山西汾酒（600809.SH）

短期业绩承压，渠道调整与消费者运营持续推进

优于大市

核心观点

2026Q1-Q3 实现营业收入 283.82 亿元，同比下降 13.80%；归母净利润 83.38 亿元，同比下降 26.89%。其中，2026Q3 实现营业收入 73.38 亿元，同比下降 18.11%；归母净利润 18.99 亿元，同比下降 34.52%。

省内恢复增长，省外及代理渠道仍是收入主要拖累。2026Q3 省内/省外酒类收入分别为 26.01/46.91 亿元，同比分别+14.44%/-29.67%，省内收入占比同比提升 10.25pcts 至 35.67%。分产品看，汾酒/其他酒类收入分别为 71.96/0.96 亿元，同比分别-18.04%/-41.23%。分渠道看，代理/直销及电商平台收入分别为 65.93/6.99 亿元，同比分别-20.15%/+1.78%。2026Q3 末省内/省外经销商分别为 810/3511 家，较 2026Q2 末分别净增 57 家/净减 110 家，其中省外汾酒经销商净减 39 家。

毛利率下降叠加销售费用增长，所得税率提升进一步压制利润。2026Q3 毛利率 70.04%，同比下降 4.59pcts；销售费用率同比提升 3.47pcts 至 13.64%；管理及研发费用率合计 4.90%，同比提升 0.51pcts。税金及附加率同比下降 0.70pcts 至 15.87%；有效所得税率同比提升 3.05pcts 至 29.35%，归母净利率最终同比下降 6.48pcts 至 25.87%。回款端亦有压力，2026Q3 销售收现 61.62 亿元，同比下降 26.15%；经营活动现金流量净额 12.83 亿元，同比下降 57.27%。2026Q3 末合同负债 56.13 亿元，较 2026Q2 末减少 10.45 亿元。

主动控速为渠道调整留出空间，产品梯队与消费者运营支撑中长期发展。我们认为，短期收入与利润仍处于调整阶段，经营重心向终端动销和渠道健康转移，有助于降低渠道积压对价格体系的冲击。依托“汾享礼遇”和“五码合一”追溯体系，返利后置、营销资源与实际消费挂钩，推动经销商增加终端服务和本地消费者运营投入。产品端，青花系列、巴拿马、老白汾及玻汾覆盖不同价格带，分别承接商务宴请、宴席聚饮及大众自饮需求，较完整的产品梯队有助于分散单一价格带调整的影响。轻量装、低度化产品及“观汾”体验场景，则增加了年轻消费者接触和尝试汾酒的机会。

投资建议：由于省外销售及盈利仍有压力，我们下调此前盈利预测，2026-2028 年公司实现营业总收入 330/332/341 亿元（前预测值为 331/343/369 亿元），同比-14.8%/0.5%/3.0%；2026-2028 年公司实现归母净利润 95/96/104 亿元（前预测值为 100/105/118 亿元），同比-22.1%/1.0%/8.1%；实现 EPS7.82/7.90/8.54 元；当前股价对应 PE 分别为 15.0/14.8/13.7 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	33,006	33,165	34,150
(+/-%)	12.8%	7.5%	-14.8%	0.5%	3.0%
净利润(百万元)	12243	12246	9545	9637	10416
(+/-%)	17.3%	0.0%	-22.1%	1.0%	8.1%
每股收益（元）	10.04	10.04	7.82	7.90	8.54
EBIT Margin	44.9%	42.2%	37.5%	37.5%	39.0%
净资产收益率（ROE）	35.2%	30.9%	22.0%	20.4%	20.4%
市盈率（PE）	11.7	11.7	15.0	14.8	13.7
EV/EBITDA	9.8	9.6	12.5	12.4	11.6
市净率（PB）	4.11	3.61	3.29	3.02	2.81

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
zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：王新雨
021-60875135
wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980526070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	126.27 元
总市值/流通市值	154045/154045 百万元
52 周最高价/最低价	203.58/103.64 元
近 3 个月日均成交额	840.70 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）-2026 上半年收入同比下降 12%，进一步释放经营压力》——2026-09-01

