

山西汾酒 (600809.SH)

2026Q1 收入及净利润下滑，释放经营压力

优于大市

核心观点

2026Q1 收入及净利润同比下滑，释放渠道及经营压力。2026Q1 公司营业总收入 149.2 亿元/同比-9.7%，归母净利润 53.8 亿元/同比-19.0%。结合 2025Q4+2026Q1 来看，收入同比-2.2%/净利润同比-17.5%，产品结构有所下移；收入+合同负债环比变化合计同比+6.2%/销售收现同比+10.7%，后续经营留有余力。

2026Q1 汾酒产品同比下滑，省内渠道韧性较强。分产品看，2026Q1 汾酒收入 147.1 亿元/同比-9.2%，预计青花系列下滑幅度大于整体、青花 20 相对较好，玻汾预计稳健系省内市场升级以及省外市场增加配额；其他酒类收入 1.7 亿元/同比-37.2%，2025Q4 阶段性加压后以去化库存为主。分区域看，2026Q1 山西省内/省外收入 60.9/87.9 亿元，同比+0.1%/-15.4%；省内保持稳健预计系青花 20 和巴拿马动销平稳，玻汾推出献礼版引导升级，青花 26、青花 30 同比下滑，但 42 度青花 30 接受度高、2026Q2 起有望实现增长；我们测算 2026Q1 单季度省内/外单经销商贡献收入同比+5.4%/-14.6%。

2026Q1 利润端受毛利率和税率影响，现金流较为稳健。利润端看，2026Q1 净利率同比-4.16pcts 至 36.1%；2026Q1 毛利率 75.0%/同比-3.75pcts，主要系产品结构下移所致；税金/销售/管理费用率分别 15.2%/8.9%/2.1%，同比+1.53/-0.36/+0.39pcts，其中税金波动较大系低价位产品生产较多及生产、销售错期所致。现金流端看，截至 2026Q1 末合同负债 79.04 亿元/环比+8.97 亿元，后续收入端留有余力；从市场销售看，春节动销同比下滑但汾酒主要产品好于同价位竞品，节后公司在销售及回款上保持积极态势；但考虑到省内、省外库存环比均有增加，公司淡季发货节奏有所放缓。2026Q1 销售收现 106.2 亿元/同比+16.2%，2025Q4+2026Q1 销售收现同比+10.7%。

投资建议：短期看，2026 年客观上仍存在场景和需求压力，渠道库存处于较高水平，全年公司将逐步释放经营压力，收入及净利润预计下滑。经营层面，2026 年公司在产品、区域、渠道管理上更加精细化：汾享礼遇模式控盘分利，叠加五码产品数字化赋能，公司将对不同区域、不同市县乡、不同经销商差异化产品配额和费用投入；同时布局侏罗纪等产品探索年轻化场景、预计也将补充收入增量。中长期看，清香势能向上，公司产品品价比突出，管理提质增效，全国化及高端化仍有空间。维持此前收入及净利润预测，预计 2026-2028 年公司收入 370.1/383.1/413.6 亿元，同比-4.4%/+3.5%/+8.0%；预计归母净利润 112.1/117.3/132.3 亿元，同比-8.4%/+4.6%/+12.8%；当前股价对应 26/27 年 15.4/14.7 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,011	38,718	37,014	38,310	41,358
(+/-%)	12.8%	7.5%	-4.4%	3.5%	8.0%
净利润(百万元)	12243	12246	11215	11729	13234
(+/-%)	17.3%	0.0%	-8.4%	4.6%	12.8%
每股收益(元)	10.04	10.04	9.19	9.61	10.85
EBIT Margin	44.9%	42.2%	39.3%	39.6%	41.4%
净资产收益率 (ROE)	35.2%	30.9%	25.4%	24.0%	24.8%
市盈率 (PE)	14.1	14.1	15.4	14.7	13.1
EV/EBITDA	11.6	11.4	12.8	12.3	11.0
市净率 (PB)	4.97	4.36	3.92	3.54	3.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	141.60 元
总市值/流通市值	172747/172747 百万元
52 周最高价/最低价	214.29/135.00 元
近 3 个月日均成交额	886.26 百万元

