

山西汾酒半年报：收入和利润仍在下降，但经营现金流逆势增长；青花系列和全国化渠道的修复尚未传到利润表

中报验证更新 | 财务期截至2026年6月30日，法定披露日为2026-08-31；市场参考截至2026年8月31日收盘。

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。

这次更新先看什么

本期出现明显分化：规模和利润承压，现金却改善。要判断汾酒是否接近拐点，必须把现金改善与量价、库存和费用放在一起看。上一期命题仍未得到完整验证，本次只把新中报放回原来的问题里检查，不把一季或半年增速直接外推全年。

总体看法保持中性：收入和利润仍在下降，但经营现金流逆势增长；青花系列和全国化渠道的修复尚未传到利润表。经营现金流同比增长11.23%，扣非利润与归母净利润几乎一致，说明回款基础和利润质量没有被一次性收益完全掩盖。

半年报把成绩单摊开

指标	2026年上半年	同比或对照
营业收入	210.44亿元	-12.18%
归母净利润	64.39亿元	-24.29%
扣非净利润	64.39亿元	-24.39%
经营活动现金流	66.52亿元	+11.23%
净资产收益率	15.02%	上期23.77%

山西汾酒上半年营业收入210.44亿元，同比下降12.18%；归母净利润64.39亿元，同比下降24.29%。公司仍以汾酒、竹叶青酒和杏花村酒为主，青花系列承担高端定位，全国化渠道和南方市场拓展继续推进。收入下滑表明渠道和终端需求仍在调整，产品与品牌投入尚未形成规模增长。

扣非净利润64.39亿元，同比下降24.39%，与归母净利润基本一致；经营活动现金流66.52亿元，同比增长11.23%，净资产收益率由23.77%降至15.02%。现金改善是支持项，但投资活动现金流为-65.09亿元，新增投入和资金安排仍需结合资产负债表判断，不能用现金单项增长替代利润修复。

经营传导：增长如何变成利润和现金

清香型白酒的价值传导依赖核心产品量价、渠道库存与费用投放，最终由回款和利润率验证。汾酒拥有清香品类和原酒储备优势，但本期收入、利润下降说明品牌势能仍需经过终端动销才能兑现。扣非净利润64.39亿元，同比下降24.39%，与归母净利润基本一致；经营活动现金流66.52亿元，同比增长11.23%，净资产收益率由23.77%降至15.02%。现金改善是支持项，但投资活动现金流为-65.09亿元，新增投入和资金安排仍需结合资产负债表判断，不能用现金单项增长替代利润修复。

最强反方是收入、归母及扣非利润同步下降，净资产收益率也明显回落。若终端需求、批价和库存继续恶化，费用投放会削弱现金改善；若旺季量价稳定、库存下降且利润率收窄跌幅，中性判断才有上调基础。

行业坐标与公司暴露

公司所在的研究边界是：公司处在清香型白酒品牌、原酒储备和全国化渠道节点，连接青花系列、经销商和终端消费。行业的价值驱动包括核心产品量价、青花系列、渠道库存、批价、费用和回款、利润率、资本回报。

对公司的真实暴露在于：产品升级和渠道扩张必须穿过量价、库存、销售费用与回款，才能形成持续利润和资本回报。首要约束是终端需求放缓、渠道折扣加深或费用投入上升，会使收入规模不能转成利润和现金。

清香型白酒的价值传导依赖核心产品量价、渠道库存与费用投放，最终由回款和利润率验证。汾酒拥有清香品类和原酒储备优势，但本期收入、利润下降说明品牌势能仍需经过终端动销才能兑现。

市场预期与价值边界

2026年8月31日收盘价116.76元，是最新完整交易日的市场参考锚。它不能替代核心产品、库存和利润证据；本期维持中性方向，不把现金增长直接写成反转。

本期不新增精确盈利预测或价值区间。上期公开框架没有提供可以逐项问责的点预测，半年报虽能更新事实，却不足以建立稳健的全年模型。后续若关键指标连续改善，再重新计算，而不是用股价反推盈利。

反方、风险与证伪

最重要的反方是：经营现金流同比增长11.23%，扣非利润与归母利润几乎一致，说明回款基础和利润质量没有被一次性收益完全掩盖。

最强反方是收入、归母及扣非利润同步下降，净资产收益率也明显回落。若终端需求、批价和库存继续恶化，费用投放会削弱现金改善；若旺季量价稳定、库存下降且利润率收窄跌幅，中性判断才有上调基础。

若到下一完整财务期，核心增长仍不能带来相应的利润质量、回款或资本回报，原命题的支持力度会下降；若反方指标持续恶化且无法由披露时点解释，则下调方向。

三个时间窗口

未来3个月 未来3个月看中秋国庆旺季的青花系列动销、批价、库存和现金。现金已有支持，但必须看到收入和利润降幅同步收窄。上调条件：若核心产品收入、库存和利润率同时改善则上调；若收入利润继续下滑且现金转弱则下调。下一次检查：2026年三季度及中秋国庆旺季。

3至12个月 3到12个月看全国化渠道能否提高产品结构和资本回报。渠道扩张只有留下利润和现金，才算真正改善。上调条件：若产品结构和资本回报连续改善则上调；若规模扩张带来利润率继续下滑则下调。下一次检查：2027年一季报至半年报。

1至2年 1到2年看汾酒能否把清香品类优势转成跨周期现金回报。长期判断需要多个旺季和完整财务期确认，不以一次回款改善作结论。上调条件：若跨周期利润、库存和现金回报稳定改善则上调；若规模与利润长期背离则下调。下一次检查：2027年年报至2028年半年报。

下调条件按同一顺序执行：先看核心经营指标是否恶化，再看利润和现金是否同步承压；这些研究观点不构成买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

证据与来源

1. 山西汾酒2026年半年度报告（交易所披露）（2026-08-31）
2. 山西汾酒2026年半年度报告（巨潮资讯）（2026-08-31）
3. 交易所山西汾酒2026年8月31日收盘行情（2026-08-31）
4. 腾讯证券山西汾酒2026年8月31日收盘行情（2026-08-31）

仅供信息参考，不构成任何投资决策依据。