



山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，渠道去库稳步推进

业绩简评

2026年8月30日，公司披露2026年中报：1)26H1实现营收210.4亿元，同比-12.2%；归母净利64.4亿元，同比-24.3%。2)26Q2实现营收61.2亿元，同比-17.7%；归母净利10.6亿元，同比-43.1%。

经营分析

营收拆分：1)产品端：26H1汾酒/其他酒类分别实现营收206.2/3.1亿元，同比分别-11.8%/-35.1%；26Q2分别实现营收59.1/1.5亿元，同比分别-17.7%/-32.4%。2)区域端：26H1省内/省外分别实现营收79.4/130.0亿元，同比分别-9.1%/-14.2%；26Q2分别实现营收18.5/42.0亿元，同比分别-30.1%/-11.5%；26Q2经销商数量变化不大。

从报表结构来看：1)26H1归母净利率-4.9pct至30.6%，毛利率同比-1.3pct至75.4%、销售费用率+2.5pct（26H1销售费用绝对额同比+10%，主要系广告及业务宣传费+20%），税金及附加占比同比+1.4pct。2)26Q2归母净利率-7.7pct至17.3%，毛利率同比+4.4pct至76.3%、销售费用率+9.7pct，对应毛销差-5.3pct，税金及附加占比同比+1.7pct。3)26Q2末合同负债余额66.6亿元，环比-12.5亿元，26Q2营收+△合同负债同比-35.9%；26Q2销售收现57.5亿元，同比-17.1%；26Q2末应收款项融资余额环比-6.1亿至20.4亿元。

26Q2整体回款表现与营收相匹配，合同负债环比降低预计与渠道费用等兑付相关；省内/省外产品结构相对平稳，毛利率提升预计与渠道费投确认至销售费用相关，整体26Q2毛销差仍延续回落、与行业景气调整阶段特征匹配。目前公司纵深推进全国化2.0战略，精耕核心市场、渗透潜力区域，长三角、珠三角等战略市场保持稳健增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计26~28年收入分别-15.3%/+5.1%/+8.4%；归母净利分别-31.1%/+7.9%/+13.0%，对应归母净利分别为84.4/91.1/103.0亿元；EPS为6.92/7.47/8.44元，公司股票现价对应PE估值分别为17.2/15.9/14.1倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，行业政策风险，全国化不及预期，食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：119.03 元

相关报告：

- 《山西汾酒公司点评：26Q1小幅出清，回款表现仍稳健》，2026.4.30
- 《山西汾酒公司点评：业绩平稳兑现，分红规划落地》，2026.4.23
- 《山西汾酒公司点评：经营韧性突出，省外势能向好》，2025.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,011	38,718	32,810	34,477	37,376
营业收入增长率	12.8%	7.5%	-15.3%	5.1%	8.4%
归母净利润(百万元)	12,243	12,246	8,443	9,109	10,297
归母净利润增长率	17.3%	0.0%	-31.1%	7.9%	13.0%
摊薄每股收益(元)	10.04	10.04	6.92	7.47	8.44
每股经营性现金流净额	9.98	7.39	6.95	7.08	8.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.2%	30.9%	19.8%	19.9%	20.9%
P/E	18.4	17.1	17.2	15.9	14.1
P/B	6.5	5.3	3.4	3.2	2.9

