

山西汾酒（600809.SH）

2026 上半年收入同比下降 12%，进一步释放经营压力

优于大市

核心观点

2026H1 公司实现营业总收入 210.44 亿元/同比-12.18%，归母净利润 64.39 亿元/同比-24.29%；其中 2026Q2 收入 61.21 亿元/同比-17.74%，归母净利润 10.57 亿元/同比-43.11%。

2026Q2 汾酒产品延续调整，省外和直营渠道表现相对较好。分产品看，2026Q2 酒类收入 60.53 亿元/同比-18.14%，其中汾酒收入 59.07 亿元/同比-17.71%，其他酒类收入 1.46 亿元/同比-32.40%，收入仍主要由汾酒产品支撑。分区域看，2026Q2 省内收入 18.51 亿元/同比-30.12%，省外收入 42.02 亿元/同比-11.46%，省外降幅相对较小。分渠道看，2026Q2 代理渠道收入 54.26 亿元/同比-21.32%，直销等渠道收入 6.28 亿元/同比+25.81%，占酒类收入的比例同比提升约 3.6pcts 至 10.4%，渠道结构继续向直营、电商倾斜。

渠道继续调整，新品及消费者培育投入保持积极。截至 2026H1 末公司酒类经销商合计 4374 家，环比 2026Q1 净减少 34 家，反映公司继续优化传统经销渠道。公司同步推出陈皮汾酒、侏罗纪汾酒及小瓶装产品，并通过高端圈层活动和数字化消费者推广拓展消费群体；短期新品贡献仍有限，核心仍需观察青花系列动销、价盘及省内渠道库存改善。

2026Q2 毛利率改善，销售费用大幅增加拖累净利率。2026Q2 毛利率同比+4.4pcts 至 76.3%，部分对冲收入下滑压力；税金及附加率/销售费用率/管理费用率分别为 24.0%/21.2%/5.3%，同比+1.7/+9.7/+1.0pcts。其中销售费用约 12.96 亿元/同比+51.2%，公司加大新品、高端圈层及消费者端投入，叠加收入下降产生的负规模效应，成为利润降幅明显大于收入的主要原因。2026Q2 销售收现 57.55 亿元/同比-17.1%，经营性现金流量净额为-16.02 亿元，上年同期为-10.46 亿元。

投资建议：展望 2026H2，公司仍处于主动纾压渠道、去库存和加强消费者培育阶段。考虑需求恢复慢于此此前预期，我们下调此前盈利预测。我们预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 331/343/369 亿元（前预测值为 370/383/414 亿元），同比-14.4%/3.4%/7.7%；实现归母净利润 100/105/118 亿元（前预测值为 112/117/132 亿元），同比-18.1%/4.6%/12.5%；实现 EPS8.22/8.60/9.67 元；当前股价对应 PE 分别为 17.2/16.5/14.6 倍，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	33,127	34,251	36,892
(+/-%)	12.8%	7.5%	-14.4%	3.4%	7.7%
净利润(百万元)	12243	12246	10027	10489	11801
(+/-%)	17.3%	0.0%	-18.1%	4.6%	12.5%
每股收益(元)	10.04	10.04	8.22	8.60	9.67
EBIT Margin	44.9%	42.2%	39.0%	39.4%	41.1%
净资产收益率 (ROE)	35.2%	30.9%	23.0%	21.9%	22.7%
市盈率 (PE)	14.1	14.1	17.2	16.5	14.6
EV/EBITDA	11.6	11.4	14.2	13.6	12.2
市净率 (PB)	4.97	4.36	3.96	3.61	3.32

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：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn

wangxinyu8@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980526070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	116.76 元
总市值/流通市值	142443/142443 百万元
52 周最高价/最低价	212.50/103.64 元
近 3 个月日均成交额	1229.69 百万元

