

主动控量筑底，清香龙头行稳致远

山西汾酒 (600809.SH)

核心观点

2026 年一季度，白酒行业处于深度调整周期，终端动销偏弱、渠道库存高企、价格体系承压，行业整体呈现“量缩价稳、利润承压”的态势。在此背景下，清香型白酒龙头山西汾酒（600809.SH）发布 2026 年一季度报告，营收 149.23 亿元，同比-9.68%；归母净利润 53.83 亿元，同比-19.03%；扣非净利润 53.79 亿元，同比-19.18%。业绩短期承压并非基本面恶化，而是公司主动控量去库存、坚定稳价顺渠道的战略选择，以短期增速让步换取长期健康发展，核心韧性与龙头地位依旧稳固。

事件

公司发布 2026 年第一季度报告。

2026 年一季度公司实现营收 149.23 亿元，同比 -9.68%；归母净利润 53.83 亿元，同比 -19.03%。

简评

2026 年一季度公司实现营收 149.23 亿元，同比-9.68%；归母净利润 53.83 亿元，同比-19.03%，业绩下滑主因主动控量去库存、理顺渠道价格体系上海证券交易所。产品结构上，汾酒主业收入 147.13 亿元，同比-9.24%，支撑高端化升级；其他酒类收入 1.68 亿元，同比-37.25%。市场结构呈现省内稳、省外调的特征，省内营收 60.87 亿元，同比+0.06%，基本盘稳固；省外营收 87.94 亿元，同比-15.41%，系主动收缩弱势区域、聚焦长三角/珠三角等 12 大核心市场所致，全国化进入精耕阶段。渠道端控量成效显著，渠道库存回归健康区间。

一季度公司毛利率 75.05%，同比-3.75 个百分点，主要系产品结构短期波动及促销力度加大；净利率 36.07%，同比-4.16 个百分点，仍处行业高位。费用端管控稳健，期间费用率 11.02%，同比-0.21 个百分点，其中销售费用率 8.87%（同比-0.36pct）、管理费用率 2.15%（同比+0.39pct），费用投放聚焦渠道秩序维护与高端品牌建设，未出现无序扩张。盈利质量表现优异，经营活动现金流净额 82.54 亿元，同比+17.46%，销售回款 160.22 亿元，同比+16.18%，合同负债环比增加 8.97 亿元至 78.97 亿元，经销商打款意愿强劲，现金流与预收款印证渠道信心充足。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100003

发布日期：2026 年 04 月 30 日

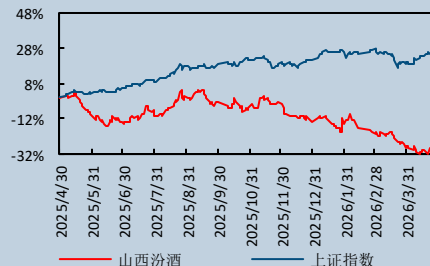
当前股价：143.14 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.58/-8.54	-11.25/-10.20	-31.68/-56.59
12 月最高/最低价 (元)		210.70/135.75
总股本 (万股)		121,996.42
流通 A 股 (万股)		121,996.42
总市值 (亿元)		1,746.26
流通市值 (亿元)		1,746.26
近 3 月日均成交量 (万)		664.94
主要股东		
山西杏花村汾酒集团有限责任公司		56.65%
司		

股价表现



相关研究报告

26.04.23 【中信建投白酒 II】山西汾酒(600809): 稳健经营显韧性,全国化与高分红双轮驱动

展望后续，随着行业进入库存去化尾声、宴席与商务消费场景逐步修复，公司控量稳价的战略成效将持续释放，渠道库存健康后发货与动销有望同步改善。依托清香香型赛道的独特优势、青花大单品的强势号召力以及全国化精耕策略，公司将持续推进高端化升级与品牌年轻化布局中国经济新闻网。中长期看，汾酒作为清香龙头，产品矩阵清晰、渠道韧性强、财务状况稳健，随着行业回暖与自身改革深化，有望实现业绩与估值的双重修复，具备穿越周期的核心竞争力。

盈利预测：维持公司盈利预测。预计 2026-2028 年公司实现收入 378/400/438 亿元，同比增长-2%/6%/10%；实现归母净利润 123/130/143 亿元，同比增长 0%/6%/10%。对应 PE 为 14/13/12X，维持“买入”评级。

风险提示：省外市场扩张不及预期。山西汾酒在省外市场基础相对薄弱，市场开拓所需投入较大，且名酒全国化进程不断加速，市场竞争激烈，省外市场扩张存在一定不确定性，需要及时跟踪观察。

省内竞争加剧。虽然在山西本地酒相对省外品牌较为强势，但省内白酒品牌较多，各企业也在积极布局中高端价格带，内部竞争也较为激烈。

食品安全风险等。近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

表 1:盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,010.99	38,718.26	37,782.22	39,972.54	43,842.11
YoY (%)	12.79	7.52	-2.42	5.80	9.68
净利润(百万元)	12,242.88	12,246.33	12,257.03	13,002.69	14,291.56
YoY (%)	17.29	0.03	0.09	6.08	9.91
毛利率 (%)	76.20	74.85	75.16	75.21	75.28
销售净利率 (%)	34.00	31.63	32.44	32.53	32.60
ROE (%)	35.23	30.90	23.62	20.04	18.05
EPS (摊薄/元)	10.04	10.04	10.05	10.66	11.71
P/E (倍)	14.26	14.26	14.25	13.43	12.22
P/B (倍)	5.02	4.41	3.37	2.69	2.21

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk