

2021年10月29日

# 山西汾酒 (600809.SH)

## 公司快报

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

**买入-A(维持)**

股价(2021-10-28)

307.10 元

### 交易数据

总市值(百万元)	374,697.12
流通市值(百万元)	373,234.47
总股本(百万股)	1,220.11
流通股本(百万股)	1,215.35
12个月价格区间	221.44/503.00 元

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.6	-10.11	83.95
绝对收益	-3.12	-4.58	92.46

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号: S0910520030001  
 zhourong@huajinsec.cn

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001  
 chenzhenzhi@huajinsec.cn  
 021-20377051

### 相关报告

山西汾酒: 收入利润持续高增, 全国化稳步推进 2021-08-26

山西汾酒: 收入利润高增持续 开启复兴之路新征程 2021-04-27

山西汾酒: 白酒清香龙头复兴之路在望 2021-04-21

山西汾酒: Q4 利润超预期增长, 迈入“十四五”复兴新征程 2021-01-04

山西汾酒: 前三季度业绩实现高增 全年增长目标达成可期 2020-10-30

## 收入利润持续高增, 全年目标达成可期

**事件:** 公司公布 2021 年三季报, 21Q1-3 实现营业收入 172.57 亿元, 同比增长 66.24%。实现归属净利润 48.79 亿元, 同比增长 95.13%; 其中 21Q3 实现营业收入 51.38 亿元, 同比增长 47.81%, 实现归属净利润 13.35 亿元, 同比增长 53.24%。

### 投资要点

- ◆ 21Q1-3 收入延续高增, 有望超额完成全年业绩目标。** 分产品看, 公司 21Q1-3/Q3 汾酒实现营业收入 157.65/47.31 亿元, 同比增长 67.6%/50.6%; 系列酒实现营业收入 4.89/1.84 亿元, 同比增长 17.3%/53.9%; 配制酒实现营业收入 8.71/2.00 亿元, 同比增长 83.8%/-1.6%。系列酒 21Q3 增速恢复高增。渠道调研反馈, 前三季度青花系列实现高增, 占比提升至 30-35%左右, 巴拿马和玻汾亦保持快速增长。公司将继续“抓青花, 强腰部, 稳玻汾”, 青 20 有望继续高速增长, 青复兴 30 以价为先, 注重圈层营销和市场培育; 巴拿马系列省外地级市加大发力, 低端玻汾延续控量策略。分地域看, 公司 21Q1-3/Q3 省内实现营业收入 68.56/21.38 亿元, 同比+47.6%/+41.2%; 省外实现营业收入 102.71/29.77 亿元, 同比+81.7%/+52.7%, 21Q1-3 省外收入占比 59.52%, 同比+5.02pts。前三季度省内销售超预期, 长江以南市场实现高增。目前环山西市场体量逐步增长, 后续将继续发力长江以南推进全国化。渠道方面, 公司加大电商销售渠道建设, 前三季度公司电商收入同比增长 101.2%。
- ◆ 21Q1-3 毛利率稳步提升, 预收款项环比增长。** 公司 21Q1-3 毛利率 75.35%, 同比+3.18pts, 21Q1-3 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 16.14%/4.44%/-0.29%, 同比-2.84/-2.20/+0.14pts, 伴随高档酒占比提升, 公司毛利率稳步提升, 同时公司费用投放更为合理高效。21Q3 毛利率为 76.20%, 同比+3.11pts, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 14.72%/5.75%/-0.31%, 同比-2.00/-1.58/+0.17pts, 净利率为 25.99%, 同比+1.34pts, 公司盈利能力持续向好。截止 21Q1-3 公司合同负债为 38.21 (32.59) 亿元, 较 21H1 增长 5.62 亿元, 反映经销商打款积极。前三季度公司经销商增加 530 家至 3426 家, 主要是省外经销商增加 (+443 家) 所致。
- ◆ H2 重市场结构优化, 寻求良性持续增长。** 下半年公司仍然将工作重点放在主抓渠道动销, 完成经销商结构优化和调整, 保证市场良性发展。据渠道调研, 截止十月底全国基本完成全年销售任务, 全年业绩目标实现可期。21 年公司新增 1 万吨原酒产能项目、5.88 万吨原酒储能项目上马启动, 为公司高质量发展筑基。长期看, 作为白酒清香型龙头, 产品结构优化及高端化积极布局, 全国化进程稳步推进, 公司长期增长核心动力依旧存在。
- ◆ 投资建议:** 基于公司全国化持续扩张及高端化布局, 我们略上调公司盈利预测: 2021-2023 年营业收入分别为 211.77/274.91/340.36 亿元, 同比增长 51.4%/29.8%/23.8%。归母净利润 56.80/77.21/100.13 亿元, 同比增长 84.4%/35.9%/29.7%。对应 EPS 分别为 4.65/6.33/8.21 元。考虑次高端白酒和公司高成长性给予估值溢价, 维持公司“买入-A”评级。

- ◆ **风险提示：**宏观经济放缓，行业增长或不及预期；公司聚焦青花系列，行业竞争加剧青花系列收入或不及预期；公司全国化进程推进中，省外市场拓展或不及预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,880	13,990	21,177	27,491	34,036
YoY(%)	26.6	17.8	51.4	29.8	23.8
净利润(百万元)	1,939	3,079	5,680	7,721	10,013
YoY(%)	32.2	58.8	84.4	35.9	29.7
毛利率(%)	71.9	72.2	75.2	76.1	77.0
EPS(摊薄/元)	1.59	2.52	4.65	6.33	8.21
ROE(%)	26.9	31.0	36.3	34.1	31.3
P/E(倍)	193.3	121.7	66.0	48.5	37.4
P/B(倍)	50.3	38.3	24.2	16.7	11.8
净利率(%)	16.3	22.0	26.8	28.1	29.4

数据来源：WIND 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	12642	15808	27366	30448	45417	<b>营业收入</b>	11880	13990	21177	27491	34036
现金	3964	4607	10180	8552	20056	营业成本	3336	3896	5251	6576	7828
应收票据及应收账款	6	2	5292	8453	8565	营业税金及附加	2253	2503	3388	4399	5446
预付账款	130	117	256	228	371	营业费用	2581	2276	3282	4124	5105
存货	5258	6354	9300	10303	13032	管理费用	855	1089	1482	1814	2042
其他流动资产	3285	4729	2337	2912	3393	研发费用	22	17	28	36	44
<b>非流动资产</b>	3425	3971	5006	5833	6639	财务费用	-103	-68	-116	-143	-258
长期投资	0	39	51	66	88	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	1620	1762	2666	3403	4114	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	313	339	349	362	380	投资净收益	-98	-49	-49	-65	-54
其他非流动资产	1491	1830	1940	2001	2057	<b>营业利润</b>	2843	4235	7811	10620	13774
<b>资产总计</b>	16068	19779	32372	36281	52056	营业外收入	3	6	6	6	6
<b>流动负债</b>	8389	9629	16127	12910	19228	营业外支出	1	4	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	2845	4237	7814	10623	13777
应付票据及应付账款	2727	2311	4481	4025	6101	所得税	792	1121	2067	2810	3644
其他流动负债	5661	7318	11646	8885	13127	<b>税后利润</b>	2054	3116	5747	7812	10132
<b>非流动负债</b>	55	84	84	84	84	少数股东损益	115	37	68	92	119
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1939	3079	5680	7721	10013
其他非流动负债	55	84	84	84	84	EBITDA	2868	4250	7767	10589	13666
<b>负债合计</b>	8443	9714	16211	12995	19312	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	178	288	356	447	566	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	872	872	1220	1220	1220	<b>成长能力</b>					
资本公积	132	204	204	204	204	营业收入(%)	26.6	17.8	51.4	29.8	23.8
留存收益	6476	8708	13593	20234	28846	营业利润(%)	30.6	48.9	84.5	36.0	29.7
归属母公司股东权益	7447	9777	15805	22839	32177	归属于母公司净利润(%)	32.2	58.8	84.4	35.9	29.7
<b>负债和股东权益</b>	16068	19779	32372	36281	52056	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	71.9	72.2	75.2	76.1	77.0
						净利率(%)	16.3	22.0	26.8	28.1	29.4
						ROE(%)	26.9	31.0	36.3	34.1	31.3
						ROIC(%)	26.3	30.7	36.0	33.7	30.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	52.5	49.1	50.1	35.8	37.1
						流动比率	1.5	1.6	1.7	2.4	2.4
						速动比率	0.5	0.5	1.0	1.3	1.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	6.4	3534.1	8.0	4.0	4.0
						应付账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	193.3	121.7	66.0	48.5	37.4
						P/B	50.3	38.3	24.2	16.7	11.8
						EV/EBITDA	129.3	87.2	47.0	34.6	26.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3077	2010	6368	55	13099
净利润	2054	3116	5747	7812	10132
折旧摊销	142	152	175	247	318
财务费用	-103	-68	-116	-143	-258
投资损失	98	49	49	65	54
营运资金变动	1175	-1009	513	-7927	2852
其他经营现金流	-289	-230	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	28	-740	-1259	-1140	-1179
<b>筹资活动现金流</b>	-847	-1369	464	-543	-416

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.52	4.65	6.33	8.21
每股经营现金流(最新摊薄)	2.52	1.65	5.22	0.05	10.74
每股净资产(最新摊薄)	6.10	8.01	12.67	18.43	26.09

资料来源: WIND 数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn