

推荐 (维持)

Q2 延续高增长，奠定全年业绩基础

风险评级：中风险

山西汾酒（600809）2021年半年度业绩预告点评

2021年7月13日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

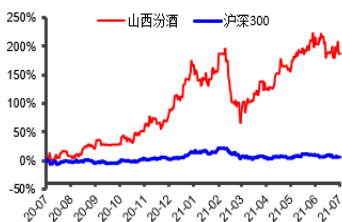
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据

2021年7月12日

收盘价(元)	311.00
总市值(亿元)	3,794.56
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.15
ROE(TTM)	33.74%
12月最高价(元)	356.18
12月最低价(元)	103.54

股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

事件：公司发布2021年半年度业绩预增公告。预计公司2021H1分别实现营业收入与归属于上市公司股东的净利润117.34亿元—124.24亿元与33.95亿元—37.16亿元，分别同比预增70%-80%与110%-130%。公司2021H1业绩表现良好，归母净利润增速超市场预期。

点评：

- **Q2业绩延续高弹性增长，奠定全年业绩基础。**根据公司发布的2021H1业绩预增公告，预计公司2021Q2实现营收约44.02亿元—50.92亿元，同比增长约59.49%—84.49%，与2019Q2相比，营收增长约37.75%—48.15%；预计公司2021Q2实现归母净利润约12.13亿元—15.34亿元，同比增长约219.21%—303.68%，与2019Q2相比，归母净利润增长约96.86%—121.38%。随着疫情影响逐步释放，今年以来公司业绩强势增长。2021Q1，公司营收与归母净利润分别同比增长77.11%与78.16%，实现了开门红。2021Q2业绩延续高弹性增长，为公司全年业绩的发展奠定了坚实的基础。
- **青花玻汾双轮驱动，省外市场加速扩张。**分品类看，公司坚持“抓两头、带中间”的产品策略，不断优化产品结构，逐步推进产品高端化的发展战略，产品顺价稳步进行。目前，青花与玻汾已基本实现顺价，巴拿马老白汾等产品正在顺价的过程中，后续腰部产品有望进一步发力。分地区看，公司按照“1357”的市场布局策略，在发展省内业务的基础上，积极开拓省外市场，区域布局逐步优化。公司目前深度聚焦环山西市场、长三角、珠三角、渤海湾经济圈以及规模型地县级的核心市场，环山西市场与南方市场已取得一定成效。
- **优化营销组织结构，渠道精细化水平提高。**公司持续优化营销组织结构，目前已基本完成了营销骨干的新老交替，大量90后营销人员到基层一线工作，激发了公司的内生动力。渠道方面，公司加大渠道布局的广度，目前全国市场可控终端网点数量已突破100万家，渠道精细化水平不断提高。
- **“十四五”目标明确，改革推动公司再上新台阶。**2021年是公司“十四五”的开局之年，公司未来五年将延续“汾酒速度”的基调，实现经销改革三步走。第一阶段（2021年）为营销调整期，逐步解决改革中经销商存在的问题；第二阶段（2022-2023年）为转型发展期，进一步扩张省外市场，实现个性化品牌的创收；第三阶段（2023-2025年）为加速发展期，全面完成“1357”的市场布局，致力于产品高端化与渠道全国化的目标。分阶段的经销改革有望推动公司发展再上新台阶。

- **维持推荐评级。**预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 3.68 元、4.90 元，对应 PE 分别为 84.46 倍和 63.50 倍。立足于十四五的开局之年，公司产品结构升级与渠道全国化的策略明确，改革有望推动公司业绩实现进一步增长。2021H1 业绩表现亮眼，为公司全年业绩的发展奠定了坚实的基础。维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示。**产品推广不及预期，省外扩张不及预期，行业竞争加剧，宏观经济问题，食品安全问题。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,990	18654	23,562	29219
营业总成本	9,713	12501	15,401	18600
营业成本	3,896	4,757	5,631	6,428
营业税金及附加	2503	3227	3970	4865
销售费用	2276	3149	4053	5113
管理费用	1089	1418	1791	2235
财务费用	-68	-61	-63	-65
研发费用	17	11	19	23
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	4235	6153	8161	10619
加：营业外收入	6	4	4	4
减：营业外支出	4	3	2	2
利润总额	4237	6154	8163	10620
减：所得税	1121	1616	2124	2761
净利润	3116	4539	6039	7859
减：少数股东损益	37	46	63	86
归母公司所有者的净利润	3079	4493	5976	7772
摊薄每股收益(元)	2.52	3.68	4.90	6.37
PE（倍）	123.23	84.46	63.50	48.82

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn