

山西汾酒（600809）

2026 年中报点评：顺势降速纾压，省外保持韧性

买入（维持）

2026 年 08 月 31 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	36,011	38,718	34,491	36,768	40,137
同比（%）	12.79	7.52	(10.92)	6.60	9.16
归母净利润（百万元）	12,243	12,246	9,980	10,980	12,326
同比（%）	17.29	0.03	(18.50)	10.02	12.26
EPS-最新摊薄（元/股）	10.04	10.04	8.18	9.00	10.10
P/E（现价&最新摊薄）	11.86	11.86	14.55	13.23	11.78

投资要点

■ **事件：**公司公告 2026 年中报，26H1 营收 210.44 亿元，同比-12.18%，归母净利润 64.39 亿元，同比-24.29%；其中 26Q2 营收 61.21 亿元，同比-17.74%，归母净利润 10.57 亿元，同比-43.11%。

■ **青花系列韧性更强，省外战略市场稳健增长。**分产品来看，26H1 汾酒系列、其他酒类收入分别为 206.2、3.1 亿元，分别同比-11.8%、-35.1%。其中汾酒系列 26Q1、26Q2 收入分别同比-9.2%、-17.7%，其他酒类 26Q1、26Q2 收入分别同比-37.2%、-32.4%，我们预计青花 20/青花 25 韧性增长，巴拿马小幅下滑，老白汾、玻汾明显下滑。分地区来看，26H1 省内、省外收入分别为 79.4、130.0 亿元，分别同比-9.1%、-14.2%，省内、省外收入占比分别为 38%、62%。其中省内 26Q1、26Q2 收入分别同比+0.1%、-30.1%，省外 26Q1、26Q2 收入分别同比-15.4%、-11.5%，公司纵深推进全国化 2.0 战略，长三角、珠三角等战略市场稳健增长。

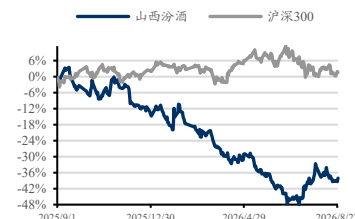
■ **费用投放节奏偏刚性，盈利能力阶段性承压。**26Q2 销售净利率同比-7.7pct 至 17.4%，主要系毛销差下滑所致。其中 26Q2 销售毛利率同比+4.4pct 至 76.3%，主要系青花系列占比提升带动。26Q2 税金及附加率同比+1.7pct 至 24.0%，期间费用率同比+10.6pct（其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+9.7pct/+1.0pct/+0.1pct/-0.1pct），主要系收入下滑致费用率被动抬升。此外投资净收益有所减少，其他非经科目变动不大。26Q2 销售回款 57.6 亿元，同比-17.1%，主要系销售商品收到现金减少所致。26Q2 末合同负债 66.6 亿元，环减 12.5 亿元/同增 6.8 亿元。

■ **高分红强化安全边际，中长期成长性仍然突出。**短期来看，当前白酒产业已进入筑底阶段，我们预计 26 年下半年有望边际改善。而公司已规划 25-27 年每年度分红总额不低于当年归母净利润的 65%，高分红进一步强化安全边际。中长期来看，汾酒作为清香型白酒龙头，在收入规模达 200 亿元以上的大酒企中，受益香型差异化、全国化及多价位产品的增量贡献，成长空间仍然突出。

■ **盈利预测与投资评级：**参考二季度经营节奏，我们更新 2026~2028 年归母净利润预测为 100、110、123 亿元（前值为 123、136、152 亿元），对应当前最新 PE 分别为 15、13、12X。当前白酒产业已进入筑底阶段，而公司中长期成长性仍然突出，玻汾、青 20 全国化趋势能见度高，同时亦期待腰部产品经过下沉培育、逐步兑现场景修复增量。基于短期逐步筑底、中期穿越周期的判断，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**食品安全风险；宏观经济不及预期；省外竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	119.03
一年最低/最高价	103.64/212.50
市净率(倍)	3.81
流通 A 股市值(百万元)	145,212.34
总市值(百万元)	145,212.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	31.22
资产负债率(%,LF)	39.34
总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股(百万股)	1,219.96

相关研究

《山西汾酒(600809)：2026 年一季报点评：Q1 主动调整，经营韧性增强》

2026-04-30

《山西汾酒(600809)：2025 年报点评：收入韧性增长，高分红规划强化安全边际》

2026-04-23

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	45,911	47,256	51,124	53,186	营业总收入	38,718	34,491	36,768	40,137
货币资金及交易性金融资产	9,767	12,028	7,214	10,539	营业成本(含金融类)	9,737	8,394	8,813	9,172
经营性应收款项	2,242	2,601	3,100	3,713	税金及附加	6,916	6,484	6,839	7,465
存货	14,392	10,172	16,134	11,789	销售费用	4,102	4,691	4,853	5,258
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,453	1,449	1,471	1,605
其他流动资产	19,510	22,455	24,677	27,145	研发费用	174	155	162	173
非流动资产	10,413	11,706	12,742	14,733	财务费用	(20)	(44)	(40)	(16)
长期股权投资	119	144	160	182	加:其他收益	14	7	5	5
固定资产及使用权资产	3,449	4,622	5,833	6,798	投资净收益	290	145	150	155
在建工程	2,879	2,862	2,524	3,383	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,202	1,265	1,360	1,455	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	44	44	44	44	营业利润	16,661	13,513	14,824	16,640
其他非流动资产	2,719	2,769	2,820	2,872	营业外净收支	(11)	(13)	(12)	(11)
资产总计	56,323	58,962	63,866	67,919	利润总额	16,650	13,500	14,812	16,629
流动负债	16,049	15,865	15,763	14,067	减:所得税	4,355	3,510	3,822	4,290
短期借款及一年内到期的非流动负债	189	185	188	187	净利润	12,295	9,990	10,991	12,338
经营性应付款项	4,218	2,545	2,352	1,776	减:少数股东损益	49	10	11	12
合同负债	7,007	7,340	7,491	6,420	归属母公司净利润	12,246	9,980	10,980	12,326
其他流动负债	4,636	5,795	5,732	5,684	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.04	8.18	9.00	10.10
非流动负债	140	329	329	329	EBIT	16,351	13,324	14,635	16,469
长期借款	0	189	189	189	EBITDA	16,971	13,732	15,139	17,053
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.85	75.66	76.03	77.15
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	31.63	28.94	29.86	30.71
其他非流动负债	132	132	132	132	收入增长率(%)	7.52	(10.92)	6.60	9.16
负债合计	16,189	16,194	16,092	14,396	归母净利润增长率(%)	0.03	(18.50)	10.02	12.26
归属母公司股东权益	39,633	42,257	47,252	52,989					
少数股东权益	501	511	522	535					
所有者权益合计	40,134	42,768	47,774	53,523					
负债和股东权益	56,323	58,962	63,866	67,919					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	9,014	10,956	2,529	12,304	每股净资产(元)	32.49	34.64	38.73	43.43
投资活动现金流	2,201	(3,518)	(1,351)	(2,379)	最新发行在外股份(百万股)	1,220	1,220	1,220	1,220
筹资活动现金流	(7,762)	(7,177)	(5,993)	(6,600)	ROIC(%)	31.74	23.62	23.78	23.94
现金净增加额	3,452	261	(4,814)	3,325	ROE-摊薄(%)	30.90	23.62	23.24	23.26
折旧和摊销	620	407	504	584	资产负债率(%)	28.74	27.47	25.20	21.20
资本开支	(1,193)	(1,637)	(1,484)	(2,512)	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.86	14.55	13.23	11.78
营运资本变动	(3,685)	736	(8,787)	(432)	P/B (现价)	3.66	3.44	3.07	2.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>