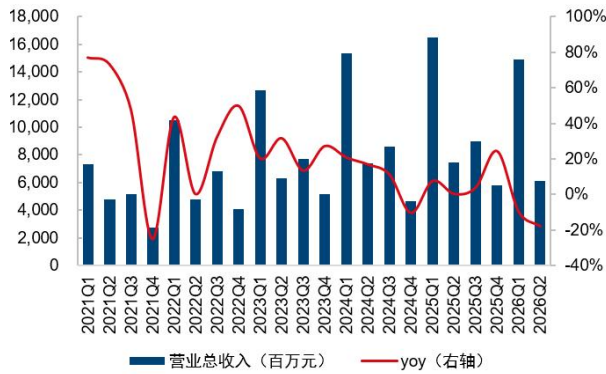
市场走势



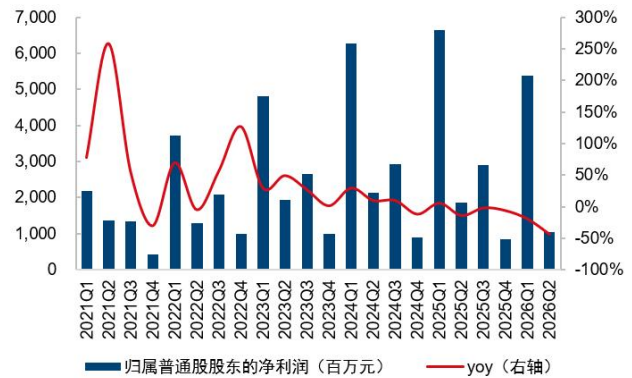
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

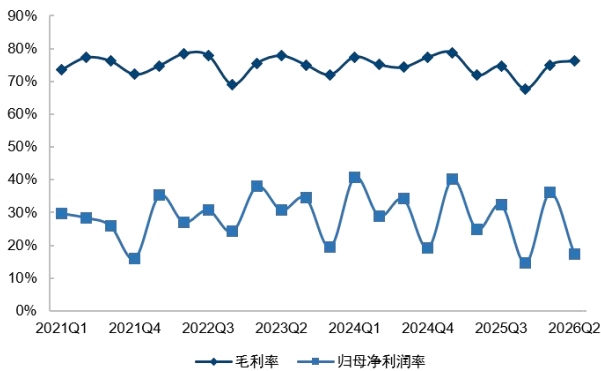
- 《山西汾酒（600809.SH）-2026Q1 收入及净利润下滑，释放经营压力》——2026-05-10
- 《山西汾酒（600809.SH）-2025 年收入稳健增长、利润持平，年度现金分红率提升》——2026-04-24
- 《山西汾酒（600809.SH）-2025Q3 收入同比+4%，经营节奏稳健》——2025-10-31
- 《山西汾酒（600809.SH）-2025H1 收入同比+5.4%，2025Q2 毛利率略有承压》——2025-08-29
- 《山西汾酒（600809.SH）-2025 年目标收入保持稳健增长，腰部产品发力》——2025-04-30

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速


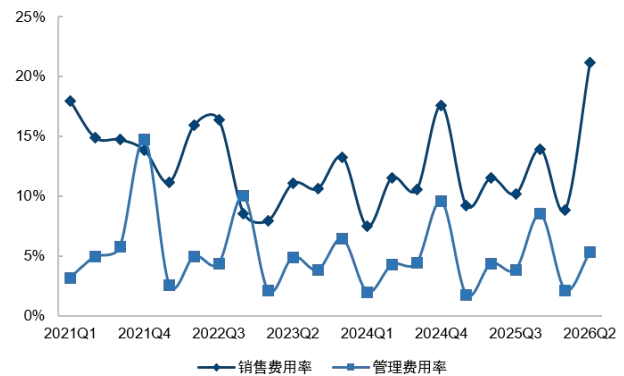
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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：盈利预测调整表

项目	调整前			调整后			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	37,014	38,310	41,358	33,127	34,251	36,892	-10.5%	-10.6%	-10.8%
收入同比增速%	-4.4%	3.5%	8.0%	-14.4%	3.4%	7.7%	-10.04pcts	-0.11pcts	-0.25pcts
毛利率%	73.6%	73.2%	73.6%	73.3%	72.9%	73.3%	-0.27pcts	-0.27pcts	-0.28pcts
销售费用率%	11.8%	11.5%	11.0%	11.8%	11.5%	11.0%	0pcts	0pcts	0pcts
管理费用率%	4.0%	4.0%	3.6%	4.0%	4.0%	3.6%	0pcts	0pcts	0pcts
归母净利润（百万元）	11,215	11,729	13,234	10,027	10,489	11,801	-10.6%	-10.6%	-10.8%
归母净利润同比增速%	-8.4%	4.6%	12.8%	-18.1%	4.6%	12.5%	-9.7pcts	0.02pcts	-0.32pcts
净利率%	30.3%	30.6%	32.0%	30.3%	30.6%	32.0%	-0.03pcts	0.01pcts	-0.01pcts
EPS（元）	9.19	9.61	10.85	8.22	8.60	9.67	-10.6%	-10.6%	-10.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

