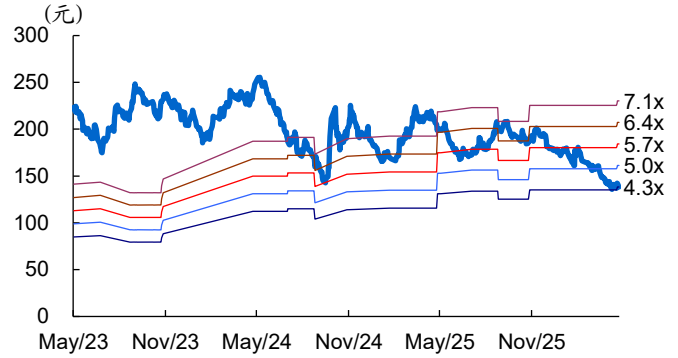
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 山西汾酒历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 山西汾酒历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《山西汾酒（600809）—十四五稳健收官，分红方案保障投资者回报》2026-04-23
- 2、《山西汾酒（600809）—十四五顺利收官，品牌上升势能不改》2025-12-04
- 3、《山西汾酒（600809）—收入维持增长，省外持续抢占大商资源》2025-10-31
- 4、《山西汾酒（600809）—经营韧性凸显，经销商结构调整》2025-08-29
- 5、《山西汾酒（600809）—步伐稳健，势能延续》2025-04-30

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 44034        | 45911        | 52055        | 57096        | 62925        |
| 现金             | 6285         | 9767         | 20514        | 24389        | 28089        |
| 交易性投资          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其它应收款          | 33           | 36           | 32           | 34           | 37           |
| 存货             | 13270        | 14392        | 13106        | 13145        | 13517        |
| 其他             | 24446        | 21716        | 18403        | 19528        | 21282        |
| <b>非流动资产</b>   | 9461         | 10413        | 10664        | 10899        | 11121        |
| 长期股权投资         | 96           | 119          | 119          | 119          | 119          |
| 固定资产           | 2853         | 3250         | 3630         | 3981         | 4306         |
| 无形资产商誉         | 1226         | 1202         | 1082         | 974          | 876          |
| 其他             | 5287         | 5842         | 5833         | 5826         | 5820         |
| <b>资产总计</b>    | <b>53495</b> | <b>56323</b> | <b>62718</b> | <b>67996</b> | <b>74046</b> |
| <b>流动负债</b>    | 17963        | 16049        | 19769        | 20179        | 20874        |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 预收账款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 17963        | 16049        | 19769        | 20179        | 20874        |
| <b>长期负债</b>    | 328          | 140          | 140          | 140          | 140          |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 328          | 140          | 140          | 140          | 140          |
| <b>负债合计</b>    | <b>18291</b> | <b>16189</b> | <b>19909</b> | <b>20319</b> | <b>21014</b> |
| 股本             | 1220         | 1220         | 1220         | 1220         | 1220         |
| 资本公积金          | 704          | 704          | 704          | 704          | 704          |
| 留存收益           | 32830        | 37709        | 40342        | 45163        | 50467        |
| 少数股东权益         | 451          | 501          | 543          | 590          | 641          |
| 归属于母公司所有者权益    | 34754        | 39633        | 42266        | 47087        | 52391        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>53495</b> | <b>56323</b> | <b>62718</b> | <b>67996</b> | <b>74046</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2024        | 2025        | 2026E        | 2027E       | 2028E       |
|----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 12172       | 9014        | 19119        | 10956       | 11476       |
| 净利润            | 12253       | 12295       | 10527        | 11606       | 12784       |
| 折旧摊销           | 235         | 268         | 373          | 388         | 402         |
| 财务费用           | (10)        | (20)        | (22)         | (20)        | (18)        |
| 投资收益           | (324)       | (290)       | (312)        | (308)       | (310)       |
| 营运资金变动         | 11          | (3328)      | 8513         | (756)       | (1434)      |
| 其它             | 8           | 88          | 40           | 46          | 51          |
| <b>投资活动现金流</b> | (3929)      | 2201        | (312)        | (316)       | (314)       |
| 资本支出           | (638)       | (1194)      | (624)        | (624)       | (624)       |
| 其他投资           | (3291)      | 3395        | 312          | 308         | 310         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (5734)      | (7762)      | (8060)       | (6765)      | (7462)      |
| 借款变动           | (71)        | (982)       | (189)        | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 0           | 0           | 0            | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 5           | (0)         | 0            | 0           | 0           |
| 股利分配           | (5331)      | (6612)      | (7893)       | (6785)      | (7480)      |
| 其他             | (337)       | (168)       | 22           | 20          | 18          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2510</b> | <b>3452</b> | <b>10747</b> | <b>3875</b> | <b>3700</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业总收入</b>     | 36011        | 38718        | 34648        | 36775        | 40085        |
| 营业成本             | 8570         | 9737         | 9183         | 9544         | 10184        |
| 营业税金及附加          | 5933         | 6916         | 6362         | 6715         | 7320         |
| 营业费用             | 3726         | 4102         | 3603         | 3677         | 4008         |
| 管理费用             | 1447         | 1453         | 1335         | 1343         | 1464         |
| 研发费用             | 148          | 174          | 156          | 166          | 180          |
| 财务费用             | (10)         | (20)         | (22)         | (20)         | (18)         |
| 资产减值损失           | 7            | (0)          | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他收益             | 11           | 14           | 14           | 14           | 14           |
| 投资收益             | 324          | 290          | 298          | 294          | 296          |
| <b>营业利润</b>      | 16539        | 16661        | 14344        | 15658        | 17257        |
| 营业外收入            | 4            | 7            | 7            | 7            | 7            |
| 营业外支出            | 14           | 18           | 18           | 18           | 18           |
| <b>利润总额</b>      | 16529        | 16650        | 14332        | 15646        | 17245        |
| 所得税              | 4276         | 4355         | 3764         | 3994         | 4410         |
| 少数股东损益           | 10           | 49           | 42           | 46           | 51           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>12243</b> | <b>12246</b> | <b>10527</b> | <b>11606</b> | <b>12784</b> |

主要财务比率

| 单位：百万元         | 2024     | 2025     | 2026E    | 2027E     | 2028E     |
|----------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| <b>年成长率</b>    |          |          |          |           |           |
| 营业总收入          | 13%      | 8%       | -11%     | 6%        | 9%        |
| 营业利润           | 16%      | 1%       | -14%     | 9%        | 10%       |
| 归母净利润          | 17%      | 0%       | -14%     | 10%       | 10%       |
| <b>获利能力</b>    |          |          |          |           |           |
| 毛利率            | 76.2%    | 74.9%    | 73.5%    | 74.0%     | 74.6%     |
| 净利率            | 34.0%    | 31.6%    | 30.4%    | 31.6%     | 31.9%     |
| ROE            | 39.1%    | 32.9%    | 25.7%    | 26.0%     | 25.7%     |
| ROIC           | 34.2%    | 30.3%    | 24.5%    | 24.3%     | 24.0%     |
| <b>偿债能力</b>    |          |          |          |           |           |
| 资产负债率          | 34.2%    | 28.7%    | 31.7%    | 29.9%     | 28.4%     |
| 净负债比率          | 0.7%     | 0.3%     | 0.0%     | 0.0%      | 0.0%      |
| 流动比率           | 2.5      | 2.9      | 2.6      | 2.8       | 3.0       |
| 速动比率           | 1.7      | 2.0      | 2.0      | 2.2       | 2.4       |
| <b>营运能力</b>    |          |          |          |           |           |
| 总资产周转率         | 0.7      | 0.7      | 0.6      | 0.5       | 0.5       |
| 存货周转率          | 0.7      | 0.7      | 0.7      | 0.7       | 0.8       |
| 应收账款周转率        | 235068.0 | 449994.0 | 663415.0 | 4666281.0 | 4726486.0 |
| 应付账款周转率        |          |          |          |           |           |
| <b>每股资料(元)</b> |          |          |          |           |           |
| EPS            | 10.04    | 10.04    | 8.63     | 9.51      | 10.48     |
| 每股经营净现金        | 9.98     | 7.39     | 15.67    | 8.98      | 9.41      |
| 每股净资产          | 28.49    | 32.49    | 34.65    | 38.60     | 42.94     |
| 每股股利           | 5.42     | 6.47     | 5.56     | 6.13      | 6.75      |
| <b>估值比率</b>    |          |          |          |           |           |
| PE             | 14.3     | 14.3     | 16.6     | 15.0      | 13.7      |
| PB             | 5.0      | 4.4      | 4.1      | 3.7       | 3.3       |
| EV/EBITDA      | 10.9     | 10.6     | 12.4     | 11.4      | 10.4      |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。