

**600809.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 310.4

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 山西汾酒 2021 年 3 季报点评。

**股价表现**


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	16.4	(4.5)	(3.4)	108.3
相对上证指数	14.7	(3.9)	(8.8)	98.8

发行股数(百万)	1,220
流通股(%)	139
总市值(人民币 百万)	378,724
3 个月日均交易额(人民币 百万)	2,766
净负债比率(%) (2021E)	(50)
主要股东(%)	
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	40

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2021 年 10 月 27 日收市价为标准

**相关研究报告**

《山西汾酒: 一路追赶, 能快则快》 20210827

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料制造

**证券分析师: 汤玮亮**

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

**证券分析师: 邓天娇**

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

# 山西汾酒

## 高端发力, 高基数上实现高增长

山西汾酒公布 21 年 3 季报。2021 年 1-3 季度实现营收 172.6 亿, 同比增 66.2%, 净利 48.8 亿, 同比增 95.1%, 每股收益 4.02 元。3Q21 营收和净利分别为 51.4 亿和 13.4 亿, 营收同比增 47.8%, 净利增 53.2%。公司期末预收款 43.2 亿, 环比增 6.4 亿。营收和净利超市场预期。

**支撑评级的要点**

- 青花系列高速增长, 省内受益于煤炭经济, 省外市场快速放量, 1-3Q21 收入增 66.2%, 其中 3Q21 增 47.8%, 高基数上实现高增长。(1) 分产品看, 1-3Q21 汾酒系列产品实现收入 157.7 亿, 同比增 67.6%, 其中 3Q21 收入 47.3 亿, 同比增 50.6%。公司推进产品高端化策略, 提升清香品类的认知度, 青花品牌势能很好, 复兴版青 30 布局千元价格带, 并带动次高端青 20 销售, 我们判断 1-3Q 青花系列有望实现翻倍增长。1-3Q21 系列酒实现收入 4.9 亿, 同比增 17.3%, 配制酒实现收入 8.7 亿, 同比增 83.8%。(2) 分区域来看, 省内受益于煤炭经济, 省外市场快速放量, 1-3Q21 省内、省外分别增 47.6%、81.7%, 其中 3Q21 省内、省外分别增 41.2%、52.7%。(3) 3Q21 预收款环比 1H21 增加 6.4 亿至 43.2 亿, 3Q21 营业税金及附加同比增 82%, 营业税金率接近 20%, 我们判断经销商打款积极性较高。
- 毛利率上升和期间费用率下降, 1-3Q21 净利同比增 95.1%, 其中 3Q21 增 53.2%。由于青花占比提升, 1-3Q21 毛利率同比升 3.2pct, 其中 3Q21 升 3.1pct。随着销售规模的扩大, 费用率持续下降, 1-3Q21 销售费用率同比降 2.8pct, 其中 3Q21 同比降 2.0pct。1-3Q21 管理费用率同比降 2.2pct, 其中 3Q21 同比降 1.6pct。由于 3Q21 营业税金率上升幅度较大, 净利率仅小幅提升 1.3pct, 升幅小于上半年。
- 继续战略性看好汾酒, 十四五期间将大幅超越行业。(1) 过去 5 年, 汾酒能在 50 元和 500 元这两条完全不同的产品价格同时取得成功, 白酒发展历史中较为罕见。同时, 在次高端名酒的主力产品中, 青 30 是少有的能实现批价翻倍的品种。这两件事都印证了汾酒强大的品牌实力。(2) 展望未来, 无论千元价格带的布局, 还是竹叶青大健康产业, 都值得期待。公司提出对标茅台、双轮驱动、十年赶超的发展战略, 十四五期间有望大幅超越行业。

**估值**

- 根据 3 季报业绩, 我们维持此前预测, 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 4.51、6.18、8.13 元, 同比增 79%、37%、32%, 给予买入评级, 继续重点推荐。

