

青花带动产品结构持续升级，全国化能力凸显

山西汾酒(600809)

| | | | |
|--------|-------|-------------|--------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 600809 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 503.0/207.38 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 3,746.97 |
| 最新收盘价: | 307.1 | 自由流通市值(亿) | 3,732.34 |
| | | 自由流通股数(百万) | 1,215.35 |

事件概述

2021Q1-3实现营业收入172.57亿元，同比+66.24%；归母净利润48.79亿元，同比+95.13%；扣非归母净利润48.75亿元，同比+97.69%；合同负债38.21亿元，同比+42.21%；经营活动现金流净额61.24亿元，同比+198.85%。其中，2021Q3实现营业收入51.38亿元，同比+47.81%；归母净利润13.35亿元，同比+53.24%；扣非归母净利润13.35亿元，同比+52.99%；合同负债5.62亿元，同比+3.63%；经营活动现金流净额39.65亿元，同比+381.13%。超过市场预期。

分析判断:

▶ 主要产品带动公司收入高增，省外收入仍保持高速增长

21Q1-Q3汾酒/系列酒/配制酒分别实现收入157.65/4.89/8.71亿元，分别同比+67.57%/+17.28%/+83.84%；省内/省外分别实现收入68.56/102.71亿元，分别同比+47.55%/+81.67%，省外占比59.97%，同比+5.08pct；省内外经销商数量分别为732/2694家，环比净+47/+232家。21Q3汾酒/系列酒/配制酒分别实现收入47.31/1.84/2.00亿元，分别同比+50.60%/+54.05%/-1.63%；省内/省外分别实现收入21.38/29.77亿元，分别同比+41.79%/+58.21%，省外占比58.21%，同比+1.92pct。我们判断Q3公司收入大幅提升为主要产品青花系列销量增加，产品结构升级带动；省外经销商仍在持续拓展，省外保持高速增长，占比大幅度提升。

21Q1-Q3销售收现/经营活动现金流净额分别为188.35/61.24亿元，分别同比+82.95%/+198.85%；21Q3销售收现/经营活动现金流净额分别为74.04/39.65亿元，分别同比+155.33%/+381.13%。经营活动现金流净额大幅增加主因销售商品收到的现金增加。21Q1-Q3合同负债+其他流动负债43.17亿元，同比+60.69%；21Q3合同负债+其他流动负债6.35亿元，同比+17.10%，预收款项同比增长。

▶ 结构升级毛利率继续提升，期间费用率同比下降盈利能力凸显

21Q1-Q3毛利率75.35%，同比+3.23pct；21Q3毛利率76.20%，同比+2.94pct，毛利率提升我们判断主因青花系列表现良好，量价齐升产品结构升级。

21Q1-Q3税金及附加/营业总收入16.32%，同比+0.81pct；21Q3税金及附加/营业总收入19.91%，同比+2.70pct。21Q1-Q3销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为16.14%/4.44%/-0.29%，分别同比-1.92/-2.02/+0.15pct；21Q3销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为14.72%/5.75%/-0.31%，分别同比-1.07/-0.65/+0.18pct，税金及附加小幅提升，期间费用率下降（21Q1-Q3同比-3.86pct，21Q3同比-1.59pct）。

毛利率增长+期间费用率下滑，公司盈利能力凸显，21Q1-Q3净利率28.55%，同比+3.82pct；21Q3净利率26.23%，同比+0.26pct（21Q3净利率仅有微增主因20Q3基数较高）。

▶ 多因素叠加导致销量爆发式增长，后续增速仍将领先行业

本轮汾酒爆发式增长为多因素叠加导致，一是次高端与高端价位扩容、百元以下价位集中，二是香型独特性逐渐为大众所接受，三是组织动力进一步释放，四是省外市场发展的阶段性瓶颈被逐渐打开，五是名酒基因广泛被消费群体所熟悉。目前汾酒势能已成，虽然2022年增速预计将明显放缓，但仍将大幅领先行业。

在具体营销模式方面，青花汾酒的推广模式暂未有清晰路径，市场根基尚浅，汾酒需将市场基础工作进一步夯实，才能为全国范围内的中长期成长提供足够有力的支撑。

投资建议

维持盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年实现收入 201/272/353 亿元，同比+44%/+35%/+30%；实现归母净利润 55/74/97 亿元，同比+78%/+35%/+31%；EPS 分别为 4.49/6.06/7.91 元，2021 年 10 月 28 日收盘价 307.1 元对应估值分别为 68/51/39 倍，维持“买入”评级。

风险提示

经济下行导致需求减弱；酱酒风头过盛、挤压成长空间；食品安全问题。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,893 | 13,990 | 20,120 | 27,196 | 35,288 |
| YoY (%) | 25.9% | 17.6% | 43.8% | 35.2% | 29.8% |
| 归母净利润(百万元) | 1,969 | 3,079 | 5,484 | 7,388 | 9,656 |
| YoY (%) | 30.6% | 56.4% | 78.1% | 34.7% | 30.7% |
| 毛利率 (%) | 73.4% | 72.2% | 73.3% | 73.9% | 74.5% |
| 每股收益 (元) | 1.61 | 2.52 | 4.49 | 6.06 | 7.91 |
| ROE | 26.4% | 31.5% | 37.8% | 36.2% | 34.2% |
| 市盈率 | 190.30 | 121.69 | 68.32 | 50.65 | 38.73 |

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 13,990 | 20,120 | 27,196 | 35,288 | 净利润 | 3,116 | 5,540 | 7,472 | 9,772 |
| YoY (%) | 17.6% | 43.8% | 35.2% | 29.8% | 折旧和摊销 | 152 | 356 | 269 | 282 |
| 营业成本 | 3,896 | 5,367 | 7,087 | 9,012 | 营运资金变动 | -929 | -1,799 | -2,673 | -3,980 |
| 营业税金及附加 | 2,503 | 3,239 | 4,433 | 5,787 | 经营活动现金流 | 2,010 | 4,185 | 5,201 | 6,247 |
| 销售费用 | 2,276 | 2,968 | 4,079 | 5,328 | 资本开支 | -195 | -1,766 | -1,100 | -1,414 |
| 管理费用 | 1,089 | 1,388 | 1,904 | 2,470 | 投资 | -595 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -68 | -81 | -99 | -130 | 投资活动现金流 | -740 | -1,856 | -1,236 | -1,590 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 0 | 349 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -49 | -91 | -136 | -176 | 债务募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 4,235 | 7,137 | 9,640 | 12,623 | 筹资活动现金流 | -1,369 | -750 | -1,464 | -1,830 |
| 营业外收支 | 2 | 2 | 2 | 2 | 现金净流量 | -101 | 1,579 | 2,501 | 2,826 |
| 利润总额 | 4,237 | 7,139 | 9,642 | 12,625 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | 1,121 | 1,599 | 2,169 | 2,853 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 3,116 | 5,540 | 7,472 | 9,772 | 营业收入增长率 | 17.6% | 43.8% | 35.2% | 29.8% |
| 归属于母公司净利润 | 3,079 | 5,484 | 7,398 | 9,674 | 净利润增长率 | 56.4% | 78.1% | 34.9% | 30.8% |
| YoY (%) | 56.4% | 78.1% | 34.9% | 30.8% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 2.52 | 4.49 | 6.06 | 7.93 | 毛利率 | 72.2% | 73.3% | 73.9% | 74.5% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率 | 22.3% | 27.5% | 27.5% | 27.7% |
| 货币资金 | 4,607 | 6,186 | 8,687 | 11,513 | 总资产收益率 ROA | 15.6% | 21.6% | 23.4% | 24.4% |
| 预付款项 | 117 | 140 | 156 | 171 | 净资产收益率 ROE | 31.5% | 37.8% | 36.2% | 34.2% |
| 存货 | 6,354 | 8,087 | 9,709 | 11,111 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 4,731 | 5,538 | 6,900 | 9,542 | 流动比率 | 1.64 | 1.92 | 2.37 | 2.99 |
| 流动资产合计 | 15,808 | 19,950 | 25,452 | 32,337 | 速动比率 | 0.97 | 1.13 | 1.45 | 1.95 |
| 长期股权投资 | 39 | 39 | 39 | 39 | 现金比率 | 0.48 | 0.60 | 0.81 | 1.07 |
| 固定资产 | 1,762 | 2,891 | 3,498 | 4,396 | 资产负债率 | 49.1% | 41.4% | 34.1% | 27.4% |
| 无形资产 | 339 | 496 | 619 | 759 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 3,971 | 5,383 | 6,217 | 7,352 | 总资产周转率 | 0.71 | 0.79 | 0.86 | 0.89 |
| 资产合计 | 19,779 | 25,333 | 31,669 | 39,690 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 2.52 | 4.49 | 6.06 | 7.93 |
| 应付账款及票据 | 2,311 | 2,088 | 1,903 | 1,728 | 每股净资产 | 8.01 | 11.89 | 16.76 | 23.19 |
| 其他流动负债 | 7,318 | 8,306 | 8,818 | 9,072 | 每股经营现金流 | 1.65 | 3.43 | 4.26 | 5.12 |
| 流动负债合计 | 9,629 | 10,393 | 10,721 | 10,800 | 每股股利 | 0.00 | 0.90 | 1.20 | 1.50 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 84 | 84 | 84 | 84 | PE | 121.69 | 68.32 | 50.65 | 38.73 |
| 非流动负债合计 | 84 | 84 | 84 | 84 | PB | 46.83 | 25.82 | 18.33 | 13.25 |
| 负债合计 | 9,714 | 10,478 | 10,805 | 10,885 | | | | | |
| 股本 | 872 | 1,220 | 1,220 | 1,220 | | | | | |
| 少数股东权益 | 288 | 343 | 418 | 516 | | | | | |
| 股东权益合计 | 10,065 | 14,855 | 20,863 | 28,805 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 19,779 | 25,333 | 31,669 | 39,690 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。