

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

山西汾酒 (600809.SH)

维持评级

报告原因：业绩预告

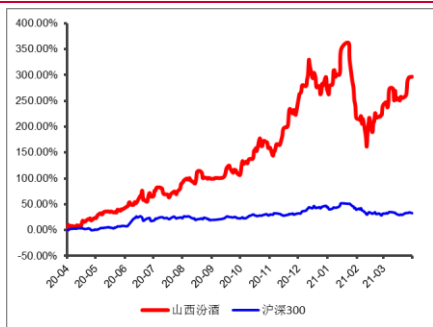
青花汾酒高增，利润大超预期

买入

2021年7月13日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年7月12日

收盘价(元)：311

年内最高/最低(元)：359.12/183.49

流通A股/总股本(亿)：12.15/12.20

流通A股市值(亿)：3780

总市值(亿)：3795

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：3.55

每股净资产(元)：11.22

净资产收益率：35.09%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A 座  
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司发布 2021 半年度业绩预增公告，上半年实现收入 117.3 亿元-124.2 亿元，同比增长 70%-80%，实现归母净利润 33.71 亿元-36.92 亿元，同比增长 110%-130%。

事件点评

- **Q2 营收延续高增，利润大超市场预期。**上半年实现收入 117.3 亿元-124.2 亿元，同比增长 70%-80%，实现归母净利润 33.71 亿元-36.92 亿元，同比增长 110%-130%。其中 21Q2 实现收入 43.98 亿元-50.88 亿元，同比增长 59%-84%，实现归母净利润 11.89 亿元-15.10 亿元，同比增长 213%-297%，大超市场预期。主要在于：一是深入优化汾酒产品结构，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，预计上半年青花汾酒增速 150%、老白汾增速 80-90%、波汾增速 70%左右、巴拿马两位增长；二是，围绕“1357+10”的市场布局，全力夯实省内发展基础，加速拓展省外市场，估计省外收入占比达到 60%，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，预计山东、河南上半年增速 40%左右，江浙、广州等南方市场翻倍增长。
- **青花汾酒高增，带动净利率提高。**2021 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。主要在于：一是高毛利的青花汾酒高速增长，占比不断提高，预计青花占比已达 35%以上；二是规模效应带来的费用效率提高；三是消费税率同比下降，贡献利润。
- **“十四五”分为三大阶段，发展战略清晰。**2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，也是汾酒实现战略复兴发展的关键时期。积极推动公司各项部署有效落地，力争实现营业收入较上年度增长 30%左右。展望“十四五”，汾酒集团在营销改革时间点上将分为三个阶段进行调整，同时，全面推进“13344”营销改革作战计划，推动汾酒营销体系化建设再上新台阶。具体来看，第一阶段：2021 年是汾酒营销深入调整期，用一年时间解决三年汾酒营销改革中突出表现出的经销商问题；第二阶段：2022-2023 年是汾酒改革的转型发展期，用两年时间实现省外市



场高质量、高速度的发展，实现长江以南市场显著突破，实现杏花村个性化品牌销售规模和销售质量的不断提升，积极开拓国际市场，实现国际市场发展的新突破；第三阶段：2024-2025 年是汾酒营销加速发展期，用两年时间，实现青花汾酒营收规模历史性的突破，基本实现汾酒、杏花村两大品牌相互支撑发展格局，全面完成“1357”的市场布局。为了确保“十四五”各阶段目标完美实现，汾酒配置了“13344”营销作战计划，其中“1”一个体系，营销体系一体化；第一个“3”三大战略；第二个“3”，三大任务；第一个“4”，四个原则；第二个“4”，四大保障。

### 投资建议

- 2020 年在新的竞争形势下积极寻求新的突破。重点升级、打造“青花 30 复兴版”、“竹叶青”青享版、荣耀版”新品，汾酒与竹叶青“双轮驱动”战略效果明显，全国化品牌发展进程加速提档。2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，上半年业绩预计同比增长 70%-80%，全年 30% 左右的增长目标完成确定性强。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，确定性也很强，十四五期间有望实现规模进入行业前三。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 53 亿、71 亿、94 亿，EPS 分别为 4.38 元、5.84 元、7.68 元，对应当前股价 PE 分别为 78 倍、58 倍、44 倍。维持“买入”评级。

### 存在风险

疫情超预期的风险，国企改革进度不达预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	15,808	23,523	33,811	45,749	<b>营业收入</b>	13,990	20,285	26,168	32,972
现金	4,607	7,286	13,943	19,851	营业成本	3,896	4,479	5,778	7,115
应收账款	142	303	249	381	营业税金及附加	2,503	3,284	4,184	5,239
其他应收款	141	113	162	239	销售费用	2,276	3,477	4,407	5,454
预付账款	117	83	78	50	管理费用	1,089	1,379	1,675	1,978
存货	6,357	4,879	5,699	6,375	财务费用	(68)	(89)	(159)	(253)
其他流动资产	4,444	10,858	13,681	18,854	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3,971	3,667	3,711	3,706	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	15	18	24	投资净收益	(49)	1	1	1
固定资产	1,761	1,649	1,538	1,426	<b>营业利润</b>	4,235	7,756	10,285	13,439
无形资产	339	316	295	276	营业外收入	6	2	2	2
其他非流动资产	1,832	1,686	1,860	1,980	营业外支出	4	14	12	12
<b>资产总计</b>	19,779	27,190	37,521	49,455	<b>利润总额</b>	4,237	7,744	10,275	13,429
<b>流动负债</b>	9,629	12,777	17,834	22,786	所得税	1,121	2,168	2,877	3,760
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	3,116	5,575	7,398	9,669
应付账款	1,455	1,843	2,651	2,950	少数股东损益	37	237	272	293
其他流动负债	8,174	10,933	15,183	19,836	<b>归属母公司净利润</b>	3,079	5,339	7,126	9,376
<b>非流动负债</b>	84	101	132	171	<b>EBITDA</b>	4,327	7,801	10,258	13,317
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	2.52	4.38	5.84	7.68
其他非流动负债	84	101	132	171					
<b>负债合计</b>	9,714	12,877	17,966	22,958	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	288	525	797	1,090	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	872	1,220	1,220	1,220	<b>成长能力</b>				
资本公积	204	204	204	204	营业收入	17.76%	45.00%	29.00%	26.00%
留存收益	8,708	12,363	17,334	23,983	营业利润	48.94%	83.14%	32.61%	30.67%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	58.85%	73.37%	33.48%	31.58%
益	9,777	13,787	18,758	25,407	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	19,779	27,190	37,521	49,455	毛利率(%)	72.15%	77.92%	77.92%	78.42%
					净利率(%)	22.01%	26.32%	27.23%	28.44%
					ROE(%)	30.96%	38.96%	37.83%	36.49%
					ROIC(%)	86.74%	104.33%	67.22%	90.21%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	49.11%	47.36%	47.88%	46.42%
					净负债比率(%)	38.12%	16.96%	-5.45%	-7.11%
					流动比率	1.64	1.84	1.90	2.01
					速动比率	0.98	1.46	1.58	1.73
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.78	0.86	0.81	0.76
					应收账款周转率	3534.09	210.97	188.11	287.98
					应付账款周转率	8.16	12.30	11.64	11.77
					<b>每股指标 (元)</b>				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2,010	3,958	8,655	8,387
净利润	3,116	5,339	7,126	9,376
折旧摊销	152	134	133	131
财务费用	(49)	(89)	(159)	(253)
投资损失	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	869	(1,662)	1,284	(1,159)
其他经营现金流	(2,078)	237	272	294
<b>投资活动现金流</b>	(740)	26	(2)	(5)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(39)	25	(3)	(6)
其他投资现金流	(700)	1	1	1



筹资活动现金流	(1,369)	(1,246)	(1,996)	(2,473)	每股收益(最新摊薄)	2.52	4.38	5.84	7.68
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	3.24	7.09	6.87
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.01	11.30	15.37	20.82
普通股增加	0	349	0	0	估值比率				
资本公积增加	72	0	0	0	P/E	135.2	78.0	58.4	44.4
其他筹资现金流	(1,442)	(1,594)	(1,996)	(2,473)	P/B	42.6	30.2	22.2	16.4
现金净增加额	(99)	2,738	6,656	5,909	EV/EBITDA	74.54	52.99	39.78	30.32

### 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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