市场走势

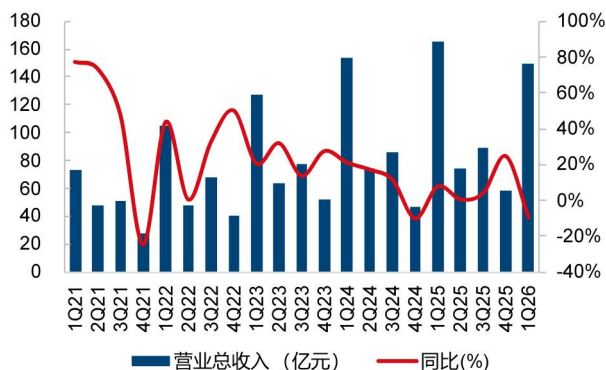


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

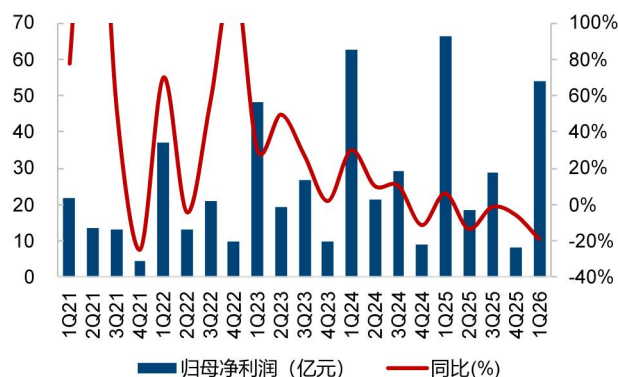
- 《山西汾酒 (600809.SH) - 2025 年收入稳健增长、利润持平，年度现金分红率提升》——2026-04-24
- 《山西汾酒 (600809.SH) - 2025Q3 收入同比+4%，经营节奏稳健》——2025-10-31
- 《山西汾酒 (600809.SH) - 2025H1 收入同比+5.4%，2025Q2 毛利率略有承压》——2025-08-29
- 《山西汾酒 (600809.SH) - 2025 年目标收入保持稳健增长，腰部产品发力》——2025-04-30
- 《山西汾酒 (600809.SH) - 第三季度产品结构环比改善，销售收现表现较好》——2024-11-01

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



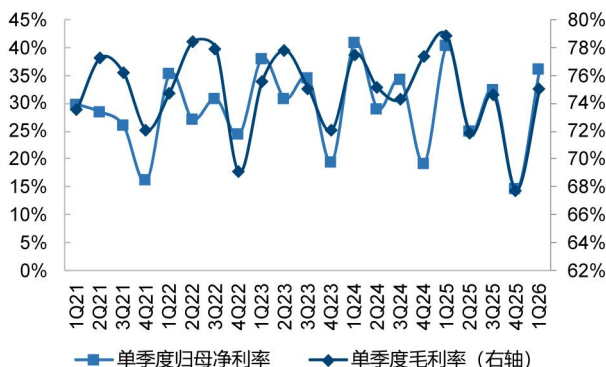
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



