



山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营韧性突出，省外势能向好

业绩简评

2025 年 10 月 30 日,公司披露 2025 年三季度,期内实现营收 329.2 亿元,同比+5.0%;归母净利 114.0 亿元,同比+0.5%。其中,25Q3 实现营收 89.6 亿元,同比+4.1%;归母净利 29.0 亿元,同比-1.4%。

经营分析

公司经营呈现不错韧性,尤其省外伴随品牌势能提升,公司进一步引入优质经销资源,25Q3 省外汾酒经销商环比增加 259 个至 2872 个。此前省外推进渠道秩序梳理&汾享礼遇模式导入时,山西省内承担较多回款压力,25Q3 省内营收同比-35%已在逐渐去包袱。产品结构层面,我们预计延续两头占优趋势,整体产品结构趋稳,25Q3 利润端主要受税金及附加占比提升扰动。

具体而言:1) 产品端:25Q1-Q3 汾酒/其他酒类分别实现营收 321.7/6.5 亿元,同比分别+5.5%/-15.9%;25Q3 分别实现营收 87.8/1.6 亿元,同比分别+5.0%/-28.6%。2) 区域端:25Q1-Q3 省内/省外分别实现营收 110.1/218.1 亿元,同比分别-7.5%/+12.7%,省外占比提升至 66%;25Q3 分别实现营收 22.7/66.7 亿元,同比分别-35.2%/+31.1%。25Q3 末汾酒省内/省外经销商较 25H1 末分别+19/+259 家至 572/2872 家。

从报表结构来看:1) 25Q3 归母净利率-1.8pct 至 32.4%,其中毛利率同比+0.3pct,税金及附加占比同比+2.0pct,销售费用率-0.4pct,管理费用率-0.6pct。2) 25Q3 末合同负债余额 57.8 亿元,环比-2.0 亿元,考虑环比合同负债变量后 25Q3 营收+4.8%;25Q3 销售收现 83.4 亿元,同比-2.5%,25Q3 末应收款项融资余额环比小幅减少至 18.7 亿元、但较去年同期+27%。

盈利预测、估值与评级

我们预计 25-27 年收入分别+4.9%/+5.8%/+12.2%;归母净利分别+0.3%/+6.8%/+15.2%,对应归母净利分别 122.8/131.1/151.1 亿元;EPS 为 10.06/10.75/12.38 元,公司股票现价对应 PE 估值分别为 18.7/17.5/15.2 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

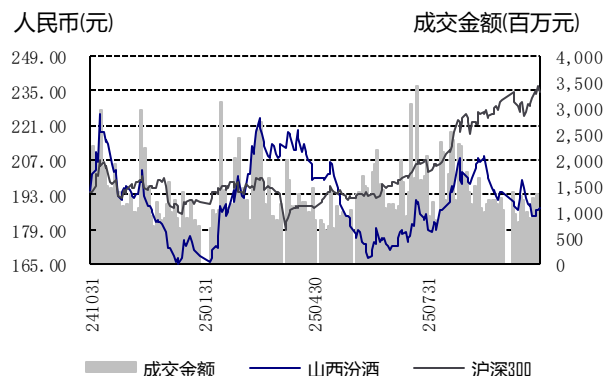
分析师:叶韬(执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价(人民币):188.01 元

相关报告:

- 《山西汾酒公司点评:业绩符合预期,全国化稳步推进》, 2025.8.28
- 《山西汾酒公司深度研究:再论汾酒势能与全国化潜力》, 2025.8.1
- 《山西汾酒公司点评:业绩稳健落地,强品牌势能驱动增长》, 2025.4.30



公司基本情况(人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	37,781	39,963	44,858
营业收入增长率	21.8%	12.8%	4.9%	5.8%	12.2%
归母净利润(百万元)	10,438	12,243	12,278	13,113	15,107
归母净利润增长率	28.9%	17.3%	0.3%	6.8%	15.2%
摊薄每股收益(元)	8.56	10.04	10.06	10.75	12.38
每股经营性现金流净额	5.92	9.98	10.61	10.28	12.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.5%	35.2%	31.0%	29.2%	29.6%
P/E	27.0	18.4	18.7	17.5	15.2
P/B	10.1	6.5	5.8	5.1	4.5

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	26,214	31,928	36,011	37,781	39,963	44,858
增长率	21.8%	12.8%	4.9%	5.8%	12.2%	
主营业务成本	-6,460	-7,884	-8,570	-9,018	-9,441	-10,371
%销售收入	24.6%	24.7%	23.8%	23.9%	23.6%	23.1%
毛利	19,754	24,044	27,441	28,763	30,522	34,487
%销售收入	75.4%	75.3%	76.2%	76.1%	76.4%	76.9%
营业税金及附加	-4,602	-5,832	-5,933	-6,753	-7,024	-7,839
%销售收入	17.6%	18.3%	16.5%	17.9%	17.6%	17.5%
销售费用	-3,404	-3,217	-3,726	-4,250	-4,550	-4,850
%销售收入	13.0%	10.1%	10.3%	11.2%	11.4%	10.8%
管理费用	-1,214	-1,202	-1,447	-1,518	-1,618	-1,768
%销售收入	4.6%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%
研发费用	-58	-88	-148	-155	-164	-184
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	10,476	13,705	16,187	16,087	17,166	19,846
%销售收入	40.0%	42.9%	44.9%	42.6%	43.0%	44.2%
财务费用	37	8	10	14	17	20
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	17	-3	7	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	0
投资收益	330	499	526	473	473	473
%税前利润	3.0%	3.5%	3.2%	2.9%	2.7%	2.3%
营业利润	10,873	14,224	16,539	16,574	17,657	20,339
营业利润率	41.5%	44.5%	45.9%	43.8%	44.2%	45.3%
营业外收支	3	-19	-10	-20	0	0
税前利润	10,876	14,205	16,529	16,554	17,657	20,339
利润率	41.5%	44.5%	45.9%	43.8%	44.2%	45.3%
所得税	-2,719	-3,747	-4,276	-4,266	-4,532	-5,221
所得税率	25.0%	26.4%	25.9%	25.8%	25.7%	25.7%
净利润	8,157	10,459	12,253	12,288	13,125	15,119
少数股东损益	61	20	10	11	11	12
归属于母公司的净利润	8,096	10,438	12,243	12,278	13,113	15,107
净利率	30.9%	32.7%	34.0%	32.5%	32.8%	33.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	8,157	10,459	12,253	12,288	13,125	15,119
少数股东损益	61	20	10	11	11	12
非现金支出	198	607	577	365	507	604
非经营收益	-836	-960	-311	-574	-574	-578
营运资金变动	2,791	-2,881	-347	859	-516	-417
经营活动现金净流	10,310	7,225	12,172	12,938	12,542	14,727
资本开支	-826	-482	-635	-1,765	-2,834	-2,234
投资	-2,433	-10,094	-3,660	-2,099	-2,309	-2,540
其他	365	356	366	473	473	473
投资活动现金净流	-2,894	-10,220	-3,929	-3,391	-4,670	-4,302
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-360	0	0
其他	-2,208	-4,432	-5,734	-7,374	-7,875	-9,071
筹资活动现金净流	-2,208	-4,432	-5,734	-7,734	-7,875	-9,071
现金净流量	5,209	-7,426	2,510	1,814	-4	1,355

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,201	3,775	6,285	8,087	8,073	9,418
应收款项	1,045	1,637	1,795	1,926	2,037	2,286
存货	9,650	11,573	13,270	14,824	16,037	17,900
其他流动资产	7,306	17,623	22,684	23,206	25,520	28,072
流动资产	29,202	34,608	44,034	48,042	51,667	57,677
%总资产	79.6%	78.5%	82.3%	79.3%	77.5%	77.5%
长期投资	107	121	117	117	117	117
固定资产	2,480	2,756	4,880	7,863	10,202	11,842
%总资产	6.8%	6.2%	9.1%	13.0%	15.3%	15.9%
无形资产	1,076	1,247	1,275	1,284	1,293	1,302
非流动资产	7,484	9,488	9,461	12,560	14,994	16,736
%总资产	20.4%	21.5%	17.7%	20.7%	22.5%	22.5%
资产总计	36,686	44,096	53,495	60,602	66,661	74,413
短期借款	9	345	360	0	0	0
应付款项	4,751	3,847	5,626	6,708	6,749	6,767
其他流动负债	10,087	10,955	11,978	13,452	14,224	15,912
流动负债	14,846	15,147	17,963	20,159	20,973	22,680
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	674	328	316	306	296
负债	14,941	15,821	18,291	20,476	21,279	22,976
普通股股东权益	21,321	27,837	34,754	39,665	44,910	50,953
其中：股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
未分配利润	18,841	25,229	32,144	37,055	42,300	48,343
少数股东权益	425	438	451	461	473	484
负债股东权益合计	36,686	44,096	53,495	60,602	66,661	74,413

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	6.636	8.556	10.035	10.064	10.749	12.383
每股净资产	17.475	22.818	28.488	32.513	36.813	41.766
每股经营现金净流	8.450	5.922	9.978	10.606	10.280	12.072
每股股利	3.320	4.370	6.060	6.038	6.449	7.430
回报率						
净资产收益率	37.97%	37.50%	35.23%	30.95%	29.20%	29.65%
总资产收益率	22.07%	23.67%	22.89%	20.26%	19.67%	20.30%
投入资本收益率	36.04%	35.26%	33.74%	29.76%	28.12%	28.68%
增长率						
主营业务收入增长率	31.26%	21.80%	12.79%	4.91%	5.78%	12.25%
EBIT 增长率	52.26%	30.82%	18.11%	-0.62%	6.71%	15.61%
净利润增长率	52.36%	28.93%	17.29%	0.28%	6.81%	15.20%
总资产增长率	22.47%	20.20%	21.32%	13.28%	10.00%	11.63%
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	504.0	491.2	529.1	600.0	620.0	630.0
应付账款周转天数	114.8	105.6	130.4	180.0	170.0	150.0
固定资产周转天数	29.6	22.0	28.9	43.8	50.9	48.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.34%	-12.31%	-16.83%	-20.15%	-17.79%	-18.31%
EBIT 利息保障倍数	-284.7	-1,726.6	-1,657.6	-1,139.3	-995.3	-1,009.3
资产负债率	40.73%	35.88%	34.19%	33.79%	31.92%	30.88%

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	12	45	72	142
增持	0	0	1	4	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.06	1.08	1.02

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