

公司研究

青花引领，复兴提速

——山西汾酒（600809.SH）2021年半年报点评

要点

事件：公司2021年上半年实现营收121.19亿元，同比增长75.51%，归母净利润35.44亿元，同比增长117.54%。Q2单季营收47.87亿元，同比增长73.23%，归母净利润13.62亿元，同比增长239.43%。

青花系列高增，省外占比达到60%。1) **分产品：**21Q2汾酒/系列酒/配制酒营收41.97/1.86/3.48亿，同比增加71.55%/38.93%/145.78%。上半年青花系列增长亮眼，估计同比增长接近翻倍，占比达到35%，其中青20及青25占比约60%，增长较为突出，青30及以上产品占比约40%，放量速度低于青20。老白汾受益省内消费场景恢复，实现快速放量，估计同比增速达到100%，巴拿马增速相对平稳，玻汾维持高增长态势，估计同比增速超过70%。杏花村等系列酒基本持平，竹叶青等上半年同比增长接近150%。2) **分地区：**21Q2省内/省外收入17.83/29.48亿元，同比增长61.54%/82.16%，占比37.69%/62.31%。省外市场占比超过60%，全国化布局成效显著。公司大力拓展南方市场，核心地区增幅远高于全国增速，华东、广东等地估计实现翻倍以上增长。

利润率提升明显，动销维持良性。1) 21Q2公司毛利率77.22%，同比提升6.3pct，青花系列占比提升、产品结构优化促进毛利率持续提升。销售费用率14.89%，同比下降3.3pct，主要因上半年费用投放相比任务完成节奏较慢，管理费用率4.95%，同比下降2.56pct，费用投放效率进一步提升。Q2净利率29.13%，同比大幅提升15.32pct。2) 21Q2经营活动净现金流19.13亿元，同比增长45.29%，销售回款62.71亿元，同比增长73.89%，与收入增速基本一致，动销表现良好。截至6月底合同负债32.59亿元，相较一季度末增加3.29亿元。

品牌势能不减，全国扩张可期。据渠道反馈，截至8月中旬多数市场任务完成进度已达80%，全年目标达成确定性较高。公司对青花系列投放力度较大，青20及青25凭借汾酒品牌支撑，有望维持较高增长，复兴版重点培育品牌势能、侧重终端培育，当前阶段挺价重于放量，另外推出青花40布局2000元价位，战略布局长远。巴拿马推进省外铺货，计划与青20共同支撑腰部品牌。玻汾作为高性价比产品，下半年将采取控货政策，预期占比将略有下降。未来公司品牌梯队完善，复兴势能向上，全国市场扩张值得期待。

盈利预测、估值与评级：考虑21年上半年业绩高增，上调21年净利润预测至53.63亿（较前次+8.27%），维持22-23年净利润预测70.94/96.50亿，对应EPS为4.40/5.81/7.91元，当前股价对应P/E为63/47/35倍，维持“买入”。

风险提示：青花系列放量不及预期，省外扩张进展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,880	13,990	21,210	26,690	32,380
营业收入增长率	26.63%	17.76%	51.61%	25.83%	21.32%
净利润(百万元)	1,939	3,079	5,363	7,094	9,650
净利润增长率	32.16%	58.85%	74.17%	32.27%	36.04%
EPS(元)	2.22	3.53	4.40	5.81	7.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.03%	31.49%	35.84%	34.71%	34.54%
P/E	124	78	63	47	35
P/B	32.3	24.6	22.5	16.5	12.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-26

注：2021年6月因实施送转股方案，公司总股本从8.72亿股增至12.20亿股。

买入（维持）

当前价：275.80元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.20
总市值(亿元)	3365.06
一年最低/最高(元)	183.66/533.33
近3月换手率	43.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.09	-0.98	-12.51
绝对	-11.03	-11.03	-11.03

