

2026年05月04日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 主动出清，可圈可点

## —山西汾酒（600809.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

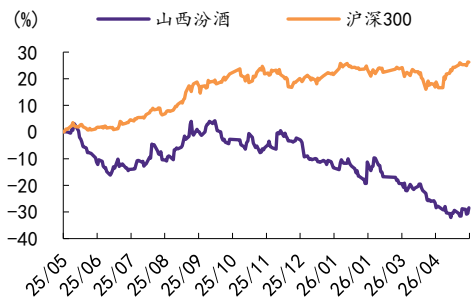
分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

### 基本数据

2026-04-30

当前股价(元)	143.35
总市值(亿元)	1749
总股本(百万股)	1220
流通股本(百万股)	1220
52周价格范围(元)	135.75-210.7
日均成交额(百万元)	1136.01

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《山西汾酒（600809）：业绩稳健韧性尽显，省外市场表现亮眼》2025-11-03
- 2、《山西汾酒（600809）：业绩稳健增长，全国化战略加速推进》2025-08-31
- 3、《山西汾酒（600809）：业绩符合预期，经营整体稳健》2025-05-09

2026年04月29日，山西汾酒发布2025年报和2026年一季度报：2025年总营收387.18亿元（同比+7.52%），归母净利润122.46亿元（同比+0.03%），扣非净利润122.53亿元（同比+0.06%）。其中2025Q4总营收57.94亿元（同比+24.51%），归母净利润8.42亿元（同比-5.72%），扣非净利润8.42亿元（同比-5.84%）。2026Q1总营收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%）。

### 投资要点

#### 费用管控效果明显，全年正增长属实不易

从盈利能力来看，毛利率2025年/2026Q1为74.85%/75.05%，分别同比-1.4pct/-3.8pct，系产品结构变化所致。费用来看，销售费用率2025年/2026Q1为10.59%/8.87%，分别同比+0.2pct/-0.4pct；管理费用率2025年/2026Q1为3.75%/2.15%，分别同比-0.3pct/+0.4pct，费用管控效果明显。综合作用下，净利率2025年/2026Q1为31.76%/36.22%，分别同比-2.3pct/-4.1pct。合同负债2025年末/2026Q1末为70.07/79.04亿元，分别同比-19%/+36%。合同负债环比增加表明公司业绩韧性强，全年业绩实现正增长属实不易。

#### 产品结构较稳定，省外占比超65%

分产品看，2025年汾酒/其他酒产品收入分别同比+7.72%/+3.09%至374.41/11.51亿元。我们预计公司产品结构全年稳定，青花30略有承压，其余产品保持增长。分区域来看，公司2025年省内/省外营收分别为133.91/252.02亿元，分别同比-0.81%/+12.64%，省外占比提升至65.3%。当前公司全国市场精耕细作，构建全国市场四级网络，规划建设20亿元以上级别的堡垒市场，10亿元以上级别的重点市场，亿元以上级别的县级样板市场，千万级别以上的乡镇精品市场，深化全国化2.0布局。

#### 盈利预测

当前行业整体承压下行、存量竞争加剧的背景下，白酒行业市场分化态势持续深化，资源与市场份额加速向优势产区、

名优酒企及头部品牌集中。公司始终保持战略定力与前瞻性，以“聚焦经营创效，深化精益管控；紧盯战略执行，积蓄发展动能；坚持创新驱动，提升科技赋能；强化风险防控，树牢底线思维”为经营方针，构建“汾酒复兴纲领体系”，打造“共创型组织”，推动公司全要素、高质量、又好又快扎根中国酒业第一方阵。根据 2025 年报和 2026 年一季报，我们预计 2026-2028 年 EPS 分别为 9.95/10.65/11.51 元，当前股价对应 PE 分别为 14/14/13 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、产品推广不及预期、渠道拓展不及预期。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	38,718	38,396	40,273	42,778
增长率（%）	7.5%	-0.8%	4.9%	6.2%
归母净利润（百万元）	12,246	12,137	12,988	14,038
增长率（%）	0.0%	-0.9%	7.0%	8.1%
摊薄每股收益（元）	10.04	9.95	10.65	11.51
ROE（%）	30.5%	27.0%	25.2%	23.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	9,767	15,128	23,173	32,957
应收款	36	32	30	29
存货	14,392	13,698	13,312	13,057
其他流动资产	21,716	20,734	19,734	18,822
流动资产合计	45,911	49,592	56,249	64,866
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	3,250	3,661	5,356	5,775
在建工程	2,879	3,232	1,293	517
无形资产	1,202	1,142	1,082	1,025
长期股权投资	119	134	134	134
其他非流动资产	2,962	2,962	2,962	2,962
非流动资产合计	10,413	11,131	10,827	10,413
资产总计	56,323	60,723	67,076	75,279
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	4,218	4,109	4,041	3,967
其他流动负债	4,825	4,825	4,825	4,825
流动负债合计	16,049	15,667	15,486	15,238
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	140	140	140	140
非流动负债合计	140	140	140	140
负债合计	16,189	15,807	15,626	15,378
<b>所有者权益</b>				
股本	1,220	1,220	1,220	1,220
股东权益	40,134	44,916	51,450	59,901
负债和所有者权益	56,323	60,723	67,076	75,279

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	12295	12185	13028	14066
少数股东权益	49	49	39	28
折旧摊销	263	277	301	411
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-3593	1298	1208	919
经营活动现金净流量	9014	13809	14575	15424
投资活动现金净流量	2201	-778	244	357
筹资活动现金净流量	-5853	-7403	-6494	-5615
现金流量净额	5,362	5,627	8,325	10,166

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	38,718	38,396	40,273	42,778
营业成本	9,737	9,755	10,144	10,715
营业税金及附加	6,916	6,911	7,209	7,615
销售费用	4,102	4,128	4,341	4,629
管理费用	1,453	1,536	1,571	1,647
财务费用	-20	-424	-649	-923
研发费用	174	173	181	193
费用合计	5,708	5,413	5,445	5,545
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	290	200	180	160
营业利润	16,661	16,526	17,664	19,071
加:营业外收入	7	5	4	3
减:营业外支出	18	20	16	15
利润总额	16,650	16,511	17,652	19,059
所得税费用	4,355	4,326	4,625	4,994
净利润	12,295	12,185	13,028	14,066
少数股东损益	49	49	39	28
归母净利润	12,246	12,137	12,988	14,038

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	7.5%	-0.8%	4.9%	6.2%
归母净利润增长率	0.0%	-0.9%	7.0%	8.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	74.9%	74.6%	74.8%	75.0%
四项费用/营收	14.7%	14.1%	13.5%	13.0%
净利率	31.8%	31.7%	32.3%	32.9%
ROE	30.5%	27.0%	25.2%	23.4%
<b>营运能力</b>				
资产负债率	28.7%	26.0%	23.3%	20.4%
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1074.7	1216.7	1351.9	1460.0
存货周转率	0.7	1.2	1.3	1.4
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	10.04	9.95	10.65	11.51
P/E	14.3	14.4	13.5	12.5
P/S	4.5	4.6	4.3	4.1
P/B	4.4	3.9	3.4	2.9

## 食品饮料组介绍

孙山山：深圳大学经济学硕士，9年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名，2024年东方财富行业最佳分析师第五名，2025年“美市科技”菁英榜食品饮料组第3名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

## 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。