表2：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价（元） 2026/8/31	总市值（亿元） 2026/8/31	归母净利润（亿元）		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,373	17,194	867.8	919.5	19.8	18.7
000858.SZ	五粮液	优于大市	92	3,576	203.8	220.9	17.5	16.2
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	98	1,436	101.7	108.2	14.1	13.3
600809.SH	山西汾酒	优于大市	142	1,727	100.3	104.9	17.2	16.5
002304.SZ	洋河股份	中性	48	728	25.3	28.4	28.7	25.6
600702.SH	舍得酒业	优于大市	44	147	3.5	4.3	42.5	34.1
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	106	562	37.0	40.5	15.2	13.9
603369.SH	今世缘	优于大市	28	351	26.5	28.6	13.2	12.3
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	38	303	20.7	22.8	14.6	13.3
603589.SH	口子窖	中性	23	140	6.3	6.8	22.3	20.5
603919.SH	金徽酒	优于大市	18	93	3.6	4.0	25.6	23.2

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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6285	9767	13327	16902	19710	营业收入	36011	38718	33127	34251	36892
应收款项	33	36	31	32	34	营业成本	8570	9737	8835	9282	9838
存货净额	13270	14392	15200	15319	15377	营业税金及附加	5933	6916	5996	6028	6345
其他流动资产	22855	21716	22526	23291	25087	销售费用	3726	4102	3909	3939	4058
流动资产合计	44034	45911	51084	55544	60208	管理费用	1447	1453	1373	1418	1376
固定资产	4880	6130	5881	6058	6359	研发费用	148	174	99	103	111
无形资产及其他	1226	1202	1192	1185	1182	财务费用	(10)	(20)	(227)	(302)	(366)
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	61251	65893	70867	其他收入	(132)	(162)	(99)	(103)	(111)
短期借款及交易性金融负债	360	189	0	0	0	营业利润	16539	16661	13512	14155	15901
应付款项	4587	4218	3168	3258	3442	营业外净收支	(10)	(11)	0	(20)	(20)
其他流动负债	13017	11642	13782	14122	14765	利润总额	16529	16650	13512	14135	15881
流动负债合计	17963	16049	16950	17380	18207	所得税费用	4276	4355	3446	3604	4034
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	10	49	40	42	47
其他长期负债	328	140	140	140	140	归属于母公司净利润	12243	12246	10027	10489	11801
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	17090	17520	18347	净利润	12243	12246	10027	10489	11801
少数股东权益	451	501	517	534	550	资产减值准备	2	(1)	1	0	0
股东权益	34754	39633	43644	47839	51970	折旧摊销	230	263	425	493	525
负债和股东权益总计	53495	56323	61251	65893	70867	公允价值变动损失	(2)	(1)	0	0	0
						财务费用	(10)	(20)	(227)	(302)	(366)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(789)	(1617)	(523)	(455)	(1028)
每股收益	10.04	10.04	8.22	8.60	9.67	其它	4	20	15	16	16
每股红利	4.38	6.06	4.93	5.16	6.29	经营活动现金流	11688	10910	9945	10544	11314
每股净资产	28.49	32.49	35.77	39.21	42.59	资本开支	0	(1481)	(167)	(662)	(823)
ROIC	38.6%	32.7%	26.7%	30.3%	32.7%	其它投资现金流	(1540)	1591	0	0	0
ROE	35.2%	30.9%	23.0%	21.9%	22.7%	投资活动现金流	(1542)	86	(180)	(675)	(835)
毛利率	76.20%	74.85%	73.33%	72.90%	73.33%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	45%	42%	39%	39%	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)	(6016)	(6293)	(7670)
收入增长	12.8%	7.5%	-14.4%	3.4%	7.7%	其它融资现金流	3062	7272	(189)	0	0
净利润增长率	17.3%	0.0%	-18.1%	4.6%	12.5%	融资活动现金流	(7636)	(7514)	(6205)	(6293)	(7670)
资产负债率	35%	30%	29%	27%	27%	现金净变动	2510	3482	3560	3575	2808
股息率	3.1%	4.3%	3.5%	3.6%	4.4%	货币资金的期初余额	3775	6285	9767	13327	16902
P/E	14.1	14.1	17.2	16.5	14.6	货币资金的期末余额	6285	9767	13327	16902	19710
P/B	5.0	4.4	4.0	3.6	3.3	企业自由现金流	0	9229	9356	9420	9986
EV/EBITDA	11.6	11.4	14.2	13.6	12.2	权益自由现金流	0	16501	9336	9645	10259

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所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