

## 山西汾酒 (600809)

公司研究/点评报告

# 主业保持高速增长，核心产品供需两旺

——山西汾酒 (600809) 2021 年半年度业绩预告点评

点评报告/食品饮料

2021 年 07 月 13 日

### 一、事件概述

7 月 12 日，公司发布 2021 年半年度业绩预增公告，预计公司营业收入（与法定披露数据相比）增加 48.30~55.20 亿元，同比+70%~+80%；归母净利润（与法定披露数据相比）增加 17.66 亿元~20.87 亿元，同比+110%~+130%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 主业维持高增态势，核心产品动销维持高景气度

因 2020 年公司收购山西杏花村汾酒集团酒业发展区公司 51% 股权，根据相关会计准则，公司对 20H1 经营数据进行了重述。与 20H1 重述数据相比，公司 21H1 预计实现营收 117.37~124.27 亿元，同比+70%~+80%，预计实现归母净利润 34.21~37.47 亿元，同比+110%~+130%。合 Q2 预计实现营收 44.05~50.95 亿元，同比+59.46%~+84.44%；预计实现归母净利润 12.39~15.65 亿元，同比+208.82%~+290.07%。公司主业保持高景气度，主要原因包括：（1）强化内部管理。汾酒三年改革行动和对标世界一流管理提升行动在现代企业治理、产业链建设、智慧汾酒等方面成效显著。（2）进一步夯实省内市场，加速开拓省外市场。公司高举清香大旗，围绕“1357+10”市场布局，持续优化经销商结构和渠道，全国市场可控终端网点数量突破 100 万家，环山西市场及南方市场收入大幅增长。（3）持续推进产品结构升级。公司积极推进产品高端化策略实施，中高端青花汾酒系列在青花 30（复兴版）的牵引下销售趋势向好；竹叶青大健康产业稳步发展，配制酒销量大幅增长。此外，公司系统构建国际化营销体系，海外市场增长迅速。

#### ➤ “十三五”圆满收官，期待“十四五”新发展

“十三五”是汾酒改革关键期，公司在股权结构、内部治理、组织架构与市场、产品战略多方面积极改革。展望“十四五”，公司将以业绩为重要指标，力争在 2025 年实现“1357”市场布局，省外销售收入占比提高至 70% 以上，以青花汾酒为代表的中高端产品持续增长，助力“汾老大”品牌复兴的征程。“十四五”汾酒营销工作将按三个阶段有序推进：2021 年是营销深入调整期，着力解决经销商结构与营销体系管理创新问题，解决产品升级、品牌聚焦与渠道利润等问题；2022-2023 年是转型发展期，持续发力长江以南市场、实现杏花村品牌销售规模和质量不断提升；2024-2025 年时营销加速期，实现青花汾酒规模的历史性突破，汾酒、杏花村两大品牌相互支撑，完成“1357”市场布局。

### 三、盈利预测与投资建议

根据此次业绩预告，我们上调此前盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现收入 182.5/221.2/258.8 亿元，同比+30.5%/+21.2%/+17.0%；实现归母净利润 42.6/56.2/68.8 亿元，同比+38.4%/+31.9%/+22.4%，折合 EPS 为 3.49/4.61/5.64 元，对应 PE 为 89/68/55 倍。公司估值水平高于 2021 年白酒板块 46 倍 PE（Wind 一致预期，算术平均法），考虑到公司省外扩张确定性高，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

省外扩张不及预期，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

推荐

维持评级

当前价格： 311.00 元

交易数据 2021-07-12

近 12 个月最高/最低(元)	356.18/109.09
总股本(百万股)	1220.11
流通股本(百万股)	1215.35
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	3794.56
流通市值(亿元)	3779.74

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证 S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号： S0100520080003

电话： 0755-22662016

邮箱： xionghang@mszq.com

相关研究

- 山西汾酒 (600809) 2020 年报及 2021 年一季报点评：产品结构持续优化，省外扩张进展顺利
- 山西汾酒 (600809) 2020 年度业绩预告点评：品牌加速复兴，业绩表现亮眼
- 山西汾酒 (600809) 点评报告：改革奋进正当时，品牌复兴在路上

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,990	18,250	22,120	25,880
增长率 (%)	17.8%	30.5%	21.2%	17.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,079	4,261	5,621	6,880
增长率 (%)	58.8%	38.4%	31.9%	22.4%
每股收益 (元)	3.55	3.49	4.61	5.64
PE (现价)	87.6	89.1	67.5	55.2
PB	49.3	39.9	25.5	17.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,990	18,250	22,120	25,880
营业成本	3,896	4,745	5,574	6,341
营业税金及附加	2,503	3,364	4,018	4,735
销售费用	2,276	2,613	2,900	3,041
管理费用	1,089	1,367	1,690	1,958
研发费用	17	28	30	37
EBIT	4,209	6,133	7,909	9,768
财务费用	(68)	(46)	(62)	(78)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	(49)	(49)	(49)	(49)
营业利润	4,235	6,132	7,924	9,800
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	4,237	6,134	7,926	9,801
所得税	1,121	1,664	2,124	2,643
净利润	3,116	4,469	5,802	7,158
归属于母公司净利润	3,079	4,261	5,621	6,880
EBITDA	4,361	6,293	8,079	9,947
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
货币资金	4607	12400	15681	25835
应收账款及票据	2	6	5	7
预付款项	117	163	179	211
存货	6354	6703	9275	8535
其他流动资产	308	308	308	308
流动资产合计	11528	19608	25661	34944
长期股权投资	39	(9)	(58)	(107)
固定资产	1762	1844	1956	2053
无形资产	339	385	413	449
非流动资产合计	3971	3933	3885	3832
资产合计	15498	23541	29546	38776
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2311	3347	3620	4295
其他流动负债	404	404	404	404
流动负债合计	9629	13446	13918	16272
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	59	59	59	59
非流动负债合计	84	84	84	84
负债合计	9714	13530	14003	16357
股本	872	1220	1220	1220
少数股东权益	288	496	677	955
股东权益合计	5785	10011	15544	22420
负债和股东权益合计	15498	23541	29546	38776

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.8%	30.5%	21.2%	17.0%
EBIT 增长率	48.6%	45.7%	29.0%	23.5%
净利润增长率	58.8%	38.4%	31.9%	22.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	72.2%	74.0%	74.8%	75.5%
净利率	22.0%	23.3%	25.4%	26.6%
总资产收益率 ROA	19.9%	18.1%	19.0%	17.7%
净资产收益率 ROE	56.0%	44.8%	37.8%	32.1%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.2	1.5	1.8	2.1
速动比率	0.5	1.0	1.2	1.6
现金比率	0.5	0.9	1.1	1.6
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.1	0.2	0.1	0.2
存货周转天数	536.5	495.3	515.9	505.6
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.6	3.5	4.6	5.6
每股净资产	6.3	7.8	12.2	17.6
每股经营现金流	2.2	6.7	3.0	8.7
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>估值分析</b>				
PE	87.6	89.1	67.5	55.2
PB	49.3	39.9	25.5	17.7
EV/EBITDA	85.6	58.1	44.9	35.4
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	3,116	4,469	5,802	7,158
折旧和摊销	152	160	170	179
营运资金变动	(1,009)	3,530	(2,300)	3,225
经营活动现金流	1,934	8,206	3,719	10,610
资本开支	195	156	169	174
投资	(595)	0	0	0
投资活动现金流	(740)	(156)	(169)	(174)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(1,369)	(256)	(269)	(282)
现金净流量	(176)	7,794	3,281	10,154

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。