

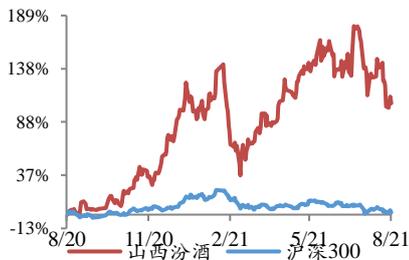
# 业绩高速增长，青花引领核心增量

## 投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-08-27

收盘价(元)	275.80
近12个月最高/最低(元)	356.19 / 134.17
总股本(百万股)	1,220
流通股本(百万股)	1,215
流通股比例(%)	99.61
总市值(亿元)	3,365
流通市值(亿元)	3,352

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

### 联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

### 相关报告

1.山西汾酒(600809.SH)：利润端延续超预期增长，青花引领核心增量  
 \_20210712 2021-07-13

2.山西汾酒(600809.SH)：延续超预期增长，青花引领核心增长  
 \_20210426 2021-04-27

## 主要观点：

山西汾酒发布中报，2021年上半年实现营收121.2亿元，同增75.5%，实现归母净利润35.4亿元，同增117.5%，毛利率74.99%，同增3.19pct，产品结构提升对毛利率贡献显著，销售费用率16.74%，同降3.37pct，管理费用率3.96%，同降2.47pct，期间费用率大幅下降叠加毛利率上升贡献利润弹性，上半年净利率29.53%，同增6.11pct；H1销售回款114.3亿元，同增54.2%；预收款余额32.6亿元，同增52%，环比增11%。

拆分2021年Q2，实现营收47.9亿元，同增73.2%，实现归母净利润13.6亿元，同增239.4%；Q2毛利率77.22%，同增6.3pct，销售/管理费用率分别同降3.3/2.7pct，释放利润弹性，Q1净利率29.13%，同增15.32pct，维持历史高位。Q2省内/省外经销商净增37/158家，公司经销商达3147家，全国空白市场布点仍在持续推进。

### ● H1汾酒产品同增76%，省外占比超60%

截至2021年上半年，公司终端数量突破100万家，较2020年末的85万家持续快速提升，环山西市场及南方市场收入大幅增长；H1江浙沪皖华东市场接近翻倍增长，广东等华南市场二倍以上增长；全国范围内亿元市场过半达17个，1357全国化布局逐步形成，H1省内同增51%，省外同增97%，H1省外占比提升至61%，单Q2省外占比62.3%，省外占比再创新高，泛区域化向全国化稳步推进。至8月末，汾酒全国任务完成度约80~90%，预计中秋前完成全年任务。

### ● 青花上提结构，拔中高控底部

青花汾酒价格体系进入正向循环，渠道积极性良性。当前青20批价350元+，青30批价750元+，青30复兴版批价约900元；青30复兴版是汾酒十四五期间的核心千元价格带大单品，出厂价859元，目前处于消费者快速培育阶段，汾酒品牌号召力强，复兴版招商回款顺利，北京高地市场已产生快速动销，青30在上方为青20打开价格空间、并快速增长。我们认为，复兴版中长期可展望百亿大单品，其优势在于：1)老青30市场价格从600+提至800+过程中，动销影响不大；2)汾酒品牌力足以支撑其千元价格带产品；3)汾酒清香型品质破坏力强，饮后能够产生一定粘性；4)青30独立化运作。我们认为，青花仍处于产品生命周期核心成长阶段，下阶段重点关注青30复兴版在北京高地市场的突破情况，北京市场突破后有望带动华北市场流行性，进而带动华东华南市场；H1玻汾同增约40%，出于产品结构、产能等考虑，预计十四五期间玻汾放量节奏或稳定于年化10~15%区间，同时稳步提价，符合公司控底部的产品战略；H1中高档巴拿马、老白汾低基数下恢复性增长，形成多点开花。

● **十四五营销三阶段发展，推行 13344 营销改革计划**

公司将十四五营销分为三阶段，分别是：1）2021 年解决经销商结构、实现品牌聚焦、及提升经销商利润；2）2022~2023 年实现省外高质量发展、尤其是长江以南市场显著突破、实现杏花村规模质量双升、及开拓国际市场；3）2024~2025 年实现青花规模加速发展、实现汾酒杏花村相互支撑、全面实现 135 市场建设（山西+京津冀板块、豫鲁板块、陕蒙板块+江浙沪、东南、两湖、东北、西北 5 小版块市场均实现规模化）、并在国际市场形成品牌力。营销战略方面推进 13344 计划，其中重点是成立汾酒营销中心聚焦营销改革，聚焦圈层营销、品牌聚焦、国际化发展，品牌上抓两头强腰部（其中青花 30 复兴版提高汾酒品牌势能同时亦可放量），强化核心终端建设与团购意见领袖维护工作，持续提升经销商利润，加强品牌能见度。此外，十四五期间公司着力打造竹叶青品牌，推进速度及效果仍待持续观察。

