

业绩持续超预期, 看好全年高弹性

投资要点

- **事件:** 公司2021年上半年实现收入121.2亿元, 同比+75.6%, 归母净利润35.4亿元, 同比+121%; 其中单Q2实现收入47.9亿元, 同比+73.4%, 归母净利润13.6亿元, 同比+258%, 处在业绩预增公告中间位置。
- **青花引领高增, 省内、省外超预期增长。** 1、上半年汾酒系列实现收入110.3亿元, 同比+76.1%, “抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略成效显著, 青花20高速放量, 青30·复兴版以价为先, 团购和圈层营销有序开展; 巴拿马在省内和环山西市场均实现高速放量; 玻汾产品力突出, 终端消费热度持续提升。2、竹叶青大健康产业发展势头迅猛, 上半年竹叶青配制酒销售收入6.7亿元, 同比+147.8%, 未来或将复制玻汾发展路径, 汾酒与竹叶青双轮驱动初具雏形。3、区域方面, 上半年省内收入47.2亿元, 同比+50.6%, 省内增速大超预期; 省外收入72.9亿元, 同比+96.9%, 其中环山西市场实现高速增长, 长江以南市场实现翻倍增长, 全国化扩张气势如虹。4、在汾酒复兴和名酒引流的背景下, 上半年省内、省外分别新增经销商40家、211家, 且优质大商占比持续提升, 新增可控终端网点数量15万家以上, 高速扩张势头不减。
- **费用率下降明显, 盈利能力大幅提升。** 上半年毛利率同比提升3.3个百分点至75.0%, 主要系青花和巴拿马快速放量带动产品结构升级。费用率大幅下降5.7个百分点至20.4%, 其中销售费用率下降3.4个百分点至16.7%, 主要受益于汾酒品牌势能加速释放, 管理费用率下降2.4个百分点至3.9%, 主要系体量壮大规模效应凸显; 得益于毛利率提升和费用率下降, 公司上半年净利率大幅提升6.1个百分点至29.5%, 盈利能力大幅提升。
- **布局超高端&扩建产能, 品牌和渠道建设步入收获期, 汾酒复兴势不可挡。** 1、公司推出青花40·中国龙布局超高端, 进一步拔高品牌高度, 为复兴版放量提供支撑; 此外, 公司投资超10亿元用于汾酒、竹叶青原酒生产和储能扩建, 为跨越式发展奠定产能基础。2、依托深厚的品牌底蕴和4000人营销团队, 渠道招商和消费者培育扎实推进, 当前长江以南、大西北等市场品牌和渠道建设进入收获期, 新增经销商与可控终端将贡献可观增量。3、展望下半年, 公司将加速推进双轮驱动战略, 进一步推动产能扩张和数字化智能化转型, 目前汾酒库存和动销处于良性循环, 渠道分销能力持续提升, 汾酒是高质量、有动销、可持续的增长, 有望重塑昔日汾老大荣光。
- **盈利预测与投资建议。** 汾酒品牌势能加速释放, 长江以南、大西北等市场渠道建设步入收获期, 中长期发展逻辑得到强化。预计公司2021-2023年归母净利润分别为56亿元、79亿元、106亿元, 对应EPS分别为4.58元、6.46、8.65元, 对应动态估值60倍、43倍、32倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险, 市场开拓或不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	139.90	211.31	280.70	350.31
增长率	17.76%	51.04%	32.84%	24.80%
归属母公司净利润(亿元)	30.79	55.94	78.80	105.51
增长率	58.85%	81.68%	40.85%	33.90%
每股收益EPS(元)	3.53	4.58	6.46	8.65
净资产收益率ROE	30.96%	40.17%	41.07%	40.83%
PE	78	60	43	32
PB	33.43	23.88	17.33	12.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xialj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.20
流通A股(亿股)	12.15
52周内股价区间(元)	187.93-498.89
总市值(亿元)	3,365.08
总资产(亿元)	235.35
每股净资产(元)	10.82

相关研究

1. 山西汾酒(600809): 高端化与全国化并进, 汾酒强势复兴立潮头 (2021-07-13)
2. 山西汾酒(600809): 业绩持续超预期, 汾酒复兴势不可挡 (2021-04-27)
3. 山西汾酒(600809): 业绩靓丽增长, 复兴持续进行 (2021-03-10)
4. 山西汾酒(600809): 品牌势能日盛, 汾酒复兴在途 (2021-01-08)
5. 山西汾酒(600809): 青花与玻汾量价齐升, 省外持续高增长 (2020-10-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	139.90	211.31	280.70	350.31	净利润	31.16	56.62	79.75	106.79
营业成本	38.96	53.42	68.46	82.15	折旧与摊销	1.52	2.42	3.28	4.52
营业税金及附加	25.03	37.81	50.23	62.68	财务费用	-0.68	-1.43	-1.75	-2.77
销售费用	22.76	34.87	43.79	50.45	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	10.89	10.04	12.07	13.31	经营营运资本变动	-12.80	-26.29	-27.65	-6.77
财务费用	-0.68	-1.43	-1.75	-2.77	其他	0.91	-0.03	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	20.10	31.29	53.64	101.77
投资收益	-0.49	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2.58	-13.00	-11.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4.82	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7.40	-13.00	-11.00	-15.00
营业利润	42.35	76.61	107.91	144.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.02	-0.09	-0.14	-0.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	42.37	76.52	107.77	144.31	股权融资	0.72	0.00	1.45	0.00
所得税	11.21	19.89	28.02	37.52	支付股利	-7.84	-15.40	-27.97	-39.40
净利润	31.16	56.62	79.75	106.79	其他	-6.57	0.50	1.75	2.77
少数股东损益	0.37	0.68	0.96	1.28	筹资活动现金流净额	-13.69	-14.89	-24.77	-36.63
归属母公司股东净利润	30.79	55.94	78.80	105.51	现金流量净额	-1.01	3.39	17.86	50.15
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	46.07	49.46	67.32	117.47	成长能力				
应收和预付款项	45.39	65.58	85.05	108.08	销售收入增长率	17.76%	51.04%	32.84%	24.80%
存货	63.54	87.17	111.71	134.05	营业利润增长率	48.94%	80.90%	40.86%	33.90%
其他流动资产	3.09	4.66	6.19	7.72	净利润增长率	51.73%	81.72%	40.85%	33.90%
长期股权投资	0.39	0.39	0.39	0.39	EBITDA 增长率	49.80%	79.68%	41.04%	33.63%
投资性房地产	0.16	0.16	0.16	0.16	获利能力				
固定资产和在建工程	22.88	24.82	26.65	28.39	毛利率	72.15%	74.72%	75.61%	76.55%
无形资产和开发支出	3.39	12.04	17.92	26.67	三费率	23.57%	20.57%	19.28%	17.41%
其他非流动资产	12.88	12.88	12.87	12.86	净利率	22.27%	26.80%	28.41%	30.48%
资产总计	197.79	257.15	328.27	435.80	ROE	30.96%	40.17%	41.07%	40.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.75%	22.02%	24.30%	24.50%
应付和预收款项	86.87	96.90	109.59	145.01	ROIC	65.23%	72.03%	65.24%	68.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.87%	36.72%	38.99%	41.75%
其他负债	10.27	19.31	24.50	29.24	营运能力				
负债合计	97.14	116.20	134.10	174.24	总资产周转率	0.78	0.93	0.96	0.92
股本	8.72	12.20	12.20	12.20	固定资产周转率	8.28	11.28	13.45	15.37
资本公积	2.04	-1.45	0.00	0.00	应收账款周转率	3534.09	5974.34	4972.34	5081.65
留存收益	87.08	127.63	178.46	244.56	存货周转率	0.67	0.71	0.69	0.67
归属母公司股东权益	97.77	137.38	189.66	255.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.18%	—	—	—
少数股东权益	2.88	3.56	4.52	5.80	资本结构				
股东权益合计	100.65	140.94	194.17	261.56	资产负债率	49.11%	45.19%	40.85%	39.98%
负债和股东权益合计	197.79	257.15	328.27	435.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.64	1.79	2.03	2.12
					速动比率	0.98	1.04	1.19	1.35
					股利支付率	25.47%	27.52%	35.50%	37.34%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	43.19	77.60	109.44	146.25	每股收益	3.53	4.58	6.46	8.65
PE	78.06	60.15	42.71	31.90	每股净资产	8.25	11.55	15.91	21.44
PB	33.43	23.88	17.33	12.87	每股经营现金	1.65	2.56	4.40	8.34
PS	24.05	15.93	11.99	9.61	每股股利	0.64	1.26	2.29	3.23
EV/EBITDA	54.28	42.56	30.01	22.12					
股息率	0.23%	0.46%	0.83%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn