

三季度业绩保持高增，看好汾酒复兴长期空间



东方证券
ORIENT SECURITIES

- 公司公布 21 年三季报，21 年前三季度实现营收 172.57 亿元(yoy+ 66.2%)，归母净利润 48.79 亿元(yoy+95.1%); 其中 21Q3 实现营收 51.38 亿元(yoy+ 47.8%)，归母净利润 13.35 亿元(yoy+ 53.2%)，三季度业绩延续高增趋势。

核心观点

- **青花汾引领业绩高增，合同负债增长亮眼。**21 年前三季度汾酒收入 157.65 亿元(yoy+67.6%)，收入占比提升 0.7pct 至 92.1%，其中 21Q3 收入 47.31 亿元 (yoy+50.6%)，延续高增；预计前三季度青花汾维持翻番以上增长，青 30 复兴版供给偏紧，青 20 等产品加速放量；21Q3 腰部产品巴拿马、老白汾预计稳定增长，玻汾控量提价。21 年前三季度系列酒和配制酒分别实现收入 4.89 亿元(yoy+17.3%)和 8.71 亿元(yoy+83.8%); 其中 21Q3 系列酒同比增长 53.9%，增速环比提升，配制酒同比下滑 1.6%。21Q3，省内市场收入 21.38 亿元(yoy+41.2%)，省外市场收入 29.77 亿元(yoy+ 52.7%)，均延续高增趋势；前三季度省外市场收入占比提升 5.1pct 至 60.0%，全国化布局加深。21Q3 末，公司省内外经销商数量分别为 732 家和 2694 家，环比增加 47 家和 232 家，渠道网络边际保持扩张。21Q3 末，合同负债余额 38.21 亿元，环比增长 17.2%，同比增长 42.2%，有望支撑业绩增长。
- **毛利率稳定提升，盈利能力改善。**21Q3 毛利率 76.20%(yoy+3.11pct)，主要受益于结构升级，前三季度毛利率 75.35%(yoy+3.18pct)。21Q3 销售费用率 14.72%(yoy-2.00pct)，管理费用率 5.75%(yoy-1.58pct)，税金及附加占比 19.91%(yoy+3.73pct)，销售净利率 26.23%(yoy+1.48pct)，边际改善。
- **需求旺盛终端动销良好，看好汾酒复兴增长空间。**边际上，中秋国庆汾酒终端动销良好，量价齐升，渠道库存较低；回款进度良好，四季度业绩有保障。中长期，次高端扩容趋势不变，青 30 复兴版逐步站稳千元价格带，势能引导次高端产品放量；玻汾继续抢占光瓶酒市场份额，看好盈利稳定增长。

财务预测与投资建议：上调营收，下调费用率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 4.73、6.34 和 8.18 元(原 21-23 年预测为 4.60、6.14 和 7.75 元)。维持上次估值方式，可比公司 22 年 PE 估值 41 倍，给予 25% 的估值溢价，给予公司 22 年 51 倍 PE，对应目标价 323.34 元，维持买入评级。

风险提示：改革低于预期、消费需求不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

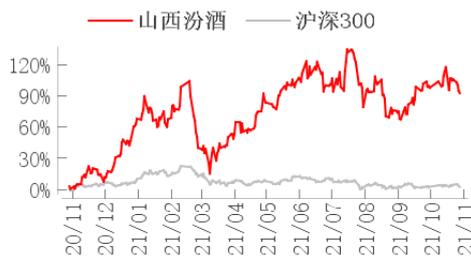
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,893	13,990	22,093	28,580	35,627
同比增长(%)	25.9%	17.6%	57.9%	29.4%	24.7%
营业利润(百万元)	2,929	4,235	8,302	11,200	14,438
同比增长(%)	31.0%	44.6%	96.0%	34.9%	28.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,969	3,079	5,772	7,738	9,976
同比增长(%)	30.6%	56.4%	87.5%	34.1%	28.9%
每股收益(元)	1.61	2.52	4.73	6.34	8.18
毛利率(%)	73.4%	72.2%	76.0%	77.5%	78.7%
净利率(%)	16.6%	22.0%	26.1%	27.1%	28.0%
净资产收益率(%)	27.9%	35.4%	47.0%	43.6%	40.6%
市盈率	190.3	121.7	64.9	48.4	37.6
市净率	49.0	38.3	25.4	18.0	13.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月28日)	307.1元
目标价格	323.34元
52周最高价/最低价	380.77/158.1元
总股本/流通A股(万股)	122,011/121,535
A股市值(百万元)	374,697
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年10月29日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.98	-3.12	-4.58	92.46
相对表现	-4.21	-7.43	-4.9	89.03
沪深300	-1.77	4.31	0.32	3.43



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

联系人 周翰

021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

青花汾引领高增长，清香龙头加速复兴：	2021-08-27
青花引领结构升级，Q2 盈利大幅增长：	2021-07-13
青花放量结构升级，清香龙头持续高增	2021-04-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

上调营收，下调费用率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 4.73、6.34、8.18 元(原 21-23 年预测为 4.60、6.14、7.75 元)。维持上次估值方式，可比公司 22 年 PE 估值 41 倍，给予 25% 的估值溢价，给予公司 22 年 51 倍 PE，对应目标价 323.34 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	600519	1825.49	41.91	48.70	55.93	43.56	37.48	32.64
古井贡酒	000596	224.15	4.55	5.67	6.88	49.31	39.51	32.58
顺鑫农业	000860	31.92	1.04	1.35	1.55	30.65	23.65	20.58
酒鬼酒	000799	217.91	2.97	4.40	6.05	73.48	49.54	36.04
百润股份	002568	62.13	1.08	1.48	1.99	57.29	41.87	31.17
重庆啤酒	600132	136.77	2.29	2.93	3.62	59.68	46.65	37.79
调整后平均						52	41	33

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 10 月 28 日收盘价）

风险提示

- **改革低于预期风险。**山西省混改加速，我们看好改革给公司带来的业绩改善。如果改革定的收入业绩增速指标未能如期实现，可能会影响公司管理决策的持续性，进而影响公司费用率及其他业绩影响。
- **消费需求不及预期风险。**严控“三公消费”造成了白酒行业一段时期的萎靡，受此影响白酒终端消费的需求逐渐向商务及大众化转变。若消费需求不及预期，可能对公司造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，将会对公司白酒销量和业绩造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,969	4,607	9,342	14,906	22,136	营业收入	11,893	13,990	22,093	28,580	35,627
应收票据、账款及款项融资	2,791	4,282	4,421	5,719	7,130	营业成本	3,168	3,896	5,292	6,439	7,575
预付账款	137	117	184	238	297	营业税金及附加	2,349	2,503	4,267	5,520	6,881
存货	5,809	6,354	8,632	10,502	12,356	营业费用	2,544	2,276	3,001	3,883	4,840
其他	564	449	747	742	788	管理费用及研发费用	914	1,106	1,284	1,661	2,071
流动资产合计	13,271	15,808	23,326	32,108	42,707	财务费用	(103)	(68)	(70)	(121)	(185)
长期股权投资	0	39	39	39	39	资产、信用减值损失	(5)	(4)	1	1	1
固定资产	1,641	1,761	1,948	2,014	2,002	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	511	527	364	272	216	投资净收益	(98)	(49)	(16)	0	(8)
无形资产	313	339	327	316	304	其他	2	3	2	2	2
其他	984	1,304	1,143	1,219	1,178	营业利润	2,929	4,235	8,302	11,200	14,438
非流动资产合计	3,448	3,971	3,821	3,860	3,740	营业外收入	3	6	6	6	6
资产总计	16,720	19,779	27,148	35,968	46,446	营业外支出	2	4	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,931	4,237	8,305	11,203	14,441
应付票据及应付账款	2,627	2,311	3,140	3,821	4,495	所得税	815	1,121	2,197	3,014	3,885
其他	6,146	7,318	8,551	10,233	11,798	净利润	2,116	3,116	6,108	8,189	10,556
流动负债合计	8,772	9,629	11,691	14,054	16,293	少数股东损益	147	37	336	450	580
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,969	3,079	5,772	7,738	9,976
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.61	2.52	4.73	6.34	8.18
其他	55	84	68	69	74						
非流动负债合计	55	84	68	69	74	主要财务比率					
负债合计	8,827	9,714	11,759	14,123	16,366		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	251	288	624	1,074	1,654	成长能力					
实收资本(或股本)	872	872	1,220	1,220	1,220	营业收入	25.9%	17.6%	57.9%	29.4%	24.7%
资本公积	232	104	104	104	104	营业利润	31.0%	44.6%	96.0%	34.9%	28.9%
留存收益	6,466	8,708	13,348	19,354	27,008	归属于母公司净利润	30.6%	56.4%	87.5%	34.1%	28.9%
其他	73	93	93	93	93	获利能力					
股东权益合计	7,893	10,065	15,389	21,846	30,080	毛利率	73.4%	72.2%	76.0%	77.5%	78.7%
负债和股东权益总计	16,720	19,779	27,148	35,968	46,446	净利率	16.6%	22.0%	26.1%	27.1%	28.0%
						ROE	27.9%	35.4%	47.0%	43.6%	40.6%
						ROIC	27.9%	34.1%	47.6%	43.5%	40.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	52.8%	49.1%	43.3%	39.3%	35.2%
净利润	2,116	3,116	6,108	8,189	10,556	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	249	152	190	218	241	流动比率	1.51	1.64	2.00	2.28	2.62
财务费用	(103)	(68)	(70)	(121)	(185)	速动比率	0.85	0.98	1.26	1.54	1.86
投资损失	98	49	16	0	8	营运能力					
营运资金变动	1,883	(1,038)	(725)	(855)	(1,130)	应收账款周转率	1,257.8	3,454.3	10,179.1	9,376.7	9,224.7
其它	(1,269)	(201)	144	(78)	46	存货周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
经营活动现金流	2,974	2,010	5,663	7,353	9,535	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
资本支出	(535)	(322)	(200)	(180)	(160)	每股指标(元)					
长期投资	14	(42)	0	3	0	每股收益	1.61	2.52	4.73	6.34	8.18
其他	549	(375)	(16)	0	(8)	每股经营现金流	3.41	2.31	4.64	6.03	7.82
投资活动现金流	28	(740)	(216)	(177)	(168)	每股净资产	6.26	8.01	12.10	17.02	23.30
债权融资	1	(4)	3	(0)	(1)	估值比率					
股权融资	(101)	(128)	349	0	0	市盈率	190.3	121.7	64.9	48.4	37.6
其他	(808)	(1,237)	(1,063)	(1,610)	(2,136)	市净率	49.0	38.3	25.4	18.0	13.2
筹资活动现金流	(909)	(1,369)	(712)	(1,611)	(2,137)	EV/EBITDA	120.2	85.6	43.9	32.7	25.5
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	130.8	88.7	44.9	33.4	25.9
现金净增加额	2,093	(101)	4,735	5,565	7,230						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn