

全年顺利收官, 青20和玻汾彰显韧性

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年报和26年一季报, 25年全年实现收入387.2亿元, 同比+7.5%; 归母净利润122.5亿元, 同比+0.03%; 拟向全体股东每10股派发现金红利65.6元(含税); 26Q1实现收入149.2亿元, 同比-9.7%, 归母净利润53.8亿元, 同比-19.0%; 业绩符合市场预期。
- **全年顺利收官, 青20和玻汾彰显韧性。** 1、25Q2以来, 外部饮酒政策趋严, 政商务和宴席需求端有所承压; 公司依托强大的品牌势能和渠道推力优势, 青花和玻汾等核心单品动销表现亮眼, 助力全年实现正增长, 顺利收官, 增长韧性十足。2、分产品, 25年公司酒类收入同比增长7.6%, 其中汾酒、其他酒类收入分别同比+7.7%、+3.1%, 预计大众口粮酒玻汾表现最为优异, 青花20表现相对平稳, 腰部老白汾24年基数较高, 宴席承压的背景下, 以消化渠道库存为主。26Q1汾酒和其他酒收入增速分别-9.2%、-37.3%, 公司主动调整经营节奏, 以渠道健康为主。3、分区域, 25年省内实现收入134亿元, 同比-0.8%, 省内政商务消费受到较大冲击, 需求端显著承压; 省外实现收入252亿元、同比+12.7%, 省外市场持续拓展, 长江以南核心市场实现显著增长, “一体两翼”, 青20和玻汾进一步夯实市场地位。26Q1省内外收入增速分别为0.1%、-15.4%。
- **盈利能力有所下移, 现金流整体稳定。** 1、25年、26Q1毛利率分别同比下降1.3、3.8个百分点至74.9%、75%; 税金及附加率分别上升1.4、1.5个百分点; 费用率方面, 销售费用率、管理费用率、财务费用率, 变化不大, 整体费用率基本持平; 25年全年及26Q1净利率分别下降2.3、4.1个百分点至31.8%、36.2%, 盈利能力有所下降。2、现金流方面, 25年、26Q1经营现金流入分别为357亿元、179亿元, 同比-3.1%、+28.8%; 此外, 截至26Q1末合同负债79亿元, 同比+35.9%, 保持相对稳健。
- **清香龙头行稳致远, 静待行业需求复苏。** 1、当前白酒行业景气度延续承压, 存量竞争的格局加速演进, 在此背景下, 公司依托强大的品牌势能, 完善的产品矩阵, 全国化的市场布局, 有效对冲行业下行压力。2、2025年是汾酒复兴纲领第二阶段的开局之年, 在行业需求疲软的背景下, 公司定调“稳健”, 通过深化全国市场布局, “汾享礼遇”体系调动终端积极性, 全面激发市场新动能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2026-2028年归母净利润分别为128.4亿元、146.1亿元、166.2亿元, EPS分别为10.52元、11.98元、13.62元, 对应动态PE分别为13倍、12倍、10倍。汾酒品牌积淀深厚, 产品矩阵多点开花, 有望从容穿越周期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济复苏或不及预期风险, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	387.18	412.21	466.70	523.65
增长率	7.52%	6.46%	13.22%	12.20%
归属母公司净利润(亿元)	122.46	128.36	146.12	166.21
增长率	0.03%	4.81%	13.84%	13.75%
每股收益EPS(元)	10.04	10.52	11.98	13.62
净资产收益率ROE	30.64%	30.80%	32.63%	34.41%
PE	14	13	12	10
PB	4.34	4.16	3.88	3.59

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.20
流通A股(亿股)	12.20
52周内股价区间(元)	135.75-210.7
总市值(亿元)	1,719.17
总资产(亿元)	643.84
每股净资产(元)	36.91

相关研究

1. 山西汾酒(600809): 清香龙头韧性十足, 静待行业需求复苏 (2025-11-06)

盈利预测

关键假设：

1) 当前白酒行业处于存量市场，酒企间竞争较为激烈，但汾酒依托于全国市场开发；预计 2026-2028 年汾酒销量增速分别为 12%、10%、9%，吨单价分别同比-5%、3%、3%，吨成本分别同比 2.0%、2.0%、2.0%；

2) 预计 2026-2028 年其他酒销量增速分别为 15%、12%、9%，吨单价分别为 -5%、0%、2%，吨成本保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入（亿元）	387.2	412.2	466.7	523.7
	增速	7.5%	6.5%	13.2%	12.2%
	营业成本（亿元）	97.4	111.2	124.6	138.3
	毛利率	74.9%	73.0%	73.3%	73.6%
汾酒	销量（吨）	250339	280380	308418	336175
	YOY	21.9%	12.0%	10.0%	9.0%
	吨单价（万元/吨）	15.0	14	15	15
	YOY	-11.6%	-5.0%	3.0%	3.0%
	收入（亿元）	374.4	398.4	451.3	506.7
	YOY	7.7%	6.4%	13.3%	12.3%
	成本（亿元）	91.1	104.1	116.8	129.8
	吨成本（万元/吨）	3.6	3.7	3.8	3.9
	YOY	-6.2%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	75.7%	73.9%	74.1%	74.4%
其他酒	销量（吨）	18765	21580	24169	26345
	YOY	24.1%	15.0%	12.0%	9.0%
	吨单价（万元/吨）	6.1	6	6	6
	YOY	-16.9%	-5.0%	0.0%	2.0%
	收入（亿元）	11.5	12.6	14.1	15.6
	YOY	3.1%	9.2%	12.0%	11.2%
	成本（亿元）	5.6	6.4	7.2	7.8
	吨成本（万元/吨）	3.0	3.0	3.0	3.0
	YOY	-15.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	51.6%	49.0%	49.0%	50.0%	
其他业务	收入（亿元）	1.3	1.3	1.3	1.3
	YOY		0.0%	0.0%	0.0%
	成本（亿元）	0.7	0.7	0.7	0.7
	毛利率	45.7%	45.7%	45.7%	45.7%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	387.18	412.21	466.70	523.65	净利润	122.95	128.87	146.71	166.88
营业成本	97.37	111.17	124.64	138.34	折旧与摊销	2.68	4.63	5.64	6.52
营业税金及附加	69.16	71.72	81.92	91.65	财务费用	-0.20	-1.59	-0.83	-0.79
销售费用	41.02	44.11	48.07	52.37	资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	14.53	15.25	17.27	19.11	经营营运资本变动	-17.12	-71.67	-35.33	-36.63
财务费用	-0.20	-1.59	-0.83	-0.79	其他	-18.16	-3.00	-3.00	-3.00
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	90.14	57.25	113.19	132.98
投资收益	2.90	3.00	3.00	3.00	资本支出	-12.64	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	34.64	3.00	3.00	3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	22.01	-2.00	-2.00	-2.00
营业利润	166.61	174.55	198.63	225.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.11	-0.17	-0.17	-0.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	166.50	174.38	198.46	225.80	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	43.55	45.50	51.75	58.93	支付股利	-80.03	-110.22	-115.52	-131.51
净利润	122.95	128.87	146.71	166.88	其他	2.41	-1.84	0.83	0.79
少数股东损益	0.49	0.51	0.58	0.66	筹资活动现金流净额	-77.62	-112.06	-114.69	-130.72
归属母公司股东净利润	122.46	128.36	146.12	166.21	现金流量净额	34.52	-56.81	-3.50	0.26
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	97.67	40.86	37.36	37.61	成长能力				
应收和预付款项	2.18	2.46	2.76	3.07	销售收入增长率	7.52%	6.46%	13.22%	12.20%
存货	143.92	164.33	184.24	204.50	营业利润增长率	0.74%	4.76%	13.80%	13.76%
其他流动资产	215.34	207.32	234.73	263.38	净利润增长率	0.34%	4.81%	13.84%	13.75%
长期股权投资	1.19	1.19	1.19	1.19	EBITDA 增长率	0.87%	5.02%	14.56%	13.89%
投资性房地产	0.14	0.14	0.14	0.14	获利能力				
固定资产和在建工程	61.30	63.52	65.21	66.50	毛利率	74.85%	73.03%	73.29%	73.58%
无形资产和开发支出	12.02	10.21	7.92	5.16	三费率	14.29%	14.01%	13.82%	13.50%
其他非流动资产	29.49	29.44	29.40	29.35	净利率	31.76%	31.26%	31.44%	31.87%
资产总计	563.23	519.48	562.95	610.90	ROE	30.64%	30.80%	32.63%	34.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	21.83%	24.81%	26.06%	27.32%
应付和预收款项	73.02	81.90	92.05	102.44	ROIC	44.18%	38.59%	37.82%	39.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	43.67%	43.08%	43.59%	44.25%
其他负债	88.87	19.11	21.26	23.44	营运能力				
负债合计	161.89	101.01	113.30	125.88	总资产周转率	0.71	0.76	0.86	0.89
股本	12.20	12.20	12.20	12.20	固定资产周转率	12.69	10.88	10.00	10.03
资本公积	7.04	7.04	7.04	7.04	应收账款周转率	14844.40	19192.28	19763.44	19679.90
留存收益	375.55	393.70	424.30	459.00	存货周转率	0.70	0.72	0.71	0.71
归属母公司股东权益	396.33	412.94	443.54	478.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.58%	—	—	—
少数股东权益	5.01	5.53	6.11	6.77	资本结构				
股东权益合计	401.34	418.46	449.65	485.01	资产负债率	28.74%	19.45%	20.13%	20.61%
负债和股东权益合计	563.23	519.48	562.95	610.90	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.86	4.17	4.10	4.09
					速动比率	1.96	2.52	2.46	2.44
					股利支付率	65.35%	85.87%	79.06%	79.12%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	169.09	177.59	203.44	231.71	每股收益	10.04	10.52	11.98	13.62
PE	14.04	13.39	11.77	10.34	每股净资产	32.49	33.85	36.36	39.20
PB	4.34	4.16	3.88	3.59	每股经营现金	7.39	4.69	9.28	10.90
PS	4.44	4.17	3.68	3.28	每股股利	6.56	9.03	9.47	10.78
EV/EBITDA	9.43	9.28	8.12	7.13					
股息率	4.66%	6.41%	6.72%	7.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn