

食品饮料

山西汾酒 (600809.SH)

维持评级

报告原因：业绩预告点评

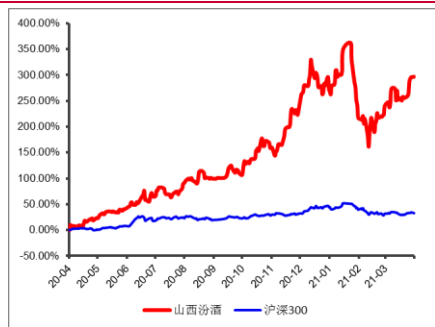
2021 顺利收官，2022 高质量发展

买入

2022 年 1 月 26 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 1 月 25 日

收盘价(元)：268.33

年内最高/最低(元)：315.76/268.20

流通 A 股/总股本(亿)：12.15/12.20

流通 A 股市值(亿)：3261

总市值(亿)：3274

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益：3.55

每股净资产(元)：11.22

净资产收益率：35.09%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A

座太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28

层山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

事件描述

发布 2021 年业绩预增公告，预计 2021 年全年将实现净利润 52.34 亿元-55.42 亿元，比 2020 年同期增加 21.55 亿元-24.63 亿元，同比增长 70%-80%。

事件点评

- **Q4 业绩环比回落，2022 开门红确定性强。**根据公司业绩公告，2021 年预计实现净利润 52.34 亿元-55.42 亿元，同比增长 70%-80%，主要在于 2021 年公司持续深化“1357+10”市场布局，加大长江以南市场拓展力度，推动江、浙、沪、皖、粤等市场稳步突破；坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，进一步优化产品结构，年内实现了经营业绩的高增长。其中 21Q4 归母净利润 3.55-6.63 亿元，同比 -42.52%+7.32%，Q4 业绩基本符合预期，环比回落明显，主要在于主动控制节奏，蓄力高质增长。目前库存是历史新低，价格是历史最好，经销商渠道利润是历史最好，市场秩序是历史最好，从当前形势来看，动销喜人，2022 年开门红确定性强。
- **专注 4 个结构优化，推动汾酒高质量发展。**2021 年初，公司优化了营销组织架构，完成了营销骨干的新老交替，80 后成为大区、省区经理的主要担当者，大量 90 后营销人员充实到销售一线，激发了营销团队的内生动力。与此同时，各市场销售区域提前布局春节、中秋、国庆等销售旺季，聚焦宴会团购渠道，终端促销活动不断，经销商结构和渠道持续优化，全国市场可控终端网点达 100 余万家；中高端青花汾酒系列在青花 30（复兴版）的牵引下销售占比稳步提升。未来三年，将是汾酒的重大战略发展期，2022 年至关重要，公司将围绕品牌价值最大化，专注于市场结构优化、专注于产品结构优化、专注于品质提升，专注于管理提升，全方位推动汾酒高质量发展。

投资建议

- 2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，2021 年顺利收官，我们认为产品高端化、市场全国化、双轮驱动是推动业绩增长的主要因素。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性较强。未来 2-3 年，营业收入可看 300 亿元，4-5 年可看 500 亿元收入，年复合增长率 29% 左右。此外，公司最终目标是走中高端路线，青花汾酒会持



续发力，因此，未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率将不断提高。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 55.14 亿、71.58 亿、92.81 亿，EPS 分别为 4.52 元、5.87 元、7.61 元，对应当前股价，PE 分别为 59 倍、46 倍、35 倍。维持“买入”评级。

存在风险

疫情超预期的风险，国企改革进度不达预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,808	24,989	34,423	45,818	营业收入	13,990	21,462	26,445	32,848
现金	4,607	6,975	13,990	19,759	营业成本	3,896	5,320	6,318	7,581
应收账款	142	321	252	379	营业税金及附加	2,503	3,840	4,731	5,876
其他应收款	141	119	163	239	销售费用	2,276	3,470	4,197	5,114
预付账款	117	77	71	41	管理费用	1,089	1,240	1,449	1,767
存货	6,357	5,796	6,231	6,792	财务费用	(68)	(87)	(157)	(253)
其他流动资产	4,444	11,701	13,716	18,608	资产减值损失	0	1	(0)	0
非流动资产	3,971	3,680	3,712	3,702	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	15	18	24	投资净收益	(49)	1	1	1
固定资产	1,761	1,649	1,538	1,426	营业利润	4,235	7,678	9,909	12,762
无形资产	339	316	295	276	营业外收入	6	3	3	3
其他非流动资产	1,832	1,700	1,861	1,977	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	19,779	28,669	38,135	49,520	利润总额	4,237	7,678	9,909	12,762
流动负债	9,629	14,122	18,294	22,770	所得税	1,121	1,919	2,477	3,191
短期借款	0	0	0	0	净利润	3,116	5,758	7,432	9,572
应付账款	1,455	2,189	2,899	3,143	少数股东损益	37	245	273	290
其他流动负债	8,174	11,933	15,395	19,627	归属母公司净利润	3,079	5,514	7,158	9,281
非流动负债	84	106	134	170	EBITDA	4,327	7,725	9,884	12,640
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.52	4.52	5.87	7.61
其他非流动负债	84	106	134	170					
负债合计	9,714	14,229	18,428	22,941	主要财务比率				
少数股东权益	288	533	806	1,096	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	872	1,220	1,220	1,220	成长能力				
资本公积	204	204	204	204	营业收入	17.76%	53.41%	23.22%	24.21%
留存收益	8,708	12,483	17,477	24,059	营业利润	48.94%	81.30%	29.06%	28.79%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	58.85%	79.06%	29.83%	29.65%
益	9,777	13,907	18,901	25,483	获利能力				
负债和股东权益	19,779	28,669	38,135	49,520	毛利率(%)	72.15%	75.21%	76.11%	76.92%
					净利率(%)	22.01%	25.69%	27.07%	28.26%
					ROE(%)	30.96%	39.88%	37.71%	36.01%
					ROIC(%)	86.74%	107.78%	63.62%	87.89%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.11%	49.63%	48.32%	46.33%
					净负债比率(%)	38.12%	18.97%	1.21%	-5.01%
					流动比率	1.64	1.77	1.88	2.01
					速动比率	0.98	1.36	1.54	1.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.89	0.79	0.75
					应收账款周转率	3534.09	211.07	182.25	286.40
					应付账款周转率	8.16	11.78	10.39	10.87
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,010	3,704	9,026	8,221
净利润	3,116	5,514	7,158	9,281
折旧摊销	152	134	133	131
财务费用	(49)	(87)	(157)	(253)
投资损失	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	869	(2,102)	1,620	(1,228)
其他经营现金流	(2,078)	246	273	291
投资活动现金流	(740)	26	(2)	(5)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(39)	25	(3)	(6)
其他投资现金流	(700)	1	1	1



筹资活动现金流	(1,369)	(1,303)	(2,008)	(2,446)	每股收益(最新摊薄)	2.52	4.52	5.87	7.61
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	3.04	7.40	6.74
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.01	11.40	15.49	20.89
普通股增加	0	349	0	0	估值比率				
资本公积增加	72	0	0	0	P/E	106.3	59.4	45.7	35.3
其他筹资现金流	(1,442)	(1,652)	(2,008)	(2,446)	P/B	33.5	23.5	17.3	12.8
现金净增加额	(99)	2,426	7,015	5,769	EV/EBITDA	74.54	42.07	32.29	24.91

分析师承诺：

本人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，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

