

2026 年 08 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

继续出清，夯实根基

—山西汾酒（600809.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

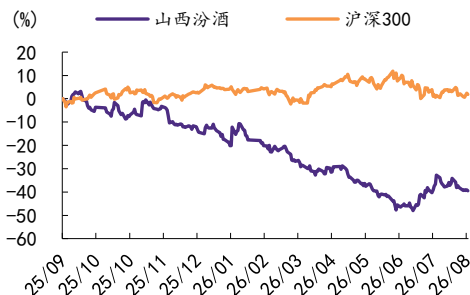
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2026-08-28

当前股价（元）	119.03
总市值（亿元）	1452
总股本（百万股）	1220
流通股本（百万股）	1220
52 周价格范围（元）	105.08-208.39
日均成交额（百万元）	1098.96

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）：主动出清，可圈可点》2026-05-04
- 2、《山西汾酒（600809）：业绩稳健韧性尽显，省外市场表现亮眼》2025-11-03
- 3、《山西汾酒（600809）：业绩稳健增长，全国化战略加速推进》2025-08-31

2026 年 08 月 30 日，山西汾酒发布 2026 年半年报：2026H1 总营收 210.44 亿元（同比-12%），归母净利润 64.39 亿元（同比-24%），扣非净利润 64.39 亿元（同比-24%）。其中 2026Q2 总营收 61.21 亿元（同比-18%），归母净利润 10.57 亿元（同比-43%），扣非净利润 10.60 亿元（同比-43%）。

投资要点

■ 盈利能力短期波动，产品结构调整中

毛利率方面，2026H1/2026Q2 分别同比-1pct/+4pct 至 75.4%/76.3%，系产品结构变化所致。费用率方面，销售费用率 2026H1/2026Q2 分别同比+3pct/+10pct 至 12.5%/21.2%，管理费用率 2026H1/2026Q2 分别同比+1pct/+1pct 至 3.1%/5.3%。综合作用下，净利率 2026H1/2026Q2 分别同比-5pct/-8pct 至 30.7%/17.4%。2026H1 少数股东权益为 0.3 亿元（同增 66%），主要系子公司山西杏花村酒城酒业股份有限公司经营实现的净利润增加，对应归属于少数股东的损益相应增加所致。2026H1 末合同负债 66.58 亿元，同增 11.3%。

■ 推进全国化 2.0 战略，持续优化经销商

分产品看，2026H1 汾酒/其他酒产品收入分别同减 11.8%/35.1%至 206.20/3.1 亿元。分区域来看，公司 2026H1 省内/省外营收分别为 79.38/129.97 亿元，分别同比-9%/-14%，省内外比例为 38%:62%。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。截止 2026H1 末，公司省内汾酒经销商 550 个（净减少 10 个），其他酒类经销商 203 个（净减少 40 个）；省外汾酒经销商 2937 个（净增加 11 个），其他酒类经销商 684 个（净减少 42 个）。

■ 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 2026 年半年报，我们调整 2026-2028 年 EPS 分别为 8.16/8.76/9.89 元（前值分别为 9.95/10.65/11.51 元），当前股价对应 PE 分别为 15/14/12 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	32,665	34,339	38,217
增长率（%）	7.5%	-15.6%	5.1%	11.3%
归母净利润（百万元）	12,246	9,958	10,686	12,061
增长率（%）	0.0%	-18.7%	7.3%	12.9%
摊薄每股收益（元）	10.04	8.16	8.76	9.89
ROE（%）	30.5%	22.6%	21.6%	21.3%

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
流动资产：				
现金及现金等价物	9,767	14,887	22,090	30,889
应收款	36	31	30	31
存货	14,392	13,604	12,184	11,742
其他流动资产	21,716	20,252	19,916	19,109
流动资产合计	45,911	48,774	54,221	61,771
非流动资产：				
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	144	149
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	10,837	10,428
资产总计	56,323	59,905	65,058	72,199
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	4,218	4,081	3,980	3,839
其他流动负债	4,825	4,825	4,825	4,825
流动负债合计	16,049	15,707	15,485	15,365
非流动负债：				
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	15,847	15,625	15,505
所有者权益				
股本	1,220	1,220	1,220	1,220
股东权益	40,134	44,058	49,433	56,694
负债和所有者权益	56,323	59,905	65,058	72,199

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	12295	9998	10718	12086
少数股东权益	49	40	32	24
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	1915	1534	1128
经营活动现金净流量	9014	12229	12586	13649
投资活动现金净流量	2201	-778	234	352
筹资活动现金净流量	-6094	-6074	-5343	-4825
现金流量净额	5,120	5,377	7,477	9,177

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	38,718	32,665	34,339	38,217
营业成本	9,737	8,307	8,677	9,682
营业税金及附加	6,916	5,880	6,147	6,803
销售费用	4,102	4,083	4,258	4,701
管理费用	1,453	1,274	1,322	1,452
财务费用	-20	-417	-619	-865
研发费用	174	147	155	172
费用合计	5,708	5,087	5,116	5,460
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	150	120	100
营业利润	16,661	13,548	14,525	16,377
加：营业外收入	7	5	4	3
减：营业外支出	18	6	5	4
利润总额	16,650	13,547	14,524	16,376
所得税费用	4,355	3,549	3,805	4,291
净利润	12,295	9,998	10,718	12,086
少数股东损益	49	40	32	24
归母净利润	12,246	9,958	10,686	12,061

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	7.5%	-15.6%	5.1%	11.3%
归母净利润增长率	0.0%	-18.7%	7.3%	12.9%
盈利能力				
毛利率	74.9%	74.6%	74.7%	74.7%
四项费用/营收	14.7%	15.6%	14.9%	14.3%
净利率	31.8%	30.6%	31.2%	31.6%
ROE	30.5%	22.6%	21.6%	21.3%
偿债能力				
资产负债率	28.7%	26.5%	24.0%	21.5%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1074.7	1042.9	1140.6	1216.7
存货周转率	0.7	1.0	1.2	1.4
每股数据(元/股)				
EPS	10.04	8.16	8.76	9.89
P/E	11.9	14.6	13.6	12.0
P/S	3.8	4.4	4.2	3.8
P/B	3.7	3.3	3.0	2.6

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和商社行业，聚焦软饮料和休闲食品子板块，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。本报告清晰准确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。