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	31,928	36,011	38,718	32,810	34,477	37,376
增长率		12.8%	7.5%	-15.3%	5.1%	8.4%
主营业务成本	-7,884	-8,570	-9,737	-8,563	-8,884	-9,468
%销售收入	24.7%	23.8%	25.1%	26.1%	25.8%	25.3%
毛利	24,044	27,441	28,982	24,246	25,593	27,907
%销售收入	75.3%	76.2%	74.9%	73.9%	74.2%	74.7%
营业税金及附加	-5,832	-5,933	-6,916	-6,700	-6,895	-7,288
%销售收入	18.3%	16.5%	17.9%	20.4%	20.0%	19.5%
销售费用	-3,217	-3,726	-4,102	-4,500	-4,700	-4,900
%销售收入	10.1%	10.3%	10.6%	13.7%	13.6%	13.1%
管理费用	-1,202	-1,447	-1,453	-1,500	-1,550	-1,650
%销售收入	3.8%	4.0%	3.8%	4.6%	4.5%	4.4%
研发费用	-88	-148	-174	-148	-155	-168
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	13,705	16,187	16,338	11,399	12,292	13,901
%销售收入	42.9%	44.9%	42.2%	34.7%	35.7%	37.2%
财务费用	8	10	20	22	18	25
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-3	7	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	499	526	521	118	118	118
%税前利润	3.5%	3.2%	3.1%	1.0%	0.9%	0.8%
营业利润	14,224	16,539	16,661	11,538	12,428	14,043
营业利润率	44.5%	45.9%	43.0%	35.2%	36.0%	37.6%
营业外收支	-19	-10	-11	0	0	0
税前利润	14,205	16,529	16,650	11,538	12,428	14,043
利润率	44.5%	45.9%	43.0%	35.2%	36.0%	37.6%
所得税	-3,747	-4,276	-4,355	-3,035	-3,256	-3,679
所得税率	26.4%	25.9%	26.2%	26.3%	26.2%	26.2%
净利润	10,459	12,253	12,295	8,504	9,172	10,364
少数股东损益	20	10	49	60	63	67
归属于母公司的净利润	10,438	12,243	12,246	8,443	9,109	10,297
净利率	32.7%	34.0%	31.6%	25.7%	26.4%	27.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	10,459	12,253	12,295	8,504	9,172	10,364
少数股东损益	20	10	49	60	63	67
非现金支出	607	577	621	286	316	351
非经营收益	-960	-311	-217	-242	-222	-226
营运资金变动	-2,881	-347	-3,685	-65	-634	-438
经营活动现金净流	7,225	12,172	9,014	8,483	8,631	10,051
资本开支	-482	-635	-1,193	-890	-988	-1,039
投资	-10,094	-3,660	2,940	-6,470	0	0
其他	356	366	453	118	118	118
投资活动现金净流	-10,220	-3,929	2,201	-7,242	-871	-921
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-189	0	0
其他	-4,432	-5,734	-7,762	-5,488	-5,921	-6,694
筹资活动现金净流	-4,432	-5,734	-7,762	-5,678	-5,921	-6,694
现金净流量	-7,426	2,510	3,452	-4,437	1,840	2,436

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,775	6,285	9,767	5,329	7,168	9,604
应收款项	1,637	1,795	2,096	2,326	2,444	2,650
存货	11,573	13,270	14,392	15,250	16,551	18,159
其他流动资产	17,623	22,684	19,656	26,064	26,069	26,077
流动资产	34,608	44,034	45,911	48,969	52,232	56,489
%总资产	78.5%	82.3%	81.5%	81.5%	81.4%	81.6%
长期投资	121	117	139	142	142	142
固定资产	2,756	4,880	6,130	6,722	7,385	8,061
%总资产	6.2%	9.1%	10.9%	11.2%	11.5%	11.6%
无形资产	1,247	1,275	1,246	1,258	1,269	1,280
非流动资产	9,488	9,461	10,413	11,145	11,922	12,719
%总资产	21.5%	17.7%	18.5%	18.5%	18.6%	18.4%
资产总计	44,096	53,495	56,323	60,114	64,155	69,208
短期借款	345	360	189	0	0	0
应付款项	3,847	5,626	5,462	6,409	6,651	7,080
其他流动负债	10,955	11,978	10,398	10,415	10,963	11,917
流动负债	15,147	17,963	16,049	16,824	17,614	18,997
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	674	328	140	140	139	139
负债	15,821	18,291	16,189	16,964	17,753	19,136
普通股股东权益	27,837	34,754	39,633	42,588	45,776	49,381
其中：股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
未分配利润	25,229	32,144	36,997	39,952	43,140	46,745
少数股东权益	438	451	501	562	625	692
负债股东权益合计	44,096	53,495	56,323	60,114	64,155	69,208

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	8.556	10.035	10.038	6.921	7.466	8.441
每股净资产	22.818	28.488	32.487	34.909	37.523	40.477
每股经营现金净流	5.922	9.978	7.388	6.953	7.075	8.239
每股股利	4.370	8.520	6.560	4.499	4.853	5.487
回报率						
净资产收益率	37.50%	35.23%	30.90%	19.83%	19.90%	20.85%
总资产收益率	23.67%	22.89%	21.74%	14.05%	14.20%	14.88%
投入资本收益率	35.26%	33.74%	29.92%	19.47%	19.55%	20.49%
增长率						
主营业务收入增长率	21.80%	12.79%	7.52%	-15.26%	5.08%	8.41%
EBIT 增长率	30.82%	18.11%	0.93%	-30.23%	7.84%	13.09%
净利润增长率	28.93%	17.29%	0.03%	-31.05%	7.88%	13.05%
总资产增长率	20.20%	21.32%	5.29%	6.73%	6.72%	7.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	491.2	529.1	518.5	650.0	680.0	700.0
应付账款周转天数	105.6	130.4	132.6	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	22.0	28.9	30.6	37.2	37.1	36.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.31%	-16.83%	-23.86%	-12.35%	-15.45%	-19.18%
EBIT 利息保障倍数	-1,726.6	-1,657.6	-815.8	-510.4	-666.1	-558.7
资产负债率	35.88%	34.19%	28.74%	28.22%	27.67%	27.65%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	19	32	101
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.05	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究