

## 公司研究

## 掌门人正常交接，汾酒向上势头延续

## ——山西汾酒（600809.SH）跟踪报告

## 要点

**事件：**近期山西汾酒发布公告，宣布董事长李秋喜因年龄原因辞职，新董事长将由袁清茂接任，掌门人交接受到市场关注，另外我们近期跟踪山西、河南、华北等市场渠道动销，更新对公司的观点如下：

**人事变动为自然调整，战略延续确定性较高。**本次董事长交接为自然更替，李秋喜董事长今年年满60周岁，为到龄退休，新董事长袁清茂现年52岁，曾担任山西省交通厅副厅长、山西交通控股集团有限公司党委书记和董事长。本次人事变动消息短期内引发市场关注，担心点主要在于换帅后公司战略以及品牌势能的延续性，但汾酒自2017年开始国企改革以来，经营势能持续朝上，创造出的汾酒速度已逐步验证自上而下的改革对于汾酒复兴的意义，此次换帅后，公司战略方向延续的确定性较高，从渠道反馈看明年产品结构、品牌运作等策略较为稳定，且汾酒品牌势头正劲，来年业绩有望延续高增。

**2021年圆满收官，产品张力较为强劲。**据渠道反馈，2021年汾酒销售圆满完成，增幅超出年初预期，估计省内省外销售额均增长50%以上。分产品来看，玻汾作为高性价比大单品维持高增长，下半年厂家收缩对玻汾的费用投入，但凭借自身产品力，玻汾依旧呈现供不应求的态势。省外青花20批价从年初以来持续上涨，目前375-380元左右，实际动销旺盛、消费群体不断扩张，省内青花25库存低位，发展势头亦较为强劲，青30复兴版的市场培育亦在持续推进，终端实际价格1000-1100元左右。巴拿马在省外市场增长相对平稳，省内动销顺畅，在基地市场亦实现较高增长。

**2022年高增长预期较强，结构升级、渠道扁平化保证增长质量。**当前已开始22年开门红准备工作，经销商对于明年高增长的信心较强，我们认为明年改革红利延续下，公司高质量增长的驱动主要为：**1) 青花带动升级：**从“抓两头，带中间”逐步转变为青花引领，预期明年玻汾将缩减费用，青花系列将增加投入，复兴版为发展重心，其具备香型优势和品牌积淀，挺价顺利下市场培育有望逐步见效，青花40采用联盟体方式，预期明年运作打开品牌高度。**2) 渠道精细化：**渠道扁平化战略延续，目前一些成熟市场的专卖店、终端布局已经较为完善，长江以南等重点市场销售链条亦有缩短，同时厂商业务人员增加，政策执行、费用管理等落到实处，精耕细作下渠道管控增强，酒厂对于终端市场的反馈更加迅速。

**盈利预测、估值与评级：**维持2021-23年净利润预测58/75/97亿，对应EPS为4.77/6.15/7.91元，当前股价对应P/E为64/50/39倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**青花系列增长不及预期，省外市场扩张进展不及预期。

## 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	21,932	27,328	33,557
营业收入增长率	26.63%	17.76%	56.77%	24.61%	22.79%
净利润(百万元)	1,939	3,079	5,819	7,503	9,650
净利润增长率	32.16%	58.85%	88.98%	28.94%	28.62%
EPS(元)	2.22	3.53	4.77	6.15	7.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.03%	31.49%	37.73%	35.45%	33.81%
P/E	138	87	64	50	39
P/B	36.0	27.4	24.3	17.7	13.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-12-24，注：2021年7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：307.45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：杨哲

yangz@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)	3751.23
一年最低/最高(元)	183.49/380.77
近3月换手率	35.54%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.96	-6.27	-3.73
绝对	-2.45	-5.37	31.49

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3继续强劲增长，品牌势能持续验证——山西汾酒（600809.SH）2021年三季度报点评（2021-10-30）

青花引领，复兴提速——山西汾酒（600809.SH）2021年半年报点评（2021-08-27）

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）

## 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	21,932	27,328	33,557
营业成本	3,336	3,896	5,603	6,679	7,816
折旧和摊销	141	150	169	188	203
税金及附加	2,253	2,503	3,641	4,537	5,537
销售费用	2,581	2,276	3,575	4,455	5,436
管理费用	855	1,089	1,162	1,421	1,678
研发费用	22	17	26	33	17
财务费用	-103	-68	-27	-51	-117
投资收益	-98	-49	0	0	0
营业利润	2,843	4,235	7,980	10,283	13,224
利润总额	2,845	4,237	7,985	10,283	13,225
所得税	792	1,121	2,116	2,720	3,505
净利润	2,054	3,116	5,869	7,563	9,720
少数股东损益	115	37	50	60	70
归属母公司净利润	1,939	3,079	5,819	7,503	9,650
EPS(元)	2.22	3.53	4.77	6.15	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	4,041	7,195	10,234
净利润	1,939	3,079	5,819	7,503	9,650
折旧摊销	141	150	169	188	203
净营运资金增加	-1,296	1,978	4,557	2,281	1,625
其他	2,293	-3,198	-6,505	-2,777	-1,244
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	-147	-1,709	-2,152
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	223	1,264	2,245
净现金流	2,258	-101	3,666	5,211	7,802

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	71.9%	72.2%	74.5%	75.6%	76.7%
EBITDA 率	25.0%	31.2%	37.0%	38.1%	39.7%
EBIT 率	23.8%	30.1%	36.2%	37.4%	39.1%
税前净利润率	23.9%	30.3%	36.4%	37.6%	39.4%
归母净利润率	16.3%	22.0%	26.5%	27.5%	28.8%
ROA	12.8%	15.8%	22.8%	23.1%	22.9%
ROE (摊薄)	26.0%	31.5%	37.7%	35.5%	33.8%
经营性 ROIC	27.1%	31.0%	39.9%	44.3%	51.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	53%	49%	39%	34%	32%
流动比率	1.51	1.64	2.19	2.57	2.86
速动比率	0.88	0.98	1.34	1.67	1.98
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	25,697	32,763	42,459
货币资金	3,964	4,607	8,273	13,484	21,286
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	6	2	12	15	19
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	35	141	221	275	338
存货	5,258	6,354	8,401	10,016	11,720
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	21,673	28,648	38,265
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	9,937	11,201	13,446
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,974	1,455	2,093	2,495	2,919
应付票据	754	857	1,232	1,509	1,766
预收账款	2,840	0	219	547	1,007
其他流动负债	0	404	404	404	404
流动负债合计	8,389	9,629	9,881	11,145	13,390
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	15,760	21,562	29,014
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	13,395	19,137	26,518
归属母公司权益	7,447	9,777	15,422	21,164	28,546
少数股东权益	178	288	338	398	468

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	21.73%	16.27%	16.30%	16.30%	16.20%
管理费用率	7.20%	7.78%	5.30%	5.20%	5.00%
财务费用率	-0.86%	-0.49%	-0.12%	-0.19%	-0.35%
研发费用率	0.19%	0.12%	0.12%	0.12%	0.05%
所得税率	28%	26%	27%	26%	27%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.90	0.20	1.44	1.86	2.39
每股经营现金流	3.53	2.31	3.31	5.90	8.39
每股净资产	8.54	11.22	12.64	17.35	23.40
每股销售收入	13.63	16.05	17.97	22.40	27.50

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	138	87	64	50	39
PB	36.0	27.4	24.3	17.7	13.1
EV/EBITDA	90.2	61.5	46.2	35.6	27.5
股息率	0.3%	0.1%	0.5%	0.6%	0.8%

## 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