



2022-04-13

公司点评报告

买入/维持

山西汾酒(600809)

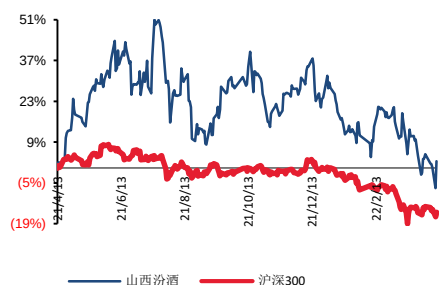
目标价: 331.5

昨收盘: 252.81

食品饮料 白酒 II

山西汾酒：开年超预期，青花引领结构升级

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,220/1,215
总市值/流通(百万元)	308,457/307,253
12 个月最高/最低(元)	498.89/229.83

相关研究报告：

山西汾酒（600809）《山西汾酒（600809.SH）三季报点评：回款表现优异、季度税金波动影响利润》——2021/10/28

山西汾酒（600809）《山西汾酒：收入继续高增、结构及费用效率提升带动超强利润弹性》——2021/08/27

山西汾酒（600809）《山西汾酒：一季报业绩再超预期，青花迅猛、全国化加速》——2021/04/27

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

事件：公司发布 2021 年主要财务数据及 2022 年一季度预告。2021 年实现收入 199.71 亿同增 42.75%、符合此前预期，归母净利润 53.14 亿同增 72.56%、符合此前业绩预告，单四季度收入、归母净利润为 27.14、4.35 亿元，分别同比下滑 24.92%、29.61%。2022 年 Q1 预计实现营业总收入、归母净利润 105、37 亿元左右，分别同增 43%、70% 左右，销售实现开门红，收入利润均超预期。

Q4 主动控节奏，22 年开年如期实现开门红。公司单四季度收入利润的表现与去年下半年开始的主动控制市场节奏有关，去年整体销售节奏势如破竹，屡超计划进度，四季度进行适当的市场节奏把控和价格秩序梳理，工作重心放在消费者品鉴培育、广宣投放等，把控经营节奏及费用投放主动权，截至 2021 年底公司库存达历史新低、价格历史最好、经销商盈利和积极性、市场秩序均达历史最好。经营节奏精准把控+品牌势能持续释放助力 2022 年开门红顺利达成，在 21 年一季度高基数下收入、利润均延续了 21 年全年的高增长。

青花引领结构持续上行，单季度净利率创历史新高。22 年持续强化聚焦青花、提升青花占比，青花销量和青 20 渠道规模两个指标要上量，青花汾酒意见领袖的指标上进行考核，从销售团队到渠道终端均围绕青花来做，引导经销商主要精力放到复兴版。从渠道反馈看，一季度青花实现快速增长，玻汾在整体控货定调下较平稳，腰部产品也有较好表现。结构继续上行+玻汾有序回收费用力度，助力 Q1 净利率达 35.24%创历史新高。此外更高线产品青 40 也开始平台商模式进行销售，起好战略价格标杆作用，青花文创等非标品也开始探索。整体青花产品矩阵愈发完善，其各个价格带的布局，有利于复兴版的销售表现。

人事无缝衔接，营销体系升级迭代、激励改革、数字化转型保障公司长久发展战略。新董事长上任 3 个多月，多地调研、深入了解，快速深刻理解行业，高度认可现有团队成绩和贡献，人事上无缝衔接。袁董事长履历背景显示出山西政府加大对公司的支持，将公司的发展提高更高的战略意义上。2022 年定调趁胜追击、趁势而上、更好效益、更好结构、更好质量，我们预计今年无论在收入和利润上均值得期待。

执业资格证书编码: S1190517050002

营销体系改革作为先期一轮的改革切入点,经过几轮升级迭代,17-18年完成国资委改革目标、重新构建,18-19年优化提升进入2.0时代,20-21年升级为3.0时代,未来保持高质量发展,对标行业优秀企业。此前第一期股权激励激发核心员工活力,效果显著,二次激励改革在当前公司发展阶段,将由更多的方式、更全局的角度,从提升体系化、系统性作战能力出发去落实。数字化转型稳步推进,目前信息化建设初具规模,未来搭建数据中台,汾酒营销前端信息化广泛使用。

盈利预测与估值

疫情反复背景下,终端需求受到影响是客观事实,但当前是白酒消费淡季,渠道心态平稳,公司也有意识提前应对、掌控市场回款节奏。因此我们认为,随着未来疫情好转,消费场景逐步恢复,拉平全年看疫情影响可控。我们给与公司2022、2023年收入增速31%、25%,利润增速52.25%、32%,EPS为6.63、8.75元/股,股价对应PE38.67、29.3倍。当前白酒板块估值调整较充分,考虑到外围市场货币紧缩预期对于整体市场估值的影响,给予公司2022年50倍估值,目标价331.5元,维持买入评级。

风险提示: 高端化不及预期,疫情反复影响销售不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020	2021E	2022E	2023 E
营业收入(百万元)	13990	19971	26162	32702
(+/-%)	18%	42.75%	31.00%	25.00%
净利润(百万元)	3079	5314	8090	10679
(+/-%)	56%	72.58%	52.25%	32.00%
摊薄每股收益(元)	2.52	4.36	6.63	8.75
市盈率(PE)	101.60	58.87	38.67	29.30

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。