

# 山西汾酒 (600809.SH)

## 青花延续高增，业绩超市场预期

**事件：公司发布 2021 年半年度业绩预增公告。**2021H1 公司实现收入 117-124 亿元，同增 70-80%；归母净利润为 34-37 亿元，同增 110-130%；其中 2021Q2 收入 44-51 亿元，同增 59-84%；归母净利润 12-15 亿元，213-297%，业绩超市场预期。

**青花延续高增，全国化进程加速。**Q2 公司延续了 Q1 的增长速度，其中，高端青花在控货的情况下实现高增，青 30（含复兴版）回款表现亮眼，青 20 显著贡献营收增量，预计上半年实现较高增速，同时，近期，公司召开青 40 产品上市发布会，补充超高端产品线，打开企业高端和超高端增长空间。玻汾维持较快增速，全国化进行时。分地区来看，预计省外增速快于省内，省外占比继续提升，传统强势河南、山东市场保持高增，同时长江以南市场开始发力，华东逐渐放量，华南势头渐起，多点开花全国化进程加快。

**产品结构提升和消费税确认节奏影响，拉动利润增速显著快于收入。**Q2 公司青花大幅增长，产品结构持续优化，带来了毛利率同比提升。同时，去年同期因季度间发货节奏影响，消费税率较高，今年消费税确认节奏恢复正常。两者拉动下，预计公司 Q2 净利率为 27.3%-29.4%，同比大幅提升 13.5-15.6pcts，拉动利润增速显著快于收入。

**渠道动销和库存良性，品牌起势剑指三甲。**公司坚持抓两头带中间的发展思路，渠道调研反馈，部分经销商青花 30 和青花 20 动销良好，提前完成全年的任务目标，渠道库存处于历史低位，玻汾动销较优，需求旺盛。目前公司产品势能日起，青花 20 和复兴版 30 分别卡位 400 元和 1000 元放量价格带，全国化进程加快，踏入发展新阶段，青花百亿级大单品指日可待。

**盈利预测及投资建议：**品牌势能向上趋势不变，看好公司主力产品的量价空间，上调 2021-2023 年归母净利润至 54.87/75.12/96.46 亿元（原预测为 48.12/66.48/85.71 亿元），同比增长 78.2%/36.9%/28.4%，目前股价对应 2021-2023 年市盈率分别为 69x/51x/39x，维持“买入”评级。

**风险提示：**省内市场竞争加剧；高端产品推广不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,880	13,990	21,929	28,361	35,365
增长率 yoy (%)	26.6	17.8	56.8	29.3	24.7
归母净利润（百万元）	1,939	3,079	5,487	7,512	9,646
增长率 yoy (%)	32.2	58.8	78.2	36.9	28.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.59	2.52	4.50	6.16	7.91
净资产收益率 (%)	26.9	31.0	35.7	33.9	30.9
P/E（倍）	195.7	123.2	69.2	50.5	39.3
P/B（倍）	51.0	38.8	24.9	17.2	12.2

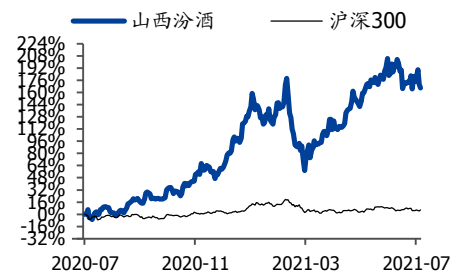
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 7 月 12 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
7月12日收盘价(元)	311.00
总市值(百万元)	379,455.57
总股本(百万股)	1,220.11
其中自由流通股(%)	99.61
30日日均成交量(百万股)	6.16

### 股价走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

### 相关研究

- 1、《山西汾酒（600809.SH）：青花高增势起，十四五踏入新征程》2021-04-26
- 2、《山西汾酒（600809.SH）：青花量价提升，业绩加速增长》2021-03-09
- 3、《山西汾酒（600809.SH）：“十四五”节奏清晰，高质量实现全面复兴》2020-12-28





### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com