

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

山西汾酒 (600809.SH)

维持评级

报告原因：三季报点评

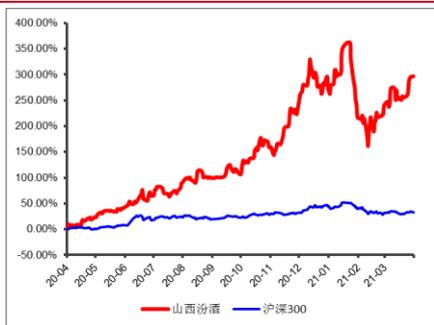
业绩符合预期，汾酒继续加速度

买入

2021年10月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月29日

收盘价(元)：301.50

年内最高/最低(元)：380.77/183.49

流通A股/总股本(亿)：12.15/12.20

流通A股市值(亿)：3664

总市值(亿)：3679

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：3.55

每股净资产(元)：11.22

净资产收益率：35.09%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A 座
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司发布前三季度报告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润 48.79 亿元，同比增长 95.13%；营业收入 172.57 亿元，同比增长 66.24%；基本每股收益 4.02 元，同比增长 96.1%。

事件点评

- **省外市场首破百亿，业绩延续高增长。**2021 年前三季度汾酒实现营业收入 172.57 亿元，同比增长 66.24%，实现归母净利润 48.79 亿元，同比增长 95.13%。其中单 Q3 实现收入 51.38 亿元，同比增长 47.81%，实现归母净利润 13.35 亿元，同比增长 53.24%，业绩符合预期。1) 分产品来看，青花系列仍是增长主力，竹叶青大健康产业发展势头迅猛，可见第二引擎动力强劲，2021 前三季度汾酒/系列酒/竹叶青分别实现营 157.65/4.89/8.71 亿元，同比+67.57%/+17.28%/+83.84%。2) 分区域来看，2021 年前三季度公司深化“1357+10”市场布局，对长三角、珠三角经济带市场进行深度拓展，南方核心市场增幅远高于全国市场的平均增幅，省外销售占比六成，山西省内/省外实现营收 68.55/102.71 亿，分别同比增长 47.56%/81.67%。此外，2021 前三季度汾酒省内经销商数量为 732 家，省外为 2694 家，增加 443 家，而省外经销商占比很高，汾酒全国化收效明显。
- **青花汾酒高增，带动净利率提高。**公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，持续巩固提升青花汾酒优势，坚持“为高品质生活代言”的高端品牌定位，盈利能力得持续提升。2021 前三季度销售净利率为 28.55%，同比增加 4.68pct，其中销售毛利率为 75.35%，同比增加 3.18pct，主要是青花放量带动产品结构提升；期间费用率为 20.37%，同比减少 4.94pct，销售费用率为 16.14%，同比减少 2.84pct，管理费用率为 4.51%，同比减少 2.25pc；财务费用率为-0.29%，同比增加 0.14pct。此外，2021 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 61.24 亿元，同比增长 198.85%。
- **势头发展强劲，全年有望突破 200 亿元。**2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，也是汾酒实现战略复兴发展的关键时期。前三季度实现半年过百亿，我们认为产品高端化、市场全国化、双轮驱动是推动上半年营收和净利大增的主要因素。下半年，全年有望突破 200 亿元：一

是将加速推进“双轮驱动”，不断强化汾酒国内、国外市场的拓展力度，实现竹叶青产业“产供销研”一体化运营；二是对标世界一流企业，进一步强化提升公司管理水平；三是把全产业发展思路贯穿始终，持续拓展优化原粮基地、包装彩印基地、杏花村酒家等项目的建设；四是保障产业配套，推动产能扩张，夯实高质量发展根基；五，不断推进数字化智能化转型工作，打造“智慧汾酒”。

投资建议

- 2020 年在新的竞争形势下积极寻求新的突破。重点升级、打造“青花 30 复兴版”、“竹叶青”青享版、荣耀版”新品，汾酒与竹叶青“双轮驱动”战略效果明显，全国化品牌发展进程加速提档。2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，前三季度收入同比增长 66.24%，全年 30% 左右的增长目标完成确定性强。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，确定性也很强，十四五期间有望实现规模进入行业前三。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 54 亿、70 亿、93 亿，EPS 分别为 4.46 元、5.75 元、7.64 元，对应当前股价 PE 分别为 67 倍、52 倍、39 倍。维持“买入”评级。

存在风险

疫情超预期的风险，国企改革进度不达预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,808	24,716	33,985	45,383	营业收入	13,990	21,462	26,445	32,848
现金	4,607	6,985	13,852	19,644	营业成本	3,896	5,059	6,011	7,220
应收账款	142	321	252	379	营业税金及附加	2,503	3,840	4,731	5,876
其他应收款	141	119	163	239	销售费用	2,276	3,492	4,303	5,016
预付账款	117	79	73	45	管理费用	1,089	1,584	1,846	2,161
存货	6,357	5,511	5,929	6,468	财务费用	(68)	(87)	(156)	(251)
其他流动资产	4,444	11,702	13,716	18,608	资产减值损失	0	1	(0)	0
非流动资产	3,971	3,680	3,712	3,702	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	15	18	24	投资净收益	(49)	1	1	1
固定资产	1,761	1,649	1,538	1,426	营业利润	4,235	7,575	9,712	12,826
无形资产	339	316	295	276	营业外收入	6	3	3	3
其他非流动资产	1,832	1,700	1,861	1,977	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	19,779	28,396	37,697	49,085	利润总额	4,237	7,575	9,712	12,826
流动负债	9,629	13,904	18,015	22,460	所得税	1,121	1,894	2,428	3,206
短期借款	0	0	0	0	净利润	3,116	5,681	7,284	9,619
应付账款	1,455	2,082	2,758	2,994	少数股东损益	37	241	268	292
其他流动负债	8,174	11,822	15,256	19,466	归属母公司净利润	3,079	5,440	7,016	9,328
非流动负债	84	106	134	170	EBITDA	4,327	7,622	9,689	12,706
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.52	4.46	5.75	7.64
其他非流动负债	84	106	134	170					
负债合计	9,714	14,010	18,148	22,630	主要财务比率				
少数股东权益	288	529	797	1,089	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	872	1,220	1,220	1,220	成长能力				
资本公积	204	204	204	204	营业收入	17.76%	53.41%	23.22%	24.21%
留存收益	8,708	12,433	17,327	23,942	营业利润	48.94%	78.88%	28.21%	32.06%
归属母公司股东权益	9,777	13,857	18,751	25,366	归属于母公司净利润	58.85%	76.67%	28.98%	32.94%
负债和股东权益	19,779	28,396	37,697	49,085	获利能力				
					毛利率(%)	72.15%	76.43%	77.27%	78.02%
					净利率(%)	22.01%	25.35%	26.53%	28.40%
					ROE(%)	30.96%	39.49%	37.26%	36.36%
					ROIC(%)	86.74%	106.32%	62.70%	88.52%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.11%	49.34%	48.14%	46.10%
					净负债比率(%)	38.12%	18.97%	0.81%	-5.65%
					流动比率	1.64	1.78	1.89	2.02
					速动比率	0.98	1.38	1.56	1.73
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.89	0.80	0.76
					应收账款周转率	3534.09	211.07	182.25	286.40
					应付账款周转率	8.16	12.14	10.93	11.42
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,010	3,691	8,835	8,259
净利润	3,116	5,440	7,016	9,328
折旧摊销	152	134	133	131
财务费用	(49)	(87)	(156)	(251)
投资损失	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	869	(2,038)	1,576	(1,240)
其他经营现金流	(2,078)	242	267	292
投资活动现金流	(740)	26	(2)	(5)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(39)	25	(3)	(6)
其他投资现金流	(700)	1	1	1



筹资活动现金流	(1,369)	(1,280)	(1,966)	(2,462)	每股收益(最新摊薄)	2.52	4.46	5.75	7.64
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	3.02	7.24	6.77
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.01	11.36	15.37	20.79
普通股增加	0	349	0	0	估值比率				
资本公积增加	72	0	0	0	P/E	119.5	67.6	52.4	39.4
其他筹资现金流	(1,442)	(1,629)	(1,966)	(2,462)	P/B	37.6	26.5	19.6	14.5
现金净增加额	(99)	2,437	6,867	5,792	EV/EBITDA	74.54	47.94	37.13	27.98

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

