

高端化+全国化发力，业绩超预期增长

山西汾酒(600809)

评级:	买入	股票代码:	600809
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	503.0/145.02
目标价格:		总市值(亿)	4,163.03
最新收盘价:	341.20	自由流通市值(亿)	4,146.79
		自由流通股数(百万)	1,215.35

事件概述

公司发布2021年中报业绩预告，收入预计117.3-124.2亿元，同比+70-80%；归母净利润预计33.7-36.9亿元，同比+110.0-130.0%。其中，2021Q2收入预计44.0-50.9亿元，同比+59.3-84.3%；归母净利润预计11.9-15.1亿元，同比+212.8-297.2%，公司业绩超过市场预期。

分析判断:

▶ 我们判断公司核心品牌青花系列保持高速增长，收入有望翻倍。

公司持续推进高端化策略，深入优化产品结构，中高端青花系列在青花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。我们判断公司核心品牌青花系列2021H1有望实现翻倍增长。分区域来看，公司高举清香大旗，强化文化引领，实施“双轮驱动”战略，持续推进“1357+10”市场布局策略，全力夯实省内发展基础，加速拓展省外市场，经销商结构和渠道持续优化，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，加速全国化布局。

▶ 净利率水平进一步提升。

根据公司公告，2021H1净利率预计28.7-29.7%，同比+5.3-6.3pct；其中2021Q2净利率预计27.0-29.7%，同比+13.2-15.9pct。Q2净利率大幅度提升达到历史最高水平，我们判断净利率提升主因：1)产品结构升级：2020Q2发货主要为玻汾，青花系列收入占比较低，而2021Q2青花系列产品收入高速增长，高端产品占比快速提升；2)核心单品提价：青花30复兴版放量替代老版青花30相当于变相提价，同时，去年下半年至今青花20、青花30和玻汾多次提价，提高整体盈利能力；3)规模效应带来的费用使用效率提高。

▶ 高端化+全国化发力，青花系列将引领公司中长期发展。

公司坚持“中国酒魂，活态为魂”的战略定位，全面推动落实“两大行动”：汾酒三年改革行动和对标世界一流管理提升行动，现代企业治理、产业链建设、智慧汾酒等方面成效显著。随着高端化策略的不断推进，7月5日公司在上海世博会中国馆推出青花汾酒40·中国龙新品，产品精选10%的基酒，由国家级调酒大师选取20年以上基酒、40年以上老酒勾调而成，定位3199元/瓶，拓展品牌势能和产品势能。

我们判断，青花20在次高端表现良好，青花30复兴版销售情况持续超过市场预期，青花40将继续拓展公司品牌力并抢占超高端市场份额。经销商和渠道结构持续优化，夯实省内基础，加速拓展省外市场。公司高端化和全国化发力，2021年全年业绩确定性较强，青花系列也将引领公司中长期发展。

投资建议

公司上半年业绩超过市场预期，青花系列持续高速增长趋势，未来收入和业绩的确定性较强，因此上调盈利预测，预计公司2021-2023年实现收入201/272/353亿元，同比+44%/+35%/+30%，上次预测同比+30%/+28%/+27%；实现归母净利润55/74/97亿元，同比+78%/+35%/+31%，上次预测同比+41%/+36%/+32%；EPS分别为4.49/6.06/7.91元，当前股价对应估值分别为76/56/43倍，维持“买入”评级。

风险提示

经济下行导致需求减弱；酱酒风头过盛、挤压成长空间；食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,893	13,990	20,120	27,196	35,288
YoY (%)	25.9%	17.6%	43.8%	35.2%	29.8%
归母净利润(百万元)	1,969	3,079	5,484	7,388	9,656
YoY (%)	30.6%	56.4%	78.1%	34.7%	30.7%
毛利率 (%)	73.4%	72.2%	73.3%	73.9%	74.5%
每股收益 (元)	1.61	2.52	4.49	6.06	7.91
ROE	26.4%	31.5%	40.8%	40.2%	39.0%
市盈率	211.44	135.20	75.91	56.35	43.11

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,990	20,120	27,196	35,288	净利润	3,116	5,540	7,463	9,754
YoY (%)	17.6%	43.8%	35.2%	29.8%	折旧和摊销	152	675	461	568
营业成本	3,896	5,367	7,087	9,012	营运资金变动	-929	-1,799	-2,673	-3,968
营业税金及附加	2,503	3,239	4,433	5,787	经营活动现金流	2,010	4,504	5,384	6,527
销售费用	2,276	2,968	4,079	5,328	资本开支	-195	-1,766	-1,100	-1,414
管理费用	1,089	1,388	1,904	2,470	投资	-595	0	0	0
财务费用	-68	-81	-87	-107	投资活动现金流	-740	-1,856	-1,236	-1,590
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-49	-91	-136	-176	债务募资	0	0	0	0
营业利润	4,235	7,137	9,628	12,600	筹资活动现金流	-1,369	-1,830	-2,440	-3,294
营业外收支	2	2	2	2	现金净流量	-101	817	1,708	1,643
利润总额	4,237	7,139	9,630	12,602	主要财务指标				
所得税	1,121	1,599	2,167	2,848	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	3,116	5,540	7,463	9,754	成长能力				
归属于母公司净利润	3,079	5,484	7,388	9,656	营业收入增长率	17.6%	43.8%	35.2%	29.8%
YoY (%)	56.4%	78.1%	34.7%	30.7%	净利润增长率	56.4%	78.1%	34.7%	30.7%
每股收益	2.52	4.49	6.06	7.91	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	72.2%	73.3%	73.9%	74.5%
2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	22.3%	27.5%	27.4%	27.6%	
货币资金	4,607	5,424	7,132	8,775	总资产收益率 ROA	15.6%	22.6%	25.0%	26.7%
预付款项	117	140	156	171	净资产收益率 ROE	31.5%	40.8%	40.2%	39.0%
存货	6,354	8,087	9,709	11,111	偿债能力				
其他流动资产	4,731	5,538	6,900	9,530	流动比率	1.64	1.85	2.23	2.74
流动资产合计	15,808	19,188	23,897	29,587	速动比率	0.97	1.05	1.31	1.69
长期股权投资	39	39	39	39	现金比率	0.48	0.52	0.67	0.81
固定资产	1,762	2,572	2,986	3,598	资产负债率	49.1%	43.2%	36.5%	30.1%
无形资产	339	496	619	759	经营效率				
非流动资产合计	3,971	5,064	5,705	6,554	总资产周转率	0.71	0.83	0.92	0.98
资产合计	19,779	24,252	29,602	36,141	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	2.52	4.49	6.06	7.91
应付账款及票据	2,311	2,088	1,903	1,728	每股净资产	8.01	11.01	15.06	20.28
其他流动负债	7,318	8,306	8,818	9,072	每股经营现金流	1.65	3.69	4.41	5.35
流动负债合计	9,629	10,393	10,721	10,800	每股股利	0.00	2.10	2.80	3.78
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	84	84	84	84	PE	135.20	75.91	56.35	43.11
非流动负债合计	84	84	84	84	PB	46.83	28.25	20.65	15.34
负债合计	9,714	10,478	10,805	10,885					
股本	872	872	872	872					
少数股东权益	288	343	418	516					
股东权益合计	10,065	13,774	18,797	25,257					
负债和股东权益合计	19,779	24,252	29,602	36,141					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，3年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。