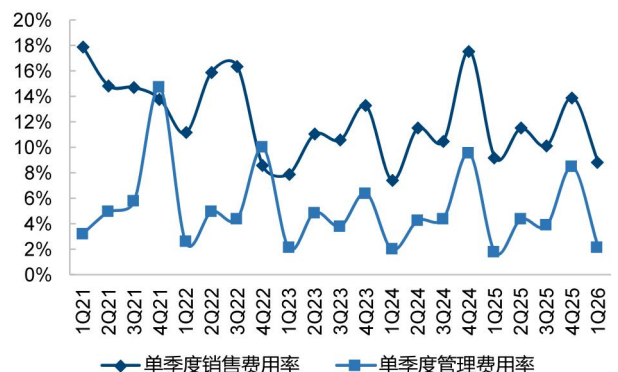
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2026/5/8	2026/5/8	2025A	2026E	2025A	2026E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,373	17,194	823.2	867.1	20.9	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	92	3,576	89.5	209.3	39.9	17.1		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	98	1,436	108.3	101.4	13.3	14.2		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	142	1,727	122.5	112.1	14.1	15.4		
002304.SZ	洋河股份	中性	48	728	22.1	25.4	33.0	28.6		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	44	142	-0.3	0.6	-417.2	221.3		
600702.SH	舍得酒业	优于大市	44	147	2.2	3.5	66.1	41.8		
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	33	160	4.1	4.7	39.4	33.7		
603369.SH	今世缘	优于大市	106	562	35.5	37.0	15.8	15.2		
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	28	351	26.0	26.5	13.5	13.3		
603589.SH	口子窖	中性	38	303	19.9	20.7	15.2	14.6		
603919.SH	金徽酒	优于大市	23	140	6.7	6.1	20.8	23.0		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 除山西汾酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期; 渠道库存增加导致批价波动; 食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6285	9767	11369	15363	18494	营业收入	36011	38718	37014	38310	41358
应收款项	33	36	34	36	38	营业成本	8570	9737	9773	10279	10914
存货净额	13270	14392	16926	17083	17182	营业税金及附加	5933	6916	6700	6743	7114
其他流动资产	22855	21716	25170	26051	28123	销售费用	3726	4102	4368	4406	4549
流动资产合计	44034	45911	53500	58533	63838	管理费用	1447	1453	1529	1580	1537
固定资产	4880	6130	5881	6058	6359	研发费用	148	174	111	115	124
无形资产及其他	1226	1202	1192	1185	1182	财务费用	(10)	(20)	(207)	(267)	(339)
投资性房地产	3260	2962	2962	2962	2962	投资收益	324	290	371	371	371
长期股权投资	96	119	132	144	157	资产减值及公允价值变动	2	1	0	0	0
资产总计	53495	56323	63667	68882	74497	其他收入	(132)	(162)	(111)	(115)	(124)
短期借款及交易性金融负债	360	189	0	0	0	营业利润	16539	16661	15113	15826	17830
应付款项	4587	4218	3528	3633	3847	营业外净收支	(10)	(11)	0	(20)	(20)
其他流动负债	13017	11642	15361	15760	16512	利润总额	16529	16650	15113	15806	17810
流动负债合计	17963	16049	18889	19394	20359	所得税费用	4276	4355	3854	4031	4524
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	10	49	44	46	52
其他长期负债	328	140	140	140	140	归属于母公司净利润	12243	12246	11215	11729	13234
长期负债合计	328	140	140	140	140	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	18291	16189	19029	19534	20499	净利润	12243	12246	11215	11729	13234
少数股东权益	451	501	519	538	556	资产减值准备	2	(1)	1	0	0
股东权益	34754	39633	44119	48811	53442	折旧摊销	230	263	425	493	525
负债和股东权益总计	53495	56323	63667	68882	74497	公允价值变动损失	(2)	(1)	0	0	0
						财务费用	(10)	(20)	(207)	(267)	(339)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(789)	(1617)	(2957)	(534)	(1209)
每股收益	10.04	10.04	9.19	9.61	10.85	其它	4	20	17	18	18
每股红利	4.38	6.06	5.51	5.77	7.05	经营活动现金流	11688	10910	8700	11706	12568
每股净资产	28.49	32.49	36.16	40.00	43.80	资本开支	0	(1481)	(167)	(662)	(823)
ROIC	38.6%	32.7%	28.9%	31.3%	33.9%	其它投资现金流	(1540)	1591	0	0	0
ROE	35.2%	30.9%	25.4%	24.0%	24.8%	投资活动现金流	(1542)	86	(180)	(675)	(835)
毛利率	76.20%	74.85%	73.60%	73.17%	73.61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	45%	42%	39%	40%	41%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	46%	43%	40%	41%	43%	支付股利、利息	(5349)	(7393)	(6729)	(7037)	(8602)
收入增长	12.8%	7.5%	-4.4%	3.5%	8.0%	其它融资现金流	3062	7272	(189)	0	0
净利润增长率	17.3%	0.0%	-8.4%	4.6%	12.8%	融资活动现金流	(7636)	(7514)	(6918)	(7037)	(8602)
资产负债率	35%	30%	31%	29%	28%	现金净变动	2510	3482	1602	3994	3131
股息率	3.1%	4.3%	3.9%	4.1%	5.0%	货币资金的期初余额	3775	6285	9767	11369	15363
P/E	14.1	14.1	15.4	14.7	13.1	货币资金的期末余额	6285	9767	11369	15363	18494
P/B	5.0	4.4	3.9	3.5	3.2	企业自由现金流	0	9229	8129	10611	11265
EV/EBITDA	11.6	11.4	12.8	12.3	11.0	权益自由现金流	0	16501	8094	10810	11517

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032