资料来源：Wind

相关研报

青花系列放量，品牌势能向上——山西汾酒（600809.SH）2021年半年度业绩预增公告点评（2021-07-13）

品牌势能拉升，汾酒复兴可期——山西汾酒（600809.SH）2020年年报及2021年一季度报点评（2021-04-27）

利润弹性释放，21年有望继续乘风破浪——山西汾酒（600809.SH）2020年度业绩快报点评（2021-03-09）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,880	13,990	21,210	26,690	32,380
营业成本	3,336	3,896	5,358	6,423	7,392
折旧和摊销	141	150	169	188	203
税金及附加	2,253	2,503	3,818	4,804	5,796
销售费用	2,581	2,276	3,394	4,270	4,857
管理费用	855	1,089	1,379	1,601	1,684
研发费用	22	17	11	13	6
财务费用	-103	-68	-26	-47	-113
投资收益	-98	-49	0	0	0
营业利润	2,843	4,235	7,305	9,651	12,920
利润总额	2,845	4,237	7,315	9,667	12,974
所得税	792	1,121	1,902	2,513	3,243
净利润	2,054	3,116	5,413	7,154	9,730
少数股东损益	115	37	50	60	80
归属母公司净利润	1,939	3,079	5,363	7,094	9,650
EPS(按最新股本计)	2.22	3.53	4.40	5.81	7.91

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,077	2,010	3,656	6,828	10,293
净利润	1,939	3,079	5,363	7,094	9,650
折旧摊销	141	150	169	188	203
净营运资金增加	-1,296	1,978	4,249	2,270	1,402
其他	2,293	-3,198	-6,126	-2,724	-961
投资活动产生现金流	28	-740	-228	-275	-280
净资本支出	-140	-195	-220	-250	-280
长期投资变化	0	39	0	0	0
其他资产变化	168	-584	-8	-25	0
融资活动现金流	-847	-1,369	-148	-1,577	-2,033
股本变化	6	0	349	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	3,096	1,270	-89	1,284	2,028
净现金流	2,258	-101	3,280	4,977	7,981

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	71.9%	72.2%	74.7%	75.9%	77.2%
EBITDA 率	25.0%	31.2%	35.1%	36.7%	40.2%
EBIT 率	23.8%	30.1%	34.3%	36.0%	39.5%
税前净利润率	23.9%	30.3%	34.5%	36.2%	40.1%
归母净利润率	16.3%	22.0%	25.3%	26.6%	29.8%
ROA	12.8%	15.8%	21.7%	22.5%	23.5%
ROE (摊薄)	26.0%	31.5%	35.8%	34.7%	34.5%
经营性 ROIC	27.1%	31.0%	37.5%	42.6%	52.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	53%	49%	39%	34%	31%
流动比率	1.51	1.64	2.18	2.55	2.88
速动比率	0.88	0.98	1.35	1.66	2.02
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	16,068	19,779	24,929	31,742	41,354
货币资金	3,964	4,607	7,887	12,863	20,844
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	6	2	12	15	18
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	35	141	213	269	326
存货	5,258	6,354	8,033	9,632	11,085
其他流动资产	3,250	4,589	4,589	4,589	4,589
流动资产合计	12,642	15,808	20,904	27,627	37,159
其他权益工具	13	13	13	13	13
长期股权投资	0	39	39	39	39
固定资产	1,619	1,761	2,068	2,215	2,306
在建工程	511	527	255	152	117
无形资产	313	339	332	326	319
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	113	140	140	140	140
非流动资产合计	3,425	3,971	4,024	4,115	4,195
总负债	8,443	9,714	9,625	10,908	12,936
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,974	1,455	2,001	2,399	2,761
应付票据	754	857	1,178	1,452	1,670
预收账款	2,840	0	212	534	971
其他流动负债	0	404	404	404	404
流动负债合计	8,389	9,629	9,569	10,853	12,880
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	54	54	54	54
非流动负债合计	55	84	56	56	56
股东权益	7,625	10,065	15,304	20,833	28,418
股本	872	872	1,220	1,220	1,220
公积金	604	624	814	814	814
未分配利润	6,004	8,289	12,939	18,408	25,912
归属母公司权益	7,447	9,777	14,966	20,435	27,940
少数股东权益	178	288	338	398	478

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	21.73%	16.27%	16.00%	16.00%	15.00%
管理费用率	7.20%	7.78%	6.50%	6.00%	5.20%
财务费用率	-0.86%	-0.49%	-0.12%	-0.18%	-0.35%
研发费用率	0.19%	0.12%	0.05%	0.05%	0.02%
所得税率	28%	26%	26%	26%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.90	0.20	1.33	1.76	2.39
每股经营现金流	3.53	2.31	3.00	5.60	8.44
每股净资产	8.54	11.22	12.27	16.75	22.90
每股销售收入	13.63	16.05	17.38	21.87	26.54

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	124	78	63	47	35
PB	32.3	24.6	22.5	16.5	12.0
EV/EBITDA	80.9	55.2	45.2	34.0	25.2
股息率	0.3%	0.1%	0.5%	0.6%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE