

2021年12月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

山西汾酒 (600809) : 改革进入深水区, 理性务实向前进

推荐 (维持)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

2021年12月26日, 2021年汾酒全球经销商大会在汾酒集团召开, 公司管理层出席大会。

基本数据

2021-12-24

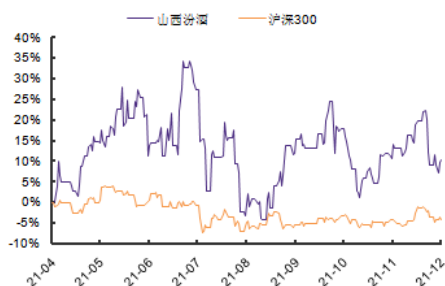
当前股价 (元)	307.45
总市值 (亿元)	3,751.2
总股本 (百万股)	1,220.1
流通股本 (百万股)	1,215.4
52周价格范围 (元)	256.6-503
日均成交额 (百万元)	2,584.3

投资要点

■ 四大优势聚势能, 四个专注迎复兴

当前公司具有改革优势、品类优势、产品线优势、市场优势。其中改革优势指的是公司自2017年国改以来, 积累大量汾酒特色理念, 助推公司改革深化; 品类优势是指公司是清香型龙头企业, 清香型市占率持续提升; 产品线优势是指公司拥有汾, 竹叶青, 杏花村三大驰名商标, 覆盖多价格带; 市场优势是指公司全国化战略效果显著, 省外深度扩张进行时。四个专注是指专注市场结构优化、专注产品结构优化、专注品质提升、专注管理提升。其中市场结构优化是指一是要稳扎稳打, 巩固山西市场; 二是要抢在高原, 长三角 珠三角是我国经济的高速增长区域, 是汾酒全国化战略必须抢占的高地。产品结构优化是指突出中高端酒的发展定位, 持续释放青花逢酒的头部效应, 塑造腰部产品。品质提升是指优质原酒扩容, 为十四五目标保驾护航。管理提升是指持续完善企业制度, 优化发展治理结构。四个专注代表公司改革深水区需要完善的地方, 为迎复兴做好准备。

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

■ 改革进入深水区, 坚持133238方针

当前公司面临以下几个问题: 1、要充分解决品牌发展不均衡不充分, 品牌资源聚合不足的问题。2、要充分的解决汾酒国际市场营销体系不健全不完整问题。3、要充分的解决青花汾酒品牌价值提升的问题。4、要充分的提升现有的业务团队, 经销商团队。5、要充分的解决营销数字化中台搭建, 营销端数字化延伸与覆盖的问题。

2022年公司坚持“133238”营销总体改革方针, 即瞄准一个目标, 打好三场战役, 构建三大市场, 推进两大工程, 紧扣三个指标, 做到八个坚持。其中一个目标是指实现白酒行业三分天下有其一的重要目标。三场战役指的是营销体系建设的攻坚战、产品结构性调整的攻坚战及品牌价值提升的攻坚战。三大市场指的是一是大基地市场(除原来大本营外, 强调将在黄河以北地区构建强大根据地市场, 以华北市场为核心屏障), 二是华东市场, 三是华南市场。再次强调

对华东市场（江浙沪皖等市场）和华南市场（主要包括粤深港和两湖地区。）的重视。三个指标是指：一是青花汾酒的销量指标，二是青花20的终端指标，三是青花汾酒意见领袖群体的指标。更加强调聚焦资源，聚焦青花系列，高举高打，持续拉升清香型品牌力。

■ 未来公司五大看点，深度全国化进行时

展望明年，公司虽然业绩降速，但营收有望保持25%以上增速。公司经过2017年国改后，焕发第二春，品牌复兴在即，成为茅五汾指日可待。

我们认为公司未来五大看点：1、构建2+2品牌，其中第一个2是指汾酒和竹叶青，第二个2是指杏花村品牌和系列级品牌，汾酒和竹叶青核心驱动公司发展，杏花村品牌和系列品牌是有益补充。2、以竹叶青为核心的大健康产业平台，竹叶青是公司未来打造的一个核心品牌，未来有望放量。3、“抓两头强腰部”产品策略下青花系列持续拉升公司品牌力，青花30·复兴版谋求千元价格带放量单品，玻汾巩固40-60元价格带大单品，强化腰部老白汾和巴拿马产品竞争力。4、区域扩张实施“1357”全国化布局，逐步搭建起31个省区+10个直属管理区营销组织架构，十四五期间省内外营收比重有望从目前的4:6提升至未来的3:7。5、随着公司布局逐步完成，产品结构优化叠加全国化布局深化，规模效应下公司净利率有望从目前的20%以上提升至未来的30%以上。

■ 盈利预测

当前公司品牌势能持续释放，重点打造青花30复兴版进入高端酒阵营。我们看好公司品牌复兴，青花引领公司品牌高度，预计2021-2023年EPS为4.65/6.28/8.40元，当前股价对应PE分别为66/49/37倍，维持“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、青花增长不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	13,990	21,251	27,523	34,623
增长率（%）	15.5%	51.9%	29.5%	25.8%
归母净利润（百万元）	3,079	5,677	7,660	10,253
增长率（%）	58.8%	84.3%	34.9%	33.8%
摊薄每股收益（元）	3.53	4.65	6.28	8.40
ROE（%）	30.6%	39.6%	38.1%	36.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)									
资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	13,990	21,251	27,523	34,623
现金及现金等价物	4,607	5,870	9,970	16,590	营业成本	3,896	5,345	6,607	7,610
应收账款	142	175	226	190	营业税金及附加	2,503	3,570	4,596	5,747
存货	6,354	9,770	10,743	10,978	销售费用	2,276	3,336	4,294	5,367
其他流动资产	4,705	5,738	7,156	8,656	管理费用	1,089	1,296	1,651	2,043
流动资产合计	15,808	21,552	28,095	36,414	财务费用	-68	-18	-30	-50
非流动资产:					研发费用	17	25	33	41
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	3,314	4,640	5,948	7,401
固定资产	1,761	1,960	1,955	1,876	资产减值损失	0	1	1	1
在建工程	527	211	84	34	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	339	334	317	300	投资收益	-49	0	0	0
长期股权投资	39	39	39	39	营业利润	4,235	7,695	10,371	13,864
其他非流动资产	1,304	1,304	1,304	1,304	加: 营业外收入	6	7	8	9
非流动资产合计	3,971	3,848	3,701	3,554	减: 营业外支出	4	0	0	0
资产总计	19,779	25,400	31,795	39,967	利润总额	4,237	7,702	10,379	13,873
流动负债:					所得税费用	1,121	1,956	2,626	3,496
短期借款	0	0	0	0	净利润	3,116	5,745	7,753	10,377
应付账款、票据	2,311	3,664	4,297	4,757	少数股东损益	37	69	93	125
其他流动负债	7,318	7,318	7,318	7,318	归母净利润	3,079	5,677	7,660	10,253
流动负债合计	9,629	10,981	11,615	12,075					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	84	84	84	84	营业收入增长率	15.5%	51.9%	29.5%	25.8%
非流动负债合计	84	84	84	84	归母净利润增长率	58.8%	84.3%	34.9%	33.8%
负债合计	9,714	11,066	11,699	12,159	盈利能力				
所有者权益					毛利率	72.2%	74.8%	76.0%	78.0%
股本	872	1,220	1,220	1,220	四项费用/营收	23.7%	21.8%	21.6%	21.4%
股东权益	10,065	14,335	20,096	27,808	净利率	22.3%	27.0%	28.2%	30.0%
负债和所有者权益	19,779	25,400	31,795	39,967	ROE	30.6%	39.6%	38.1%	36.9%
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
净利润	3116	5745	7753	10377	资产负债率	49.1%	43.6%	36.8%	30.4%
少数股东权益	37	69	93	125	营运能力				
折旧摊销	150	134	147	146	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
公允价值变动	0	0	0	0	应收账款周转率	98.2	121.7	121.7	182.5
营运资金变动	-1293	-5833	-3076	-2159	存货周转率	0.6	0.9	1.0	1.2
经营活动现金净流量	2010	2820	6184	9409	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	-740	117	131	130	EPS	3.53	4.65	6.28	8.40
筹资活动现金净流量	-7	-1476	-1992	-2666	P/E	87.0	66.1	49.0	36.6
现金流量净额	1,263	1,462	4,323	6,874	P/S	19.2	17.7	13.6	10.8
					P/B	27.4	26.8	19.1	13.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。