《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

图1：公司单季度营业总收入及同比增速



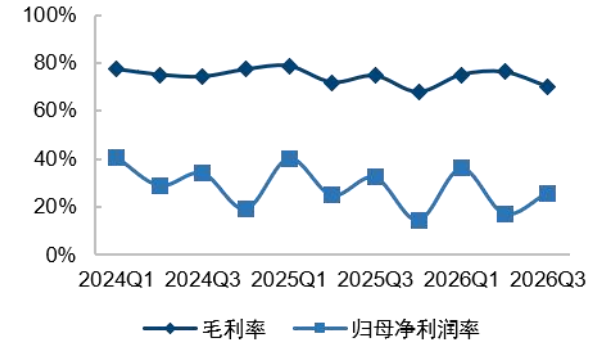
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润及同比增速



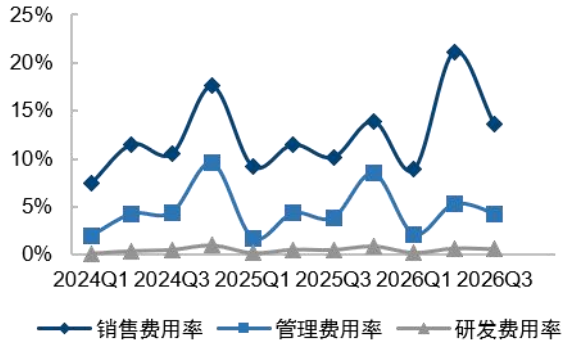
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

	调整前			调整后			调整幅度		
项目	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	33,127	34,251	36,892	33,006	33,165	34,150	-0.4%	-3.2%	-7.4%
收入同比增速%	-14.4%	3.4%	7.7%	-14.8%	0.5%	3.0%	-0.31pcts	-2.91pcts	-4.74pcts
毛利率%	73.3%	72.9%	73.3%	72.2%	71.5%	71.7%	-1.17pcts	-1.4pcts	-1.62pcts
销售费用率%	11.8%	11.5%	11.0%	12.0%	11.9%	11.2%	0.2pcts	0.4pcts	0.2pcts
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）	10,027	10,489	11,801	9,545	9,637	10,416	-4.8%	-8.1%	-11.7%
归母净利润同比增速%	-18.1%	4.6%	12.5%	-22.1%	1.0%	8.1%	-3.93pcts	-3.64pcts	-4.43pcts
净利率%	30.3%	30.6%	32.0%	28.9%	29.1%	30.5%	-1.35pcts	-1.56pcts	-1.49pcts
EPS（元）	8.22	8.60	9.67	7.82	7.90	8.54	-4.8%	-8.1%	-11.7%

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）2026/10/30	总市值（亿元）2026/10/30	归母净利润（亿元）		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,354	16,926	841.9	894.0	20.1	18.9
000858.SZ	五粮液	优于大市	72	2,806	137.3	153.1	20.4	18.3
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	70	1,031	74.9	80.7	13.8	12.8
600809.SH	**山西汾酒**	优于大市	**117**	**1,430**	**95.5**	**96.4**	**15.0**	**14.8**
002304.SZ	洋河股份	中性	37	551	21.0	24.0	26.3	23.0
000799.SZ	酒鬼酒	中性	34	109	0.4	0.7	286.9	152.4
600702.SH	舍得酒业	优于大市	31	103	2.0	2.7	50.2	38.0
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	87	460	29.1	32.7	15.8	14.1
603369.SH	今世缘	优于大市	31	392	25.9	27.6	15.1	14.2
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	40	323	20.8	22.8	15.5	14.2
603589.SH	口子窖	中性	17	103	5.2	5.7	19.7	17.9
603919.SH	金徽酒	优于大市	15	78	2.6	3.6	30.3	21.8

