



山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

渠道持续去库，动销底盘平稳

业绩简评

2026年10月28日，公司披露2026年三季度，26Q1~Q3实现营收283.82亿元，同比-13.80%；归母净利83.38亿元，同比-26.89%；扣非归母净利83.37亿元，同比-26.94%。26Q3实现营收73.38亿元，同比-18.11%；归母净利18.99亿元，同比-34.52%；扣非归母净利18.98亿元，同比-34.45%。

经营分析

营收拆分：(1) 产品端：26Q1-Q3 汾酒/其他酒类分别实现营收278.2/4.1亿元，同比分别-13.5%/-36.6%；26Q3 分别实现营收72.0/1.0亿元，同比分别-18.0%/-41.2%。(2) 区域端：26Q1-Q3 省内/省外分别实现营收105.4/176.9亿元，同比分别-4.2%/-18.9%；26Q3 分别实现营收26.0/46.9亿元，同比分别+14.4%/-29.7%，同期25Q3 省内/省外营收分别-35%/+31%。(3) 截至26Q3 末省内汾酒/其他酒类经销商分别为553/257家、环比+3/+54家，省外汾酒/其他酒类经销商分别为2898/613家、环比-39/-71家。
从报表结构来看：(1) 26Q3 归母净利率-6.5pct至25.9%，利润端表现略低于预期，其中毛利率同比-4.6pct至70.0%、销售费用率+3.5pct (26Q3 销售费用绝对额同比+9.8%)，其余费率基本稳定。

(2) 26Q3 末合同负债余额56.1亿元，环比-10.5亿元，26Q3 营收+△合同负债同比-28.2%；26Q3 销售收现61.6亿元，同比-26.1%；回款端表现略低于营收端。

盈利预测、估值与评级

我们预计26~28年收入分别-14.1%/+6.2%/+8.4%；归母净利分别-25.7%/+10.1%/+13.7%，对应归母净利分别为91.0/100.2/114.0亿元；EPS为7.46/8.22/9.34元，公司股票现价对应PE估值分别为15.0/13.6/11.9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

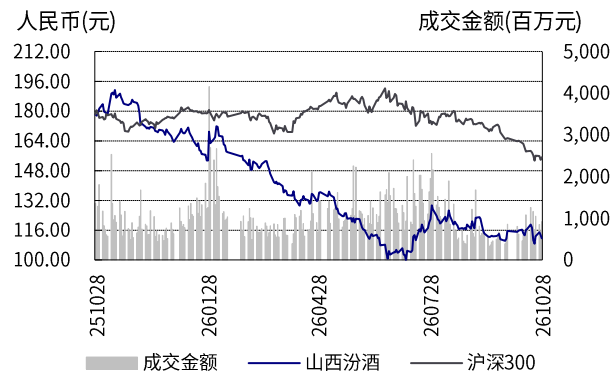
分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：111.60 元

相关报告：

- 《山西汾酒公司点评：业绩符合预期，渠道去库稳步推进》，2026.8.30
- 《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



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	33,270	35,324	38,300
营业收入增长率	12.8%	7.5%	-14.1%	6.2%	8.4%
归母净利润(百万元)	12,243	12,246	9,103	10,023	11,398
归母净利润增长率	17.3%	0.0%	-25.7%	10.1%	13.7%
摊薄每股收益(元)	10.04	10.04	7.46	8.22	9.34
每股经营性现金流净额	9.98	7.39	8.20	7.95	9.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.2%	30.9%	21.3%	21.6%	22.7%
P/E	18.4	17.1	15.0	13.6	11.9
P/B	6.5	5.3	3.2	2.9	2.7

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	33,270	35,324	38,300
增长率		12.8%	7.5%	-14.1%	6.2%	8.4%
主营业务成本	-7,884	-8,570	-9,737	-8,954	-9,349	-9,878
%销售收入	24.7%	23.8%	25.1%	26.9%	26.5%	25.8%
毛利	24,044	27,441	28,982	24,316	25,974	28,422
%销售收入	75.3%	76.2%	74.9%	73.1%	73.5%	74.2%
营业税金及附加	-5,832	-5,933	-6,916	-6,221	-6,429	-6,817
%销售收入	18.3%	16.5%	17.9%	18.7%	18.2%	17.8%
销售费用	-3,217	-3,726	-4,102	-4,458	-4,658	-4,858
%销售收入	10.1%	10.3%	10.6%	13.4%	13.2%	12.7%
管理费用	-1,202	-1,447	-1,453	-1,431	-1,481	-1,581
%销售收入	3.8%	4.0%	3.8%	4.3%	4.2%	4.1%
研发费用	-88	-148	-174	-166	-177	-192
%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	12,039	13,230	14,974
%销售收入	42.9%	44.9%	42.2%	36.2%	37.5%	39.1%
财务费用	8	10	20	25	25	35
%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	500	500	500
%税前利润	3.5%	3.2%	3.1%	4.0%	3.6%	3.2%
营业利润	14,224	16,539	16,661	12,569	13,760	15,515
营业利润率	44.5%	45.9%	43.0%	37.8%	38.9%	40.5%
营业外收支	-19	-10	-11	-3	-3	-3
税前利润	14,205	16,529	16,650	12,566	13,757	15,512
利润率	44.5%	45.9%	43.0%	37.8%	38.9%	40.5%
所得税	-3,747	-4,276	-4,355	-3,418	-3,687	-4,064
所得税率	26.4%	25.9%	26.2%	27.2%	26.8%	26.2%
净利润	10,459	12,253	12,295	9,148	10,070	11,448
少数股东损益	20	10	49	45	47	50
归属于母公司的净利润	10,438	12,243	12,246	9,103	10,023	11,398
净利率	32.7%	34.0%	31.6%	27.4%	28.4%	29.8%

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	9,148	10,070	11,448
少数股东损益	20	10	49	45	47	50
非现金支出	607	577	621	286	310	332
非经营收益	-960	-311	-217	-824	-610	-614
营运资金变动	-2,881	-347	-3,685	1,396	-75	537
经营活动现金净流	7,225	12,172	9,014	10,006	9,695	11,703
资本开支	-482	-635	-1,193	-793	-741	-742
投资	-10,094	-3,660	2,940	-6,470	0	0
其他	356	366	453	500	500	500
投资活动现金净流	-10,220	-3,929	2,201	-6,763	-241	-242
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	10	-199	0
其他	-4,432	-5,734	-7,762	-5,917	-6,515	-7,409
筹资活动现金净流	-4,432	-5,734	-7,762	-5,908	-6,714	-7,409
现金净流量	-7,426	2,510	3,452	-2,664	2,740	4,052

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	7,102	9,842	13,893
应收款项	1,637	1,795	2,096	2,026	2,151	2,332
存货	11,573	13,270	14,392	14,719	15,625	16,238
其他流动资产	17,623	22,684	19,656	26,070	26,075	26,083
流动资产	34,608	44,034	45,911	49,917	53,693	58,546
%总资产	78.5%	82.3%	81.5%	81.6%	82.0%	82.6%
长期投资	121	117	139	142	142	142
固定资产	2,756	4,880	6,130	6,622	7,040	7,436
%总资产	6.2%	9.1%	10.9%	10.8%	10.8%	10.5%
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	11,247	11,789	12,313
%总资产	21.5%	17.7%	18.5%	18.4%	18.0%	17.4%
资产总计	44,096	53,495	56,323	61,164	65,482	70,859
短期借款	345	360	189	199	0	0
应付款项	3,847	5,626	5,462	6,726	7,022	7,415
其他流动负债	10,955	11,978	10,398	10,734	11,399	12,345
流动负债	15,147	17,963	16,049	17,659	18,422	19,760
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	17,798	18,561	19,899
普通股股东权益	27,837	34,754	39,633	42,819	46,327	50,317
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	40,183	43,691	47,681
少数股东权益	438	451	501	546	594	643
负债股东权益合计	44,096	53,495	56,323	61,164	65,482	70,859

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	8.556	10.035	10.038	7.462	8.216	9.343
每股净资产	22.818	28.488	32.487	35.099	37.974	41.244
每股经营现金净流	5.922	9.978	7.388	8.202	7.947	9.593
每股股利	4.370	8.520	6.560	4.850	5.340	6.073
回报率						
净资产收益率	37.50%	35.23%	30.90%	21.26%	21.63%	22.65%
总资产收益率	23.67%	22.89%	21.74%	14.88%	15.31%	16.09%
投入资本收益率	35.26%	33.74%	29.92%	20.12%	20.64%	21.69%
增长率						
主营业务收入增长率	21.80%	12.79%	7.52%	-14.07%	6.17%	8.43%
EBIT 增长率	30.82%	18.11%	0.93%	-26.31%	9.89%	13.19%
净利润增长率	28.93%	17.29%	0.03%	-25.67%	10.10%	13.72%
总资产增长率	20.20%	21.32%	5.29%	8.59%	7.06%	8.21%
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	600.0	610.0	600.0
应付账款周转天数	105.6	130.4	132.6	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	22.0	28.9	30.6	36.7	34.7	32.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.31%	-16.83%	-23.86%	-15.92%	-20.97%	-27.26%
EBIT 利息保障倍数	-1,726.6	-1,657.6	-815.8	-481.7	-526.6	-423.9
资产负债率	35.88%	34.19%	28.74%	29.10%	28.35%	28.08%

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	11	52	56	111
增持	0	1	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.08	1.05	1.05	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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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