● **投资建议**

新五年看青花持续发力，维持“增持”评级。公司 2021 年 Q2 利润端再超预期，青花系列产品结构持续提升，展望十四五，公司产品、区域、营销等多方面战略积极可为，维持 2021~2023 年盈利预测，预估营收分别同增 43%、28%、23%，归母净利润同增 72%、32%、25%，EPS 4.34、5.71、7.16 元，对应 PE 64、48、39 倍。我们认为，产品端，聚焦青花向上升级及高线光瓶酒玻汾稳步发展，青花有望成为北方高端酒代表；渠道端，战略持续裂变、混改红利有望持续释放；区域端，省外扩张发力泛全国化；财务端，产品结构上移有望持续拉动净利率上行，公司仍处于成长期核心阶段，业绩确定性高，近期估值回落显著中长期价值愈发显著，维持“增持”评级。

● **风险提示**

1) 青花、玻汾动销不及预期；2) 省内下沉、省外扩展不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13990	20022	25529	31306
收入同比 (%)	17.6%	43.1%	27.5%	22.6%
归属母公司净利润	3079	5298	6966	8735
净利润同比 (%)	56.4%	72.1%	31.5%	25.4%
毛利率 (%)	72.2%	77.7%	78.9%	79.6%
ROE (%)	31.5%	35.1%	31.6%	28.4%
每股收益 (元)	3.55	4.34	5.71	7.16
P/E	148.70	63.51	48.31	38.52
P/B	46.83	22.32	15.27	10.93
EV/EBITDA	73.95	31.85	23.16	17.71

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	15808	23402	33598	44755	<b>营业收入</b>	13990	20022	25529	31306
现金	4607	9242	18935	27867	营业成本	3896	4472	5394	6373
应收账款	2	13	11	13	营业税金及附加	2503	3404	4340	5322
其他应收款	141	114	159	229	销售费用	2276	3504	4468	5479
预付账款	117	156	190	213	管理费用	1089	1361	1736	2098
存货	6354	6581	8564	9963	财务费用	-68	-97	-106	-122
其他流动资产	4589	7296	5739	6470	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3971	3971	3971	3971	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	39	39	39	投资净收益	-49	-70	-89	-109
固定资产	1762	1762	1762	1762	<b>营业利润</b>	4235	7288	9582	12017
无形资产	339	339	339	339	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	1830	1830	1830	1830	营业外支出	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	19779	27373	37568	48725	<b>利润总额</b>	4237	7290	9584	12018
<b>流动负债</b>	9629	11862	15009	17327	所得税	1121	1928	2535	3179
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	3116	5361	7049	8839
应付账款	1455	1911	2560	2710	少数股东损益	37	63	83	104
其他流动负债	8174	9951	12449	14617	<b>归属母公司净利润</b>	3079	5298	6966	8735
<b>非流动负债</b>	84	84	84	84	EBITDA	4361	7257	9561	11998
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.55	4.34	5.71	7.16
其他非流动负债	84	84	84	84					
<b>负债合计</b>	9714	11946	15093	17411					
少数股东权益	288	351	434	538	<b>主要财务比率</b>				
股本	872	872	872	872	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	204	204	204	204	<b>成长能力</b>				
留存收益	8701	14000	20966	29701	营业收入	17.6%	43.1%	27.5%	22.6%
归属母公司股东权益	9777	15075	22041	30776	营业利润	44.6%	72.1%	31.5%	25.4%
<b>负债和股东权益</b>	19779	27373	37568	48725	归属于母公司净利	56.4%	72.1%	31.5%	25.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	72.2%	77.7%	78.9%	79.6%
					净利率 (%)	22.0%	26.5%	27.3%	27.9%
					ROE (%)	31.5%	35.1%	31.6%	28.4%
					ROIC (%)	30.8%	34.6%	31.3%	28.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	49.1%	43.6%	40.2%	35.7%
					净负债比率 (%)	96.5%	77.4%	67.2%	55.6%
					流动比率	1.64	1.97	2.24	2.58
					速动比率	0.97	1.40	1.66	2.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.71	0.73	0.68	0.64
					应收账款周转率	8312.44	1524.87	2307.17	2480.31
					应付账款周转率	2.68	2.34	2.11	2.35
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.55	4.34	5.71	7.16
					每股经营现金流(薄)	1.65	3.85	8.02	7.41
					每股净资产	8.01	12.36	18.06	25.22
					<b>估值比率</b>				
					P/E	148.70	63.51	48.31	38.52
					P/B	46.83	22.32	15.27	10.93
					EV/EBITDA	73.95	31.85	23.16	17.71

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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；
- 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。