

2021 年中报点评：产品结构升级，全年目标可期

买入（维持）

2021 年 08 月 27 日

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,990	21,467	26,720	32,171
同比（%）	17.8%	53.5%	24.5%	20.4%
归母净利润（百万元）	3,079	6,035	7,950	10,167
同比（%）	58.8%	96.0%	31.7%	27.9%
每股收益（元/股）	2.52	4.95	6.52	8.33
P/E（倍）	111.35	56.81	43.13	33.72

事件：公司发布 2021 年半年度报告，2021H1 实现营业收入 121.19 亿元，同比+75.5%；其中 2021Q2 营业收入为 47.87 亿元，同比+73.4%。2021H1 归母净利润为 35.44 亿元，同比+117.5%；其中 2021Q2 归母净利润为 13.62 亿元，同比+258.2%。

投资要点

■ **青花放量引领高增，全国化扩张进展顺利。**分产品看，上半年青花系列实现翻倍增长，占比显著提升，带动产品结构加速升级。腰部巴拿马系列导入省外市场放量，老白汾维持稳健增长。玻汾维持高速增长态势，竹叶青大健康产业稳步发展，上半年配制酒销售收入同比增长近 150%，汾酒与竹叶青双轮驱动初具雏形。分市场看，上半年公司省内收入增速稳健；环山西市场收入大幅增长；长江以南市场收入实现翻倍增长，省外占比已达 60%，全国化高速扩张势头正盛。

■ **产品升级助推净利，规模效应提升效率。**2021H1 净利率 29.5%，同比+6.1pct，2021Q2 净利率 29.1%，同比+15.3 pct，达到历史同期最高水平，我们判断主要原因系：1）产品结构升级：2021Q2 青花系列放量高增，高端产品收入占比同比大幅提升，助推净利持续上行；2）提价效应显著：2021 年以来公司对青花 30、玻汾等核心单品进行了多次小幅提价，整体利润空间得以拓宽。费用方面，2021Q2 公司销售费用率 14.9%，同比-3.3pct，管理费用率 5.0%，同比-2.5pct，主要系体量扩大带来的规模效应提升销售、管理效率所致。

■ **品牌势能加速释放，全年目标完成可期。**“十四五”以来，公司坚持中高端发展路线，启动品质品牌管理架构重组和青花汾酒品牌跃升两大工程，于 2021 年 7 月推出定价 3199 元的青花 40·中国龙，进一步拔高汾酒品牌高度，加速品牌势能释放。考虑到上半年的高速增长与目前库存、动销的良性循环，我们认为公司全年增速 30%的业绩目标完成可期。

■ **盈利预测与估值：**高端化与全国化并进，我们维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现收入 215/267/321 亿元（同比+54%/+25%/+20%）；实现归母净利润 60/79.5/101.7 亿元（同比+96%/+32%/+28%），当前股价对应 2021/2022/2023 年 PE 为 57/43/34 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情反弹，省外竞争激烈，宏观经济消费需求疲软。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	281.00
一年最低/最高价	183.66/503.00
市净率(倍)	18.56
流通 A 股市值(百万元)	341513.79

基础数据

每股净资产(元)	15.14
资产负债率(%)	42.55
总股本(百万股)	1220.11
流通 A 股(百万股)	1215.35

相关研究

- 1、《山西汾酒（600809）：业绩预增点评：利润超市场预期，全国化稳步推进》2021-07-15
- 2、《山西汾酒（600809）：青花剑指全国，“汾老大”复兴在途》2020-10-30
- 3、《山西汾酒（600809）：20Q2 业绩优异，汾酒剑指全国》2020-08-25

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,808	21,640	28,983	38,321	营业收入	13,990	21,467	26,720	32,171
现金	4,607	9,458	15,219	23,460	减:营业成本	3,896	4,298	5,144	5,945
应收账款	2	10	2	8	营业税金及附加	2,503	3,503	4,139	4,594
存货	6,354	7,290	8,782	9,795	营业费用	2,276	3,930	4,920	6,009
其他流动资产	4,846	4,883	4,980	5,058	管理费用	1,106	1,542	1,797	2,043
非流动资产	3,971	5,194	5,942	6,649	研发费用	17	31	40	45
长期股权投资	39	79	119	158	财务费用	-68	-142	-261	-463
固定资产	1,762	2,700	3,346	3,968	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	527	764	813	841	加:投资净收益	-49	-36	-45	-57
无形资产	339	349	362	380	其他收益	3	1	1	1
其他非流动资产	1,303	1,302	1,302	1,302	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	19,779	26,835	34,925	44,970	营业利润	4,235	8,302	10,937	13,987
流动负债	9,629	10,404	11,197	11,705	加:营业外净收支	2	2	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	4,237	8,304	10,938	13,988
应付账款	2,311	3,085	3,469	4,050	减:所得税费用	1,121	2,197	2,894	3,700
其他流动负债	7,318	7,319	7,728	7,655	少数股东损益	37	72	95	121
非流动负债	84	84	84	84	归属母公司净利润	3,079	6,035	7,950	10,167
长期借款	0	0	0	0	EBIT	4,098	8,093	10,568	13,408
其他非流动负债	84	84	84	84	EBITDA	4,250	8,268	10,814	13,718
负债合计	9,714	10,488	11,281	11,790	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	288	360	454	575	每股收益(元)	2.52	4.95	6.52	8.33
归属母公司股东权益	9,777	15,987	23,189	32,605	每股净资产(元)	8.01	12.82	18.72	26.44
负债和股东权益	19,779	26,835	34,925	44,970	发行在外股份(百万股)	872	1220	1220	1220
					ROIC(%)	60.1%	99.4%	105.2%	115.7%
					ROE(%)	31.0%	38.2%	34.5%	31.3%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	72.2%	80.0%	80.8%	81.5%
	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	22.0%	28.1%	29.8%	31.6%
经营活动现金流	2,010	5,969	7,286	9,603	资产负债率(%)	49.1%	39.1%	32.3%	26.2%
投资活动现金流	-740	-1,435	-1,038	-1,074	收入增长率(%)	17.8%	53.5%	24.5%	20.4%
筹资活动现金流	-1,369	317	-487	-288	净利润增长率(%)	51.7%	96.0%	31.7%	27.9%
现金净增加额	-101	4,851	5,761	8,241	P/E	111.35	56.81	43.13	33.72
折旧和摊销	152	175	246	310	P/B	35.07	21.92	15.01	10.63
资本开支	196	1,184	708	668	EV/EBITDA	79.67	40.38	30.35	23.33
营运资本变动	-1,009	-206	-789	-589					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>