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
现金及现金等价物	6285	9767	13200	17080	20356
应收款项	33	36	31	31	32
存货净额	13270	14392	15585	15332	14840
其他流动资产	22855	21716	22444	22552	23222
流动资产合计	**44034**	**45911**	**51260**	**54996**	**58449**
固定资产	4880	6130	5881	6058	6359
无形资产及其他	1226	1202	1192	1185	1182
投资性房地产	3260	2962	2962	2962	2962
长期股权投资	96	119	132	144	157
资产总计	**53495**	**56323**	**61427**	**65345**	**69108**
短期借款及交易性金融负债	360	189	0	0	0
应付款项	4587	4218	3248	3261	3322
其他流动负债	13017	11642	14071	14106	14148
流动负债合计	**17963**	**16049**	**17320**	**17367**	**17470**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	328	140	140	140	140
长期负债合计	**328**	**140**	**140**	**140**	**140**
负债合计	**18291**	**16189**	**17459**	**17507**	**17610**
少数股东权益	451	501	517	532	546
股东权益	34754	39633	43451	47306	50952
负债和股东权益总计	**53495**	**56323**	**61427**	**65345**	**69108**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	10.04	10.04	7.82	7.90	8.54
每股红利	4.38	6.06	4.69	4.74	5.55
每股净资产	28.49	32.49	35.61	38.77	41.76
ROIC	38.6%	32.7%	25.4%	28.1%	29.9%
ROE	35.2%	30.9%	22.0%	20.4%	20.4%
毛利率	76.20%	74.85%	72.16%	71.50%	71.72%
EBIT Margin	45%	42%	38%	37%	39%
EBITDA Margin	46%	43%	39%	39%	41%
收入增长	12.8%	7.5%	-14.8%	0.5%	3.0%
净利润增长率	17.3%	0.0%	-22.1%	1.0%	8.1%
资产负债率	35%	30%	29%	28%	26%
股息率	3.7%	5.2%	4.0%	4.0%	4.7%
P/E	11.7	11.7	15.0	14.8	13.7
P/B	4.1	3.6	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	9.8	9.6	12.5	12.4	11.6

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**36011**	**38718**	**33006**	**33165**	**34150**
营业成本	8570	9737	9190	9452	9658
营业税金及附加	5933	6916	6007	5870	5976
销售费用	3726	4102	3961	3947	3825
管理费用	1447	1453	1368	1375	1277
研发费用	148	174	99	99	102
财务费用	(10)	(20)	(225)	(303)	(374)
投资收益	324	290	371	371	371
资产减值及公允价值变动	2	1	0	0	0
其他收入	(132)	(162)	(99)	(99)	(102)
营业利润	16539	16661	12977	13096	14056
营业外净收支	(10)	(11)	0	(20)	(20)
利润总额	**16529**	**16650**	**12977**	**13076**	**14036**
所得税费用	4276	4355	3394	3400	3579
少数股东损益	10	49	38	38	41
归属于母公司净利润	**12243**	**12246**	**9545**	**9637**	**10416**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	12243	12246	9545	9637	10416
资产减值准备	2	(1)	1	0	0
折旧摊销	230	263	425	493	525
公允价值变动损失	(2)	(1)	0	0	0
财务费用	(10)	(20)	(225)	(303)	(374)
营运资本变动	(789)	(1617)	(456)	192	(74)
其它	4	20	14	15	14
经营活动现金流	**11688**	**10910**	**9529**	**10338**	**10881**
资本开支	0	(1481)	(167)	(662)	(823)
其它投资现金流	(1540)	1591	0	0	0
投资活动现金流	**(1542)**	**86**	**(180)**	**(675)**	**(835)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(5349)	(7393)	(5727)	(5782)	(6770)
其它融资现金流	3062	7272	(189)	0	0
融资活动现金流	**(7636)**	**(7514)**	**(5916)**	**(5782)**	**(6770)**
现金净变动	**2510**	**3482**	**3433**	**3880**	**3276**
货币资金的期初余额	3775	6285	9767	13200	17080
货币资金的期末余额	6285	9767	13200	17080	20356
企业自由现金流	0	9229	8944	9214	9545
权益自由现金流	0	16501	8922	9439	9824

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±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±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