**评级面临的主要风险**

- 渠道库存超预期。

**投资摘要**

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	11,880	13,990	21,040	27,566	35,422
变动(%)	27	18	50	31	28
净利润(人民币 百万)	1,939	3,079	5,506	7,545	9,920
全面摊薄每股收益(人民币)	1.589	2.524	4.513	6.184	8.131
变动(%)	32.2	58.8	78.8	37.0	31.5
全面摊薄市盈率(倍)	195.4	123.0	68.8	50.2	38.2
价格/每股现金流量(倍)	94.9	297.0	84.7	56.3	43.4
每股现金流量(人民币)	3.27	1.05	3.67	5.52	7.15
企业价值/息税折旧前利润(倍)	125.1	85.5	49.5	36.0	27.1
每股股息(人民币)	0.526	0.647	1.158	2.046	2.690
股息率(%)	0.2	0.2	0.4	0.7	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021 年 3 季报数据

(人民币 百万元)	3Q20	3Q21	同比	1-3Q20	1-3Q21	同比
营业收入	3,475	5,138	47.8	10,374	17,257	66.2
营业成本	935	1,223	30.8	2,887	4,254	47.3
<b>毛利率(%)</b>	<b>73.1</b>	<b>76.2</b>	<b>3.1</b>	<b>72.2</b>	<b>75.4</b>	<b>3.2</b>
毛利	2,539	3,915	54.2	7,487	13,003	73.7
税金及附加	562	1,023	82.0	1,502	2,816	87.4
销售费用	581	756	30.2	1,969	2,785	41.5
管理费用	255	295	16.0	688	766	11.3
研发费用	4	3	(14.0)	13	13	(4.0)
财务费用	(17)	(16)	(5.3)	(45)	(49)	10.7
资产减值损失	0	0	#DIV/0!	0	0	#DIV/0!
公允价值变动收益	0	0	#DIV/0!	0	0	#DIV/0!
投资收益	(12)	(2)	(86.5)	(48)	(12)	(75.9)
营业利润	1,157	1,861	60.8	3,321	6,645	100.1
<b>营业利润率(%)</b>	<b>33.3</b>	<b>36.2</b>	<b>2.9</b>	<b>32.0</b>	<b>38.5</b>	<b>6.5</b>
营业外收入	(0)	1	(400.1)	2	5	108.3
营业外支出	1	0	(81.9)	2	1	(73.1)
利润总额	1,156	1,861	61.0	3,321	6,649	100.2
所得税	296	514	73.4	845	1,722	103.8
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>2.3</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>0.8</b>
少数股东权益	3	12	259.1	15	48	226.5
归属于母公司净利润	856	1,335	53.2	2,461	4,879	95.1
<b>净利率(%)</b>	<b>24.6</b>	<b>26.0</b>	<b>1.3</b>	<b>23.7</b>	<b>28.3</b>	<b>4.5</b>
EPS	0.70	1.10	54.9	2.02	4.02	96.1

资料来源: 万得, 中银证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	11,880	13,990	21,040	27,566	35,422
销售成本	(5,589)	(6,399)	(8,961)	(11,407)	(14,658)
经营费用	(3,296)	(3,211)	(4,579)	(5,936)	(7,414)
息税折旧前利润	2,995	4,380	7,501	10,223	13,350
折旧及摊销	141	154	156	183	202
经营利润(息税前利润)	2,854	4,226	7,345	10,039	13,148
净利息收入/(费用)	103	68	280	382	576
其他收益/(损失)	(96)	(47)	(47)	(47)	(47)
税前利润	2,843	4,235	7,430	10,181	13,388
所得税	(792)	(1,121)	(1,895)	(2,597)	(3,414)
少数股东权益	(115)	(37)	(30)	(42)	(55)
净利润	1,939	3,079	5,506	7,545	9,920
核心净利润	1,939	3,079	5,506	7,545	9,920
每股收益(人民币)	1.589	2.524	4.513	6.184	8.131
核心每股收益(人民币)	1.589	2.524	4.513	6.184	8.131
每股股息(人民币)	0.526	0.647	1.158	2.046	2.690
收入增长(%)	27	18	50	31	28
息税前利润增长(%)	32	48	74	37	31
息税折旧前利润增长(%)	30	46	71	36	31
每股收益增长(%)	32	59	79	37	31
核心每股收益增长(%)	32	59	79	37	31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3,964	4,607	7,075	11,102	16,334
应收帐款	41	142	214	281	361
库存	5,258	6,354	8,782	10,962	14,086
其他流动资产	3,380	4,705	7,077	9,271	11,914
流动资产总计	12,642	15,808	23,148	31,616	42,694
固定资产	2,131	2,290	2,314	2,357	2,390
无形资产	313	339	322	305	288
其他长期资产	981	1,342	1,342	1,342	1,342
长期资产总计	3,425	3,971	3,978	4,004	4,020
总资产	16,068	19,779	27,126	35,620	46,715
应付帐款	2,727	2,311	3,195	3,988	5,125
短期债务	0	404	0	0	0
其他流动负债	5,661	6,914	9,635	12,227	15,476
流动负债总计	8,389	9,629	12,830	16,215	20,601
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	55	84	114	144	173
股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
储备	6,227	8,557	12,651	17,700	24,338
股东权益	7,447	9,777	13,871	18,920	25,558
少数股东权益	178	288	311	342	382
总负债及权益	16,068	19,779	27,126	35,620	46,715
每股帐面价值(人民币)	6.10	8.01	11.37	15.51	20.95
每股有形资产(人民币)	5.85	7.74	11.10	15.26	20.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.25)	(3.44)	(5.80)	(9.10)	(13.39)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	2,843	4,235	7,430	10,181	13,388
折旧与摊销	141	154	156	183	202
净利息费用	(103)	(68)	(134)	(191)	(288)
运营资本变动	3,699	(101)	(72)	(66)	(80)
税金	(1,020)	(1,192)	(1,954)	(2,678)	(3,522)
其他经营现金流	(1,571)	(1,752)	(953)	(699)	(971)
经营活动产生的现金流	3,990	1,275	4,473	6,730	8,728
购买固定资产净值	(161)	(196)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	202	277	(49)	(49)	(49)
其他投资现金流	(37)	(414)	(39)	(59)	(66)
投资活动产生的现金流	4	(334)	(188)	(207)	(215)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(44)	1,281	(404)	0	0
支付股息	(641)	(790)	(1,412)	(2,496)	(3,282)
其他融资现金流	(641)	(790)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(1,326)	(299)	(1,816)	(2,496)	(3,282)
现金变动	2,667	643	2,468	4,027	5,232
期初现金	1,296	3,964	4,607	7,075	11,102
公司自由现金流	3,994	942	4,285	6,523	8,513
权益自由现金流	3,847	2,155	3,747	6,332	8,225

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	25.2	31.3	35.6	37.1	37.7
息税前利润率(%)	24.0	30.2	34.9	36.4	37.1
税前利润率(%)	23.9	30.3	35.3	36.9	37.8
净利率(%)	16.3	22.0	26.2	27.4	28.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(52.0)	(41.8)	(49.9)	(57.6)	(63.0)
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.1	1.3	1.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	195.4	123.0	68.8	50.2	38.2
核心业务市盈率(倍)	195.4	123.0	68.8	50.2	38.2
市净率(倍)	50.9	38.8	27.3	20.0	14.8
价格/现金流(倍)	94.9	297.0	84.7	56.3	43.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	125.1	85.5	49.5	36.0	27.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	129.3	151.5	131.3	130.7	129.0
应收帐款周转天数	58.1	2.4	3.1	3.3	3.3
应付帐款周转天数	62.5	65.7	47.8	47.6	46.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	33.1	25.7	25.7	33.1	33.1
净资产收益率(%)	28.4	35.8	46.6	46.0	44.6
资产收益率(%)	14.8	17.3	23.3	23.8	23.8
已运用资本收益率(%)	40.5	46.7	60.8	61.2	59.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371