

山西汾酒 (600809.SH) 收入高增势头延续，季度税收波动影响利润增速

2021年11月01日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

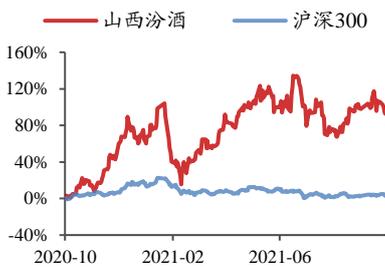
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

日期	2021/10/29
当前股价(元)	301.50
一年最高最低(元)	503.00/207.38
总市值(亿元)	3,678.97
流通市值(亿元)	3,678.97
总股本(亿股)	12.20
流通股本(亿股)	12.15
近3个月换手率(%)	44.61

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-高增趋势持续, 利润弹性突显》-2021.8.27

《公司信息更新报告-收入高增持续, 业绩弹性超预期》-2021.7.14

《公司信息更新报告-一季度经营势头良好, 奠定全年高增基础》-2021.4.27

● 产品结构持续优化, 省内外市场稳步推进, 维持“买入”评级

公司前三季度实现收入 172.6 亿元, 同比+66.2%, 归母净利润 48.8 亿元, 同比+95.1%。其中 Q3 实现收入 51.4 亿元, 同比+47.8%, 归母净利润 13.4 亿元, 同比+53.2%。我们维持盈利预测, 预计 2021-2023 公司净利润分别为 57.2 亿元、72.5 亿元、95.7 亿元, EPS 分别为 4.69 元、5.94 元、7.85 元, 当前股价对应 PE 分别为 65.5、51.7、39.1 倍, 看好公司作为清香型白酒龙头, 未来品牌价值持续提升, 公司产品升级以及全国化扩张仍有空间, 维持“买入”评级。

● 坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略, 产品架构持续优化

公司 Q3 汾酒营收 47.3 亿, 同比+50.6%, 其中预计青花系列增速最高, 巴拿马以及老白汾增长接近平均, 玻汾继续控制节奏增速低于平均。系列酒营收 1.8 亿, 同比+53.9%, 配制酒营收 2.0 亿, 同比-1.6%。公司将青花汾酒圈层拓展和市场推广工作作为重点, 稳步推进腰部产品升级, 主动控制光瓶玻汾节奏。

● 省内高增, 省外控制节奏, 全国化持续推进

Q3 省内实现收入 21.4 亿, 同比+41.2%, 主要因省内需求升级明显, 青花系列表现较好; 同时随着省外市场消费氛围起势, 省外货物回流省内现象大幅减少, 省内市场建设持续加强。Q3 省外实现收入 29.8 亿, 同比+52.7%, 环山西市场消费者认知度提升, 全年完成进度提速, 来年留有余力, 南方市场高增延续, 未来扩张空间充足。Q3 经销商数净增加 146 个, 主要是南方市场, 全国化仍在进行中。

● Q3 毛利率提升, 期间费用率下降, 虽有营业税金波动, 净利率仍然实现提升
产品结构优化带动毛利率上升 3.1pct 至 76.2%, 除复兴版外, 青 20 及以下费用投放率进入下降通道, 销售费用率下降 2.00pct 至 14.7%, 管理费用率下降 0.21pct 至 5.75%, 主营税金率提升 3.73pct 至 19.91%, 主要是生产节奏导致的季度波动, 2020 年疫情影响生产导致营业税金比率低于历史正常水平。净利率提升 1.34pct 至 25.99%。

● 风险提示: 宏观经济波动致使需求下滑, 省外扩张不及预期等

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,880	13,990	20,928	25,720	31,997
YOY(%)	26.6	17.8	49.6	22.9	24.4
归母净利润(百万元)	1,939	3,079	5,717	7,250	9,573
YOY(%)	32.2	58.8	85.7	26.8	32.0
毛利率(%)	71.9	72.2	76.2	76.1	77.6
净利率(%)	16.3	22.0	27.3	28.2	29.9
ROE(%)	26.9	31.0	36.6	32.7	30.6
EPS(摊薄/元)	1.59	2.52	4.69	5.94	7.85
P/E(倍)	193.3	121.7	65.5	51.7	39.1
P/B(倍)	50.3	38.3	24.5	17.1	12.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12642	15808	25775	28466	42131
现金	3964	4607	12279	13693	25371
应收票据及应收账款	6	2	10	4	14
其他应收款	35	141	122	201	201
预付账款	130	117	252	201	362
存货	5258	6354	8524	9778	11594
其他流动资产	3250	4589	4589	4589	4589
非流动资产	3425	3971	5748	6629	7640
长期投资	0	39	78	117	156
固定资产	1620	1762	3279	4072	4962
无形资产	313	339	349	362	380
其他非流动资产	1491	1830	2042	2078	2142
资产总计	16068	19779	31523	35096	49770
流动负债	8389	9629	15482	12475	18033
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2727	2311	4144	3798	5477
其他流动负债	5661	7318	11338	8677	12556
非流动负债	55	84	84	84	84
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	55	84	84	84	84
负债合计	8443	9714	15566	12559	18117
少数股东权益	178	288	289	289	290
股本	872	872	1220	1220	1220
资本公积	132	204	204	204	204
留存收益	6476	8708	11863	16355	22611
归属母公司股东权益	7447	9777	15668	22247	31363
负债和股东权益	16068	19779	31523	35096	49770

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3077	2010	9289	2983	13062
净利润	2054	3116	5718	7251	9574
折旧摊销	142	152	199	300	384
财务费用	-103	-68	-187	-284	-469
投资损失	98	49	1	1	1
营运资金变动	1175	-1009	3558	-4285	3572
其他经营现金流	-289	-230	0	0	0
投资活动现金流	28	-740	-1977	-1182	-1395
资本支出	161	196	1738	843	972
长期投资	71	-595	-39	-39	-39
其他投资现金流	260	-1138	-278	-378	-463
筹资活动现金流	-847	-1369	361	-387	12
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	6	0	349	0	0
资本公积增加	-150	72	0	0	0
其他筹资现金流	-702	-1442	12	-387	12
现金净增加额	2258	-101	7673	1414	11678

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11880	13990	20928	25720	31997
营业成本	3336	3896	4991	6140	7170
营业税金及附加	2253	2503	3872	4758	5919
营业费用	2581	2276	3244	3858	4640
管理费用	855	1089	1256	1415	1760
研发费用	22	17	30	39	44
财务费用	-103	-68	-187	-284	-469
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	0	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-98	-49	-1	-1	-1
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	2843	4235	7723	9796	12934
营业外收入	3	6	6	6	6
营业外支出	1	4	3	3	3
利润总额	2845	4237	7726	9799	12937
所得税	792	1121	2009	2548	3364
净利润	2054	3116	5718	7251	9574
少数股东损益	115	37	1	1	1
归母净利润	1939	3079	5717	7250	9573
EBITDA	2868	4250	7672	9709	12736
EPS(元)	1.59	2.52	4.69	5.94	7.85

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	26.6	17.8	49.6	22.9	24.4
营业利润(%)	30.6	48.9	82.4	26.8	32.0
归属于母公司净利润(%)	32.2	58.8	85.7	26.8	32.0
获利能力					
毛利率(%)	71.9	72.2	76.2	76.1	77.6
净利率(%)	16.3	22.0	27.3	28.2	29.9
ROE(%)	26.9	31.0	36.6	32.7	30.6
ROIC(%)	26.3	30.7	36.0	31.7	29.4
偿债能力					
资产负债率(%)	52.5	49.1	49.4	35.8	36.4
净负债比率(%)	-51.5	-45.2	-78.3	-61.5	-80.9
流动比率	1.5	1.6	1.7	2.3	2.3
速动比率	0.5	0.5	0.8	1.1	1.4
营运能力					
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	3534.1	3534.1	3534.1
应付账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.52	4.69	5.94	7.85
每股经营现金流(最新摊薄)	2.52	1.65	7.61	2.44	10.71
每股净资产(最新摊薄)	6.10	8.01	12.56	17.95	25.42
估值比率					
P/E	193.3	121.7	65.5	51.7	39.1
P/B	50.3	38.3	24.5	17.1	12.1
EV/EBITDA	129.3	87.2	47.3	37.2	27.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn