

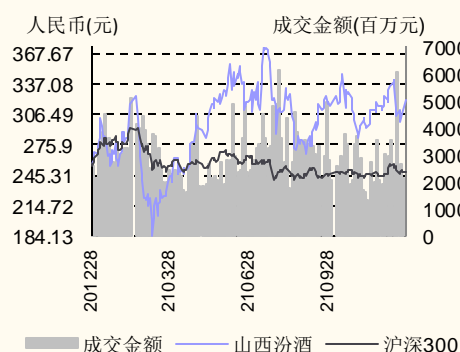
山西汾酒 (600809.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 321.41元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.20
已上市流通A股(亿股)	12.15
总市值(亿元)	3,921.57
年内股价最高最低(元)	374.15/184.13
沪深300指数	4919
上证指数	3616



清香龙头全国布局加速，经销商大会反馈积极

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,880	13,990	21,034	27,849	35,348
营业收入增长率	26.63%	17.76%	50.35%	32.40%	26.93%
归母净利润(百万元)	1,939	3,079	5,596	7,806	10,559
归母净利润增长率	32.16%	58.85%	81.75%	39.48%	35.27%
摊薄每股收益(元)	2.22	3.53	4.59	6.40	8.65
每股经营性现金流净额	3.54	2.31	4.49	6.51	8.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.03%	31.49%	41.31%	41.27%	39.96%
P/E	40.33	106.22	70.07	50.24	37.14
P/B	10.50	33.45	28.94	20.73	14.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 据“凤凰网”报道，12月26日公司召开2021全球经销商大会，总结公司经营改革成果，展望“新阶段、新理念、新格局”背景下公司实现高质量发展的目标与路径。

经营分析

- 营销改革成效显著，辐射带动全国化大有可为。**1) 改革成果：当前公司搭建了“31+10”的区域营销组织架构，推行扁平化管理、组阁制人才聘任。目前公司亿元市场达28个，经销商数量达2944家，终端数量达百万家，全国化成效初现。2) 发展路径：环山西区域是公司的传统优势市场，在持续深耕的基础上以点带面辐射至全国；华东/华南市场经济活力旺盛，公司将聚焦资源抢占高地，用3~5年将省外市场打造为新的增长极。公司亦持续优化经销商结构，坚持“价、费、利”分离，推进营销改革良性落地。
- 坚持中高档发展定位，以青花助力汾酒复兴。**青花系列在公司产品矩阵中战略意义举足轻重，袁董事长强调要持续在青花系列上发力，持续释放青花汾酒的头部效应，这与公司以品牌聚焦为核心的青花汾酒五大发展理念相契合。在进一步营销改革目标中，公司三大指标均围绕青花展开（青花汾酒销量指标、青花20终端指标、青花汾酒意见领袖群体指标），体现公司产品策略将更加聚焦青花系列，预计产品结构优化有望加速。
- 渠道积极性强，公司高弹性增长业绩可期。**近期渠道反馈整体库存极低，打款积极性较强，开门红可期。公司聚焦青花品牌价值提升，费用逐渐由玻汾倾斜至复兴版，预计22年玻汾将延续控量，青花20增速有望50%+，复兴版势头较好有望翻番。我们亦建议关注公司全国化进程，预计22年环山西市场增速约25%，华东、华南市场增速有望达50%。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司21-23年收入增速分别为50%/32%/27%；利润增速分别为82%/39%/35%；EPS分别为4.59/6.40/8.65元，当前股价对应PE分别为70/50/37X。公司作为清香型龙头，品牌势能有望释放，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险，全国化不及预期风险，宏观经济下行风险，食品安全问题。

相关报告

- 《业绩符合预期，关注结构升级及全国化成效-山西汾酒21Q3点评》，2021.10.29
- 《业绩符合预告，青花系列表现靓丽-山西汾酒21年中报点评》，2021.8.27
- 《Q1业绩超预期，“十四五”品牌复兴在路上-山西汾酒年报及一季...》，2021.4.27

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	9,382	11,880	13,990	21,034	27,849	35,348	货币资金	1,296	3,964	4,607	7,863	12,813	20,096
增长率		26.6%	17.8%	50.4%	32.4%	26.9%	应收账款	3,742	2,769	4,423	6,068	7,756	9,491
主营业务成本	-3,170	-3,336	-3,896	-5,246	-6,748	-8,254	存货	3,156	5,258	6,354	6,324	7,949	9,498
%销售收入	33.8%	28.1%	27.8%	24.9%	24.2%	23.4%	其他流动资产	823	652	425	687	752	808
毛利	6,212	8,544	10,094	15,788	21,101	27,094	流动资产	9,016	12,642	15,808	20,942	29,270	39,892
%销售收入	66.2%	71.9%	72.2%	75.1%	75.8%	76.7%	%总资产	76.2%	78.7%	79.9%	83.3%	86.8%	89.7%
营业税金及附加	-1,796	-2,253	-2,503	-3,723	-4,887	-6,080	长期投资	27	26	68	68	69	71
%销售收入	19.1%	19.0%	17.9%	17.7%	17.6%	17.2%	固定资产	1,904	2,131	2,290	2,535	2,914	3,117
销售费用	-1,627	-2,581	-2,276	-3,260	-4,191	-5,161	%总资产	16.1%	13.3%	11.6%	10.1%	8.6%	7.0%
%销售收入	17.3%	21.7%	16.3%	15.5%	15.1%	14.6%	无形资产	233	322	346	348	352	355
管理费用	-628	-855	-1,089	-1,220	-1,532	-1,767	非流动资产	2,813	3,425	3,971	4,196	4,465	4,564
%销售收入	6.7%	7.2%	7.8%	5.8%	5.5%	5.0%	%总资产	23.8%	21.3%	20.1%	16.7%	13.2%	10.3%
研发费用	-12	-22	-17	-21	-28	-28	资产总计	11,829	16,068	19,779	25,138	33,735	44,456
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	2,149	2,832	4,209	7,564	10,463	14,058	应付款项	1,934	3,554	3,254	3,656	4,790	5,850
%销售收入	22.9%	23.8%	30.1%	36.0%	37.6%	39.8%	其他流动负债	3,375	4,835	6,375	7,497	9,503	11,555
财务费用	27	103	68	151	253	406	流动负债	5,309	8,389	9,629	11,153	14,294	17,405
%销售收入	-0.3%	-0.9%	-0.5%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	0	0	其他长期负债	38	55	84	69	69	69
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	5,347	8,443	9,714	11,222	14,363	17,475
投资收益	1	-98	-49	-10	0	0	普通股股东权益	6,214	7,447	9,777	13,549	18,914	26,423
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	其中：股本	866	872	872	1,220	1,220	1,220
营业利润	2,177	2,843	4,235	7,705	10,716	14,464	未分配利润	4,533	6,004	8,289	12,055	17,421	24,929
营业利润率	23.2%	23.9%	30.3%	36.6%	38.5%	40.9%	少数股东权益	267	178	288	368	458	558
营业外收支	-3	2	2	8	12	18	负债股东权益合计	11,829	16,068	19,779	25,138	33,735	44,456
税前利润	2,174	2,845	4,237	7,713	10,728	14,482	比率分析						
利润率	23.2%	23.9%	30.3%	36.7%	38.5%	41.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-615	-792	-1,121	-2,036	-2,832	-3,823	每股指标						
所得税率	28.3%	27.8%	26.5%	26.4%	26.4%	26.4%	每股收益	1.694	2.224	3.533	4.587	6.398	8.654
净利润	1,560	2,054	3,116	5,676	7,896	10,659	每股净资产	7.177	8.545	11.218	11.104	15.502	21.656
少数股东损益	93	115	37	80	90	100	每股经营现金净额	1.116	3.536	2.311	4.489	6.511	8.792
归属于母公司的净利润	1,467	1,939	3,079	5,596	7,806	10,559	每股股利	0.750	0.900	0.200	1.500	2.000	2.500
净利率	15.6%	16.3%	22.0%	26.6%	28.0%	29.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.60%	26.03%	31.49%	41.31%	41.27%	39.96%
净利润	1,560	2,054	3,116	5,676	7,896	10,659	总资产收益率	12.40%	12.06%	15.57%	22.26%	23.14%	23.75%
少数股东损益	93	115	37	80	90	100	投入资本收益率	23.77%	26.76%	30.66%	39.96%	39.72%	38.33%
非现金支出	151	142	152	159	177	203	增长率						
非经营收益	-264	-349	-325	14	88	82	主营业务收入增长率	55.39%	26.63%	17.76%	50.35%	32.40%	26.93%
营运资金变动	-481	1,235	-929	-372	-217	-217	EBIT增长率	58.85%	31.79%	48.62%	79.70%	38.33%	34.36%
经营活动现金净额	966	3,082	2,014	5,477	7,944	10,728	净利润增长率	55.36%	32.16%	58.85%	81.75%	39.48%	35.27%
资本开支	-75	-140	-195	-405	-532	-382	总资产增长率	32.32%	35.83%	23.09%	27.10%	34.20%	31.78%
投资	-310	71	-595	19	-22	-12	资产管理能力						
其他	24	97	50	-10	0	0	应收账款周转天数	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
投资活动现金净额	-361	28	-740	-396	-554	-394	存货周转天数	314.1	460.3	544.0	440.0	430.0	420.0
股权募资	0	110	0	5	0	0	应付账款周转天数	101.5	154.7	160.6	100.0	105.0	105.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	62.2	49.7	45.9	31.4	26.0	21.6
其他	-776	-956	-1,371	-1,830	-2,440	-3,050	偿债能力						
筹资活动现金净额	-776	-847	-1,371	-1,825	-2,440	-3,050	净负债/股东权益	-20.00%	-51.98%	-45.77%	-56.50%	-66.14%	-74.48%
现金净流量	-171	2,263	-97	3,257	4,950	7,283	EBIT利息保障倍数	-78.6	-27.6	-61.9	-50.1	-41.3	-34.6
							资产负债率	45.21%	52.55%	49.11%	44.64%	42.58%	39.31%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	12	26	87	109	226
增持	1	1	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.08	1.04	1.05	1.05	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

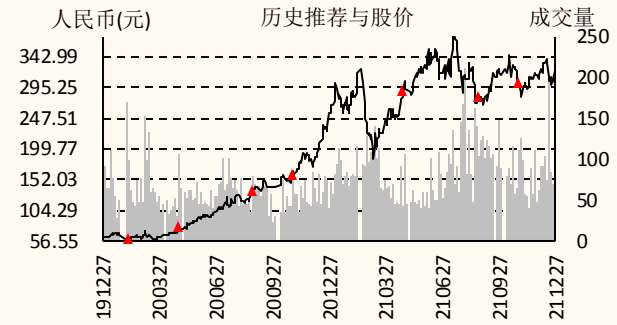
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-07	买入	82.41	N/A
2	2020-04-28	买入	99.32	N/A
3	2020-08-25	买入	177.79	N/A
4	2020-10-30	买入	230.60	N/A
5	2021-04-27	买入	391.48	N/A
6	2021-08-27	买入	275.80	N/A
7	2021-10-29	买入	307.10	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402