开源证券

山西汾酒（600809.SH） 调整接近尾声，实际动销良好

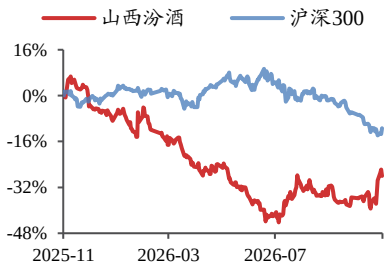
2026 年 11 月 05 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/11/4
当前股价(元)	129.00
一年最高最低(元)	203.58/103.64
总市值(亿元)	1,573.75
流通市值(亿元)	1,573.75
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.20
近 3 个月换手率(%)	36.34

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《主动降速调整，长期发展潜力仍足—公司信息更新报告》-2026.9.3

《渠道回款积极，实际动销顺畅—公司信息更新报告》-2026.5.3

《收入韧性凸显，盈利能力下降—公司信息更新报告》-2026.4.25

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（分析师）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790521060002

● **公司主动调整节奏夯实基础，长期发展潜力仍足，维持“买入”评级**

前三季度公司实现营业收入 283.82 亿元，同比-13.80%；归母净利润 83.38 亿元，同比-26.89%。Q3 公司实现营业收入 73.38 亿元，同比-18.11%；归母净利润 18.99 亿元，同比-34.52%。由于公司持续推动渠道去库存，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 92.56（-0.23）亿元、99.09（-4.27）亿元、106.49（-4.45）亿元，同比分别-24.4%、+7.1%、+7.5%，EPS 分别为 7.59（-0.02）元、8.12（-0.35）元、8.73（-0.36）元，当前股价对应 PE 分别为 17.0、15.9、14.8 倍。公司产品结构完善、渠道精耕扎实，兼具发展韧性和弹性，当下主动去化库存调整节奏，有利于长期发展，维持“买入”评级。

● **实际需求韧性良好，调整逐步接近尾声**

2026 年开始，公司主动调整节奏，清除历史库存，不过不同区域、不同产品分化明显。前三季度青花和玻汾同比下滑幅度略超平均增速，腰部产品下滑幅度较小。从库存角度看，玻汾流通属性强，库存波动更大；青花系列管控更严，库存有序去化。

● **降低渠道回款要求，现金流表现略有压力**

Q3 销售收到的现金 61.62 亿元，同比下降 26.15%，Q3 末合同负债 56.13 亿元，同比下降 2.91%。公司降低回款任务，尽快处理历史包袱，实际市场秩序良好。

● **毛利率下降，销售费用率提升较多，净利率下降**

Q3 毛利率同比-4.6pct 至 70.0%，Q3 销售费用率同比+3.5pct，主要是收入下降但部分费用偏刚性。归母净利率下降 6.49pct 至 25.87%。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,011	38,718	32,518	34,063	36,331
YOY(%)	12.8	7.5	-16.0	4.8	6.7
归母净利润(百万元)	12,243	12,246	9,256	9,909	10,649
YOY(%)	17.3	0.0	-24.4	7.1	7.5
毛利率(%)	76.2	74.9	74.0	73.2	73.1
净利率(%)	34.0	31.8	28.5	29.1	29.3
ROE(%)	34.8	30.6	18.7	17.4	16.0
EPS(摊薄/元)	10.04	10.04	7.59	8.12	8.73
P/E(倍)	12.9	12.9	17.0	15.9	14.8
P/B(倍)	4.5	4.0	3.2	2.8	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	44034	45911	54454	64059	72211
现金	6285	9767	23216	26019	39042
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	33	36	22	39	26
预付账款	99	182	54	193	70
存货	13270	14392	9628	16274	11539
其他流动资产	24347	21534	21534	21534	21534
非流动资产	9461	10413	9640	9801	9915
长期投资	96	119	177	235	294
固定资产	2856	3250	3033	3340	3595
无形资产	1226	1202	1344	1510	1572
其他非流动资产	5284	5841	5086	4715	4454
资产总计	53495	56323	64095	73859	82126
流动负债	17963	16049	14564	16614	15329
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4587	4218	3427	4817	4036
其他流动负债	13377	11832	11136	11798	11294
非流动负债	328	140	140	140	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	328	140	140	140	140
负债合计	18291	16189	14704	16754	15469
少数股东权益	451	501	502	503	504
股本	1220	1220	1220	1220	1220
资本公积	704	704	704	704	704
留存收益	32702	37555	43511	49999	57302
归属母公司股东权益	34754	39633	48889	56602	66152
负债和股东权益	53495	56323	64095	73859	82126

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12172	9014	12766	4850	13743
净利润	12253	12295	9257	9910	10650
折旧摊销	235	268	269	295	338
财务费用	-10	-20	-332	-568	-794
投资损失	-324	-290	-35	-355	
营运资金变动	-347	-3685	3603	-4758	3581
其他经营现金流	365	446	5	7	4
投资活动现金流	-3929	2201	540	-420	-417
资本支出	638	1194	-562	397	394
长期投资	-3660	2940	-58	-58	-58
其他投资现金流	369	454	36	35	35
筹资活动现金流	-5734	-7762	143	-1628	-304
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5734	-7762	143	-1628	-304
现金净增加额	2510	3452	13449	2803	13023

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	36011	38718	32518	34063	36331
营业成本	8570	9737	8455	9117	9790
营业税金及附加	5933	6916	6048	5995	6394
营业费用	3726	4102	4553	4769	5086
管理费用	1447	1453	1219	1277	1362
研发费用	148	174	110	126	143
财务费用	-10	-20	-332	-568	-794
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
其他收益	11	14	12	13	13
公允价值变动收益	0	0	1	0	0
投资净收益	324	290	35	35	35
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	16539	16661	12519	13403	14402
营业外收入	4	7	6	6	6
营业外支出	14	18	16	17	17
利润总额	16529	16650	12509	13391	14392
所得税	4276	4355	3252	3482	3742
净利润	12253	12295	9257	9910	10650
少数股东损益	10	49	1	1	1
归属母公司净利润	12243	12246	9256	9909	10649
EBITDA	16575	16625	12283	12948	13754
EPS(元)	10.04	10.04	7.59	8.12	8.73

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	12.8	7.5	-16.0	4.8	6.7
营业利润(%)	16.3	0.7	-24.9	7.1	7.5
归属于母公司净利润(%)	17.3	0.0	-24.4	7.1	7.5
获利能力					
毛利率(%)	76.2	74.9	74.0	73.2	73.1
净利率(%)	34.0	31.8	28.5	29.1	29.3
ROE(%)	34.8	30.6	18.7	17.4	16.0
ROIC(%)	42.1	40.5	35.0	30.9	37.1
偿债能力					
资产负债率(%)	34.2	28.7	22.9	22.7	18.8
净负债比率(%)	-16.4	-23.5	-46.7	-45.3	-58.4
流动比率	2.5	2.9	3.7	3.9	4.7
速动比率	0.4	0.7	1.7	1.7	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	235067.5	449993.8	449993.8	449993.8	449993.8
应付账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	10.04	10.04	7.59	8.12	8.73
每股经营现金流(最新摊薄)	9.98	7.39	10.46	3.98	11.27
每股净资产(最新摊薄)	28.49	32.49	40.07	46.40	54.22
估值比率					
P/E	12.9	12.9	17.0	15.9	14.8
P/B	4.5	4.0	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	9.2	8.9	11.0	10.2	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn