



## 增持（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：301.50

### 证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

邓周贵

资格编号：S0120521030005

邮箱：dengzg@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.04	9.39	-4.50
相对涨幅(%)	-3.55	7.69	-7.61

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1.《山西汾酒(600809.SH)：主品牌持续提升，竹叶青高速成长》，2021.8.27

2.《山西汾酒(600809.SH)深度报告：全国化效果显著，高端化渐入佳境》，2021.8.11

# 山西汾酒（600809.SH）三季报点评：渠道继续扩张，高端化趋势明显

### 投资要点

- 事件：**公司发布21年三季度报告，前三季度公司实现营收172.57亿元，同比增长66.24%；归母净利润48.79亿元，同比增长95.13%；扣非归母净利润48.75亿元，同比增长97.69%。21Q3单季度实现营收51.38亿元，同比增长47.81%；归母净利润13.35亿元，同比增长53.24%；扣非归母净利润13.35亿元，同比增长52.99%。21Q3公司合同负债38.21亿元，较21H1增加5.62亿元。
- 主品牌继续高增长，营销网络稳步扩张。**分产品看，21年第三季度汾酒/系列酒/配制酒分别实现营收47.31/1.84/2.00亿元，分别同比变动+50.60%/+53.92%/-1.63%。分区域看，第三季度省内收入21.38亿元，同比增长41.17%，省外收入29.77亿元，同比增长52.70%，省外收入占比58.21%，同比提升1.92pct，较上半年下降2.52pct。截至第三季度省内、省外经销商数量分别为732、2694个，第三季度省内、省外经销商数量分别增加47、232个，预计渠道精细度继续提升，可控终端网点数量向上突破，营销网络进一步扩张。
- 销售费用率稳中略降，税金提升使净利率承压。**21年第三季度公司毛利率为76.20%，同比提升3.11pct，较第二季度下降1.02pct。21年第三季度销售费用率为14.72%，同比降低1.07pct，较21年第二季度降低0.16pct。第三季度税金及附加比率为19.91%，环比第二季度提升1.58pct。由于毛利率降低和税金及附加比率提升，归母净利率略有下降，第三季度归母净利率为25.99%，较第二季度降低2.46pct。
- 产品结构进一步优化，高端化趋势明显。**公司继续推进“抓青花、强腰部、稳玻汾”产品策略，品牌定位清晰，运作有的放矢，效率提升显著。青花系列前三季度延续高增长，其中青20卡位次高端主流价格带，迎合消费升级趋势，继续放量突破；青花30·复兴版经过前期宣传目前已经逐步向优质经销商和终端导入，省内渠道销售动力充足，省外严格配额制下价格坚挺；2021年7月进一步推出青花40·中国龙，建议零售价达到3199元，高端产品矩阵更加完善。腰部产品巴拿马系列筛选核心市场发力，部分市场反馈老白汾与往年相比增速提升显著。低端玻汾享受光瓶酒扩容红利，渠道费用收缩情况下前三季度依然保持较高增速，预计未来继续稳扎稳打。
- 国改红利持续释放，全国化和高端化进展顺利，维持“增持”评级。**公司前三季度业绩表现亮眼，增长势头良好，我们上调山西汾酒盈利预测，预计21-23年公司营业收入分别为203.75/270.40/338.85亿元，归母净利润分别为55.02/78.20/102.31亿元，EPS分别为4.51/6.41/8.39元，对应当前股价PE为68.10/47.91/36.62，维持“增持”评级。此前预测21-23年公司营业收入分别为201.12/261.16/324.90亿元，归母净利润分别为53.22/73.70/95.24亿元。
- 风险提示：**行业竞争加剧，全国化扩张不及预期，高端化进程不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,220.11	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流通 A 股(百万股):	1,215.35	营业收入(百万元)	11,893	13,990	20,375	27,040	33,885
52 周内股价区间(元):	160.73-374.15	(+/-)YOY(%)	25.9%	17.6%	45.6%	32.7%	25.3%
总市值(百万元):	367,864.48	净利润(百万元)	1,969	3,079	5,502	7,820	10,231
总资产(百万元):	26,300.42	(+/-)YOY(%)	30.6%	56.4%	78.7%	42.1%	30.8%
每股净资产(元):	11.94	全面摊薄 EPS(元)	2.27	3.55	4.51	6.41	8.39
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	73.4%	72.2%	75.6%	77.5%	78.5%
		净资产收益率(%)	26.4%	31.5%	35.6%	34.0%	31.2%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 经营数据拆分

表 1: 山西汾酒累计利润数据拆分

	20Q1	20H1	20Q1-Q3	20A	21Q1	21H1	21Q1-Q3
营业总收入 (亿元)	41.4	69.0	103.8	139.9	73.3	121.2	172.6
同比(%)	1.8%	7.9%	13.1%	17.6%	77.0%	75.5%	66.2%
归母净利润 (亿元)	12.3	16.3	25.0	30.8	21.8	35.4	48.8
同比(%)	39.7%	35.0%	46.1%	56.4%	77.7%	117.5%	95.1%
扣非归母净利润 (亿元)	12.3	15.9	24.7	30.4	21.8	35.4	48.7
同比(%)	40.0%	34.0%	44.2%	56.9%	77.5%	122.2%	97.7%

资料来源: wind, 德邦研究所

表 2: 山西汾酒单季度利润数据拆分

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
营业总收入 (亿元)	41.4	27.6	34.8	36.1	73.3	47.9	51.4
同比(%)	1.8%	18.6%	25.2%	32.9%	77.0%	73.2%	47.8%
归母净利润 (亿元)	12.3	4.0	8.7	5.8	21.8	13.6	13.4
同比(%)	39.7%	22.5%	72.3%	125.2%	77.7%	239.4%	53.2%
扣非归母净利润 (亿元)	12.3	3.7	8.7	5.8	21.8	13.6	13.3
同比(%)	40.0%	17.2%	67.5%	151.2%	77.5%	272.2%	53.0%

资料来源: wind, 德邦研究所

表 3: 山西汾酒分产品单季度拆分

	21Q1	21Q2	21Q3
<b>汾酒</b>			
营业收入 (亿元)	68.4	42.0	47.3
营收/营业总收入	93.3%	87.7%	92.1%
营收同比	79.0%	71.6%	50.6%
<b>系列酒</b>			
营业收入 (亿元)	1.2	1.9	1.8
营收/营业总收入	1.6%	3.9%	3.6%
营收同比	-27.2%	38.9%	53.9%
<b>配制酒</b>			
营业收入 (亿元)	3.2	3.5	2.0
营收/营业总收入	4.4%	7.3%	3.9%
营收同比	150.0%	145.8%	-1.6%

资料来源: wind, 德邦研究所

**表 4: 山西汾酒分渠道单季度拆分**

	21Q1	21Q2	21Q3
<b>直销 (含团购)</b>			
营业收入 (亿元)	0.7	1.7	0.9
营收/营业总收入	0.9%	3.5%	1.8%
营收同比	-79.5%	-28.4%	-68.1%
<b>代理</b>			
营业收入 (亿元)	68.9	43.6	47.9
营收/营业总收入	93.9%	91.1%	93.1%
营收同比	88.8%	85.5%	56.4%
<b>电商平台</b>			
营业收入 (亿元)	3.3	2.0	2.3
营收/营业总收入	4.5%	4.3%	4.6%
营收同比	141.6%	47.5%	119.5%

资料来源: wind, 德邦研究所

**表 5: 山西汾酒分地区单季度拆分**

	21Q1	21Q2	21Q3
<b>省内</b>			
营业收入 (亿元)	29.3	17.8	21.4
营收/营业总收入	40.0%	37.2%	41.6%
营收同比	44.7%	61.5%	41.2%
<b>省外</b>			
营业收入 (亿元)	43.5	29.5	29.8
营收/营业总收入	59.3%	61.6%	57.9%
营收同比	108.4%	82.2%	52.7%

资料来源: wind, 德邦研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.55	4.51	6.41	8.39
每股净资产	8.01	12.67	18.83	26.89
每股经营现金流	1.65	4.07	4.80	7.56
每股股利	0.20	0.14	0.25	0.33
价值评估(倍)				
P/E	105.70	66.86	47.04	35.95
P/B	46.83	23.80	16.01	11.21
P/S	18.78	18.05	13.60	10.86
EV/EBITDA	73.90	47.49	33.16	24.90
股息率%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	72.2%	75.6%	77.5%	78.5%
净利润率	22.0%	27.0%	28.9%	30.2%
净资产收益率	31.5%	35.6%	34.0%	31.2%
资产回报率	15.6%	19.8%	20.9%	20.6%
投资回报率	30.8%	34.3%	32.8%	30.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.6%	45.6%	32.7%	25.3%
EBIT 增长率	44.3%	75.3%	41.7%	30.3%
净利润增长率	56.4%	78.7%	42.1%	30.8%
偿债能力指标				
资产负债率	49.1%	43.1%	37.3%	32.8%
流动比率	1.6	2.0	2.3	2.8
速动比率	1.0	1.3	1.6	2.0
现金比率	0.5	0.8	1.0	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.0	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	595.3	600.6	598.0	599.3
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	7.9	11.0	10.2	11.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,079	5,502	7,820	10,231
少数股东损益	37	65	93	122
非现金支出	148	173	213	234
非经营收益	-325	0	0	0
营运资金变动	-929	-773	-2,272	-1,357
经营活动现金流	2,010	4,968	5,854	9,230
资产	-195	-608	-654	-144
投资	-595	0	0	0
其他	50	0	0	0
投资活动现金流	-740	-608	-654	-144
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	348	0	0
其他	-1,369	-174	-300	-400
融资活动现金流	-1,369	174	-300	-400
现金净流量	-101	4,534	4,900	8,686

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,990	20,375	27,040	33,885
营业成本	3,896	4,962	6,076	7,295
毛利率%	72.2%	75.6%	77.5%	78.5%
营业税金及附加	2,503	3,464	4,597	5,761
营业税金率%	17.9%	17.0%	17.0%	17.0%
营业费用	2,276	3,260	4,272	5,286
营业费用率%	16.3%	16.0%	15.8%	15.6%
管理费用	1,089	1,223	1,514	1,762
管理费用率%	7.8%	6.0%	5.6%	5.2%
研发费用	17	20	30	36
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	4,212	7,381	10,458	13,625
财务费用	-68	-124	-209	-331
财务费用率%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-1.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-49	0	0	0
营业利润	4,235	7,571	10,760	14,077
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	4,237	7,571	10,760	14,077
EBITDA	4,363	7,554	10,671	13,858
所得税	1,121	2,003	2,846	3,724
有效所得税率%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
少数股东损益	37	65	93	122
归属母公司所有者净利润	3,079	5,502	7,820	10,231

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,607	9,141	14,041	22,727
应收账款及应收票据	2	7	6	9
存货	6,354	8,164	9,953	11,977
其它流动资产	4,846	6,070	8,486	10,201
流动资产合计	15,808	23,382	32,487	44,915
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	1,762	1,859	2,659	3,071
在建工程	527	886	546	54
无形资产	339	319	299	289
非流动资产合计	3,971	4,405	4,846	4,756
资产总计	19,779	27,787	37,333	49,671
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,311	3,608	4,012	5,061
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	7,318	8,288	9,817	11,153
流动负债合计	9,629	11,896	13,828	16,214
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	84	84	84	84
非流动负债合计	84	84	84	84
负债总计	9,714	11,981	13,913	16,298
实收资本	872	1,220	1,220	1,220
普通股股东权益	9,777	15,453	22,974	32,805
少数股东权益	288	353	446	568
负债和所有者权益合计	19,779	27,787	37,333	49,671

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。