

2021年三季度报点评：高增速发展，省内外市场同步扩张

买入（维持）

2021年10月29日

证券分析师 何长天

执业证号：S06005210100

02

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,990	21,467	26,720	32,171
同比（%）	17.6%	53.5%	24.5%	20.4%
归母净利润（百万元）	3,079	5,285	6,904	8,765
同比（%）	56.4%	71.6%	30.6%	27.0%
每股收益（元/股）	3.55	6.06	7.92	10.06
P/E（倍）	105.70	49.72	38.06	29.98

事件：2021年10月28日，公司发布2021年三季度报告，2021Q3实现营业收入51.38亿元，同比+47.8%；归母净利润为13.35亿元，同比+53.2%。

投资要点

- **高增速发展，省内外市场同步扩张。**2021Q3实现营业收入51.38亿元，同比+47.8%；归母净利润为13.35亿元，同比+53.2%，整体业绩符合预期；经营产生现金流净额达到39.7亿元，同比+613.4%，其主要系Q3收到的现金增加所致（Q3经营活动现金流入同比+151.2%，增速环比+78.25pct）；Q3期末合同负债为38.2亿元，同比+42.21%，增速略低于期初值，系本期大量经营活动现金流入所致。Q3毛利率、净利率分别为76.2%、26.2%，环比-1.02、-2.9pct，我们分析净利率下降原因主要为税金及附加及管理费用率的变动，Q3税金及附加、销售、管理费用率分别为19.9、14.7、5.8%，环比+1.6、-0.17、+0.8pct。
- **加大招商力度，全国化进程顺利。**截至Q3，公司省内经销商为732户，省外经销商为2694户，新增省内经销商87户，省外经销商443户。公司持续推进省外市场推广，加大长三角、珠三角地区扩展力度，在年中新增211家经销商的基础上，Q3新增222户。Q3省内、省外收入分别达到21.4、29.8亿元，分别同比+41.2%、+52.7%，省外占比达到58.2%，全国化进程稳步推进。
- **核心产品快速扩张，市场反馈良好。**我们预测青花系列增速保持翻倍左右水平，玻汾系列增速放缓，其原因可能和公司玻汾控量有关，老白汾系列增速稍有下滑，增长70%-80%左右，巴拿马系列增速稳定，增长30%-40%左右。公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的战略，通过高端青花系列和低端玻汾系列带动老白汾、巴拿马等产品，目前市场反馈良好，在省外新兴市场铺货有序，各产品在全国范围内推广持续进行中，我们预计2021年公司超目标完成业绩确定性较高。
- **盈利预测与估值：**公司保持高速全国化发展，我们维持此前盈利预测，预计2021-2023年公司实现收入215/267/322亿元（同比+54%/+25%/+20%）；实现归母净利润53/69/88亿元（同比+72%/+31%/+27%），当前股价对应2021/2022/2023年PE为50/38/30倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反弹，省外竞争激烈，宏观经济消费需求疲软。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	301.50
一年最低/最高价	221.44/503.00
市净率(倍)	25.24
流通 A 股市值(百万元)	366428.50

基础数据

每股净资产(元)	11.94
资产负债率(%)	43.31
总股本(百万股)	1220.11
流通 A 股(百万股)	1215.35

相关研究

- 1、《山西汾酒（600809）：2021年中报点评：产品结构升级，全年目标可期》2021-08-27
- 2、《山西汾酒（600809）：业绩预增点评：利润超市场预期，全国化稳步推进》2021-07-15
- 3、《山西汾酒（600809）：青花剑指全国，“汾老大”复兴在途》2020-10-30

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,808	23,579	33,375	43,922	营业收入	13,990	21,467	26,720	32,171
现金	4,607	9,926	17,089	24,593	减:营业成本	3,896	4,298	5,077	5,694
应收账款	2	14	12	13	营业税金及附加	2,503	4,060	5,000	5,998
存货	6,354	6,324	8,060	8,902	营业费用	2,276	3,905	4,832	5,732
其他流动资产	4,846	7,314	8,216	10,414	管理费用	1,089	1,636	2,046	2,466
非流动资产	3,971	4,076	4,237	4,364	研发费用	17	31	38	45
长期股权投资	39	51	67	90	财务费用	-68	-110	-202	-311
固定资产	1,762	1,747	1,744	1,748	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	527	596	692	753	加:投资净收益	-49	-96	-127	-143
无形资产	339	375	426	463	其他收益	3	3	4	5
其他非流动资产	1,303	1,307	1,308	1,311	资产处置收益	0	1	1	1
资产总计	19,779	27,655	37,612	48,286	营业利润	4,235	7,554	9,807	12,409
流动负债	9,629	12,005	14,805	16,416	加:营业外净收支	2	0	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	4,237	7,555	9,808	12,410
应付账款	1,455	1,837	2,410	2,421	减:所得税费用	1,121	2,054	2,652	3,350
其他流动负债	8,174	10,168	12,396	13,995	少数股东损益	37	216	251	295
非流动负债	84	84	84	84	归属母公司净利润	3,079	5,285	6,904	8,765
长期借款	0	0	0	0	EBIT	4,212	7,537	9,727	12,236
其他非流动负债	84	84	84	84	EBITDA	4,363	7,776	9,996	12,495
负债合计	9,714	12,089	14,890	16,500	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	288	504	755	1,050	每股收益(元)	3.55	6.06	7.92	10.06
归属母公司股东权益	9,777	15,062	21,968	30,736	每股净资产(元)	11.22	17.01	24.59	34.20
负债和股东权益	19,779	27,655	37,612	48,286	发行在外股份(百万股)	872	872	872	872
					ROIC(%)	30.8%	35.8%	32.0%	28.9%
					ROE(%)	31.5%	35.6%	32.2%	29.4%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	72.2%	80.0%	81.0%	82.3%
经营活动现金流	2,010	5,759	7,716	8,030	销售净利率(%)	22.0%	24.6%	25.8%	27.2%
投资活动现金流	-740	-439	-555	-528	资产负债率(%)	49.1%	44.1%	40.2%	34.8%
筹资活动现金流	-1,369	-233	-301	-388	收入增长率(%)	17.6%	53.5%	24.5%	20.4%
现金净增加额	-101	5,086	6,860	7,113	净利润增长率(%)	56.4%	71.6%	30.6%	27.0%
折旧和摊销	152	239	269	260	P/E	105.70	49.72	38.06	29.98
资本开支	-195	-326	-409	-359	P/B	33.45	17.72	12.26	8.82
营运资本变动	-929	-76	166	-1,431	EV/EBITDA	73.90	32.55	24.63	19.13

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>