

# 山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

## Q1 业绩符合预期，节奏微调稳固经营

### 投资要点:

► **事件:** 公司发布 2026 年一季报, 2026 年 Q1 实现营收 149.23 亿元, 同比-9.68%; 归母净利润 53.83 亿元, 同比-19.03%; 扣非归母净利润 53.79 亿元, 同比-19.18%。

► **节奏微调, 优化渠道生态:** 26 年 Q1 分产品看, 主线品牌“汾酒”实现收入 147.13 亿元, 同比-9.24%; “其他酒”收入 1.68 亿元, 同比-37.25%, 相较于 2025 年两者都增长的情况, 26Q1 节奏略有调整, 预计系公司主动调控供给、以实现优化库存、稳定产品价值体系、构建健康可持续的渠道生态的目标。

► **省内营收保持平稳, 省外迈入市场精耕新阶段:** 26 年 Q1 分区域看, 省内实现收入 60.87 亿元, 同比+0.06%; 省外收入 87.94 亿元, 同比-15.41%。对比 2025 年报, 可以看到省内延续“平稳”态势、而省外从增长转向调整, 符合公司当前发展特征, 公司当前正由全国化 1.0 向全国化 2.0 阶段迈进, 省外市场将从“开疆拓土”向“精耕细作”转型, 更需稳扎稳打。

► **毛利率净利率短期有所回落, 费用率总体稳定:** 26 年 Q1 公司销售毛利率 75.05%, 同比-3.75pct, 预计与产品结构下移、中低档产品节奏更稳定有关; 销售净利率 36.21%, 同比-4.07pct, 预计主要受毛利率下降影响。费用率基本稳定: 销售费用率 8.87%, 同比-0.36pct; 管理费用率 2.15%, 同比+0.39pct; 税金及附加率 15.22%, 同比+1.53pct, 预计与季度间税费节奏有一定关系。

► **盈利预测与投资建议:** 我们认为, 公司业绩基本符合预期, 25 年业绩强势收官后, 26Q1 节奏微调稳固经营。2026 年伴随公司“汾享礼遇”和“五码合一”升级改造完成, 代理商、终端、消费者与公司的连接将更加紧密、经营效率会更高。综合考虑白酒消费场景修复节奏及公司自身的经营战略, 我们预计公司 2026 至 2028 年归母净利润分别为 118.87 亿元、123.13 亿元、128.90 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 14.7 倍、14.2 倍、13.5 倍, 维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济恢复不及预期; 政策风险; 食品质量安全风险等

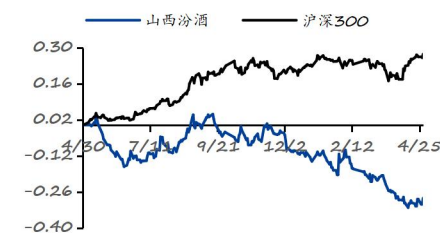
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	36,011	38,718	38,059	39,986	42,003
增长率	13%	8%	-2%	5%	5%
净利润 (百万元)	12,243	12,246	11,887	12,313	12,890
增长率	17%	0%	-3%	4%	5%
EPS (元/股)	10.04	10.04	9.74	10.09	10.57
市盈率 (P/E)	14.3	14.3	14.7	14.2	13.5
市净率 (P/B)	5.0	4.4	4.0	3.6	3.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2026-04-29
收盘价:	143.14 元
总股本/流通股本(百万股)	1,219.96/1,219.96
流通 A 股市值(百万元)	174,625.68
每股净资产(元)	36.91
资产负债率(%)	29.26
一年内最高/最低价(元)	214.29/135.00

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 龚源月(S0210526030001)

分析师: 杨良俊(S0210525040010)  
ylj30774@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、“四轮驱动”护增长, 分红超预期——2026.04.25
- 2、清香龙头持续成长, 四轮驱动迈向全国化 2.0 阶段——2026.04.22

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	9,767	9,883	13,760	16,560	营业收入	38,718	38,059	39,986	42,003
应收票据及账款	0	0	0	0	营业成本	9,737	9,764	10,641	11,173
预付账款	182	145	160	181	税金及附加	6,916	6,813	7,077	7,485
存货	14,392	14,628	16,049	16,702	销售费用	4,102	4,110	4,198	4,368
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,453	1,408	1,439	1,512
其他流动资产	21,570	24,206	25,404	26,160	研发费用	174	190	200	202
流动资产合计	45,911	48,862	55,373	59,603	财务费用	-20	4	68	95
长期股权投资	119	103	106	109	信用减值损失	1	2	4	2
固定资产	3,250	3,406	3,552	3,689	资产减值损失	-1	-1	-2	-1
在建工程	2,879	3,067	3,273	3,498	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	1,202	1,155	1,072	1,003	投资收益	290	330	315	312
商誉	0	0	0	0	其他收益	14	12	12	13
其他非流动资产	2,962	3,890	3,380	3,427	<b>营业利润</b>	<b>16,661</b>	<b>16,113</b>	<b>16,691</b>	<b>17,494</b>
非流动资产合计	10,413	11,621	11,382	11,726	营业外收入	7	5	5	6
<b>资产合计</b>	<b>56,323</b>	<b>60,483</b>	<b>66,755</b>	<b>71,329</b>	营业外支出	18	19	17	18
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>16,650</b>	<b>16,099</b>	<b>16,680</b>	<b>17,482</b>
应付票据及账款	4,218	4,346	5,013	5,026	所得税	4,355	4,186	4,338	4,555
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>12,295</b>	<b>11,913</b>	<b>12,342</b>	<b>12,927</b>
合同负债	7,007	6,683	7,962	7,780	少数股东损益	49	27	29	37
其他应付款	1,242	1,077	1,119	1,146	<b>归属母公司净利润</b>	<b>12,246</b>	<b>11,887</b>	<b>12,313</b>	<b>12,890</b>
其他流动负债	3,583	3,954	3,801	3,900	EPS (按最新股本摊薄)	10.04	9.74	10.09	10.57
流动负债合计	16,049	16,060	17,895	17,852					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	140	381	283	268					
非流动负债合计	140	381	283	268					
<b>负债合计</b>	<b>16,189</b>	<b>16,440</b>	<b>18,178</b>	<b>18,120</b>					
归属母公司所有者权益	39,633	43,515	48,020	52,615					
少数股东权益	501	528	557	594					
<b>所有者权益合计</b>	<b>40,134</b>	<b>44,043</b>	<b>48,577</b>	<b>53,209</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>56,323</b>	<b>60,483</b>	<b>66,755</b>	<b>71,329</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,014</b>	<b>10,516</b>	<b>11,774</b>	<b>11,738</b>
现金收益	12,543	12,291	12,791	13,407
存货影响	-1,121	-236	-1,421	-653
经营性应收影响	-82	38	-13	-20
经营性应付影响	-163	-37	709	40
其他影响	-2,163	-1,540	-293	-1,036
<b>投资活动现金流</b>	<b>2,201</b>	<b>-2,743</b>	<b>93</b>	<b>-508</b>
资本支出	-1,496	-670	-649	-679
股权投资	-23	16	-3	-3
其他长期资产变化	3,720	-2,088	746	175
<b>融资活动现金流</b>	<b>-7,762</b>	<b>-7,657</b>	<b>-7,989</b>	<b>-8,431</b>
借款增加	-171	109	-16	-26
股利及利息支付	-7,393	-7,825	-8,315	-8,442
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-198	59	342	36

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	7.5%	-1.7%	5.1%	5.0%
EBIT 增长率	0.7%	-3.2%	4.0%	4.9%
归母公司净利润增长率	0.0%	-2.9%	3.6%	4.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	74.9%	74.3%	73.4%	73.4%
净利率	31.8%	31.3%	30.9%	30.8%
ROE	30.5%	27.0%	25.3%	24.2%
ROIC	44.5%	41.1%	38.0%	36.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.7%	27.2%	27.2%	25.4%
流动比率	2.9	3.0	3.1	3.3
速动比率	2.0	2.1	2.2	2.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	511	535	519	528
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	10.04	9.74	10.09	10.57
每股经营现金流	7.39	8.62	9.65	9.62
每股净资产	32.49	35.67	39.36	43.13
<b>估值比率</b>				
P/E	14	15	14	14
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	13	13	12	12

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn