

公司点评

山西汾酒 (600809)

食品饮料 | 饮料制造

结构优化，势能释放，高增长延续

2021年10月29日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 303.5-327.8 元

交易数据

当前价格 (元)	301.50
52 周价格区间 (元)	183.49-503.00
总市值 (百万)	367864.48
流通市值 (百万)	366428.50
总股本 (万股)	122011.44
流通股 (万股)	121535.16

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
山西汾酒	-4.44	-6.18	12.53
沪深300	0.87	3.31	-5.81

邹建军 分析师
执业证书编号: S0530521080001 0731-84403452

杨苑 研究助理
yangyuan@cfzq.com 0731-84403490

相关报告

1 《山西汾酒: 收入高质量增长, 盈利能力显著提升》 2021-08-30

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11880	13990	21136	27251	34418
归母净利 (百万元)	1939	3079	5511	7407	9943
每股收益 (元)	1.59	2.52	4.52	6.07	8.15
每股净资产 (元)	6.10	8.01	12.14	16.69	22.56
P/E	189.77	119.47	66.75	49.66	37.00
P/B	49.40	37.63	24.84	18.06	13.37

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布前三季度报告, 公司前三季度实现营业收入 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%; 第三季度实现营业收入 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%。

➤ **汾酒成长能力持续显现, 省外市场扩张保持高速。**分产品看, 汾酒/系列酒/配制酒分别实现收入 157.77/4.89/8.71 亿元, 同比 +67.7%/+17.3%/+83.8%, 汾酒系列产品仍是营收增长的主要贡献, 其中高端青花增速持续亮眼, 预计前三季度青花系列实现翻倍以上增长, 配制酒在较小体量基础上亦有较快增长。分地区看, 省内/省外分别实现收入 68.56/102.71 亿元, 同比 +38.6%/+81.7%, 省内基本盘稳固, Q3 单季度收入同增 41.2%; 省外市场增长延续强势, 单 Q3 收入增长 52.7%, 全国化战略推进效果理想; 前三季度省外经销商数量净增 443 家 (较 20 年末增长近 20%), 促进汾酒省外扩张保持较快速度。

➤ **税金扰动, 利润增速略低于预期, 回款靓丽。**前三季度毛利率同比提升 3.18pct 至 75.35%, 主因产品结构持续优化拉动吨价提升, Q3 单季度毛利率同比提升 3.10pct 至 76.20%, 盈利能力进一步增强。费用率方面, 费用投放有所缩减, 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比 -2.84%/-2.19%/-0.05%/+0.15%。Q3 税金及附加率同比提升 3.74pct 至 19.91%, 与税金缴纳节奏改变有关, Q3 净利率同比提升 1.49pct 至 26.24%。现金流方面, 公司 Q3 销售收现 74.0 亿元, 同比大幅增长 152.4%, 经营性净现金流 39.6 亿元, 同比增长 613.13%, 2021Q3 末公司预收款 38.2 亿元, 环比增加 5.6 亿元, 反映经销商信心充足、打款积极性高, 预收款高位为 Q4 增长留有余力。

➤ **品牌势能持续释放, 看好公司业绩弹性与成长持续性。**渠道反馈汾酒 Q4 动销持续旺盛, 青花 20 继续高速增长并伴随着批价上行, 青 30 严格执行配额制库存处于低位, 目前玻汾处于控货状态, 多数地区供不应求。公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略, 20 年成功导入青 30 复兴版占位高端市场, 后续推出青 40 等形象产品拉升品牌高度, 在青 30 及以上产品价格牵引作用下, 青 20 实现快速放量, 批价稳步抬升。玻汾作为省外市场开拓的先锋, 发挥了消费者教育与清

香口感培育的重要作用，显著降低了汾酒深度全国化的阻力。公司深化“1357+10”市场布局，得益于品牌势能的持续释放，省外招商进展顺利环比提速。自2017年国企以来，公司市场拓展加速推进，渠道管理能力显著提升，产品体系持续完善，助力汾酒充分受益于次高端行业扩容红利。未来汾酒有望进一步加快高端化与全国化进程，我们继续看好公司业绩弹性与成长持续性。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计2021-2023年公司营业总收入分别为211.4/272.5/344.2亿元，同比+51.1%/+28.9%/+26.3%；归母净利润分别为55.1/74.1/99.4亿元，同比+79.0%/+34.4%/+34.2%；EPS分别为4.52/6.07/8.15元/股。考虑到公司未来的高成长性，给予22年50-54倍PE估值，对应股价合理区间为303.5-327.8元，维持“推荐”评级。当前股价接近合理区间，建议关注公司长期价值增长。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险；市场拓展不及预期风险；宏观经济大幅下行风险；疫情反复风险。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11880	13990	21136	27251	34418	费用率					
减:营业成本	3336	3896	5335	6632	7816	毛利率	0.72	0.72	0.75	0.76	0.77
营业税金及附加	2253	2503	3424	4633	5851	三费/销售收入	0.29	0.24	0.23	0.22	0.22
销售费用	2581	2276	3551	4415	5438	EBIT/销售收入	0.23	0.30	0.35	0.36	0.39
管理费用	855	1089	1374	1635	2031	销售净利率	0.17	0.22	0.26	0.28	0.29
财务费用	-103	-68	-106	-218	-344	投资回报率					
研发费用	22	17	25	30	34	ROE	0.26	0.31	0.37	0.36	0.36
资产减值损失	5	4	4	4	4	ROA	0.17	0.21	0.26	0.26	0.26
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	ROIC	0.32	0.63	0.80	0.92	1.19
其他收益	-86	-40	-4	-4	-4	增长率					
营业利润	2854	4241	7532	10125	13592	销售收入增长率	0.27	0.18	0.51	0.29	0.26
加:营业外收支净额	3	4	0	0	0	EBIT 增长率	0.28	0.52	0.78	0.33	0.34
利润总额	2857	4245	7532	10125	13592	EBITDA 增长率	0.26	0.50	0.77	0.33	0.33
减:所得税	792	1121	1959	2633	3535	净利润增长率	0.32	0.52	0.79	0.34	0.34
净利润	2066	3125	5573	7491	10057	总资产增长率	0.36	0.23	0.42	0.36	0.32
减:少数股东损益	115	37	66	88	118	股东权益增长率	0.20	0.31	0.51	0.38	0.35
归母净利润	1939	3079	5511	7407	9943	营运资本增长率	-0.56	1.01	0.32	0.05	0.05
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	3964	4607	9333	15299	23113	资产负债率	0.53	0.49	0.50	0.48	0.46
应收和预付款项	2899	4539	6538	8172	10215	投资资本/总资产	0.30	0.35	0.28	0.22	0.17
存货	5258	6354	8895	11119	13342	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	522	308	308	308	308	流动比率	1.51	1.64	1.80	1.91	2.04
长期股权投资	0	39	39	39	39	速动比率	0.82	0.95	1.14	1.29	1.45
投资性房地产	13	16	14	13	11	股利支付率	0.34	0.25	0.15	0.25	0.28
固定资产	2129	2288	2502	2696	2771	收益留存率	0.66	0.75	0.85	0.75	0.72
无形资产	313	339	325	311	297	营运能力					
其他非流动资产	969	1288	143	140	140	总资产周转率	0.74	0.71	0.75	0.72	0.69
资产总计	16068	19779	28097	38097	50236	固定资产周转率	7.34	7.95	10.05	11.87	13.93
短期借款	0	0	0	0	0	应收账款周转率	4.34	3.27	3.40	3.51	3.55
应付和预收款项	8389	9225	13532	17825	22596	存货周转率	0.63	0.61	0.60	0.60	0.59
长期借款	0	0	0	0	0	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他负债	55	488	404	404	404	EPS	1.59	2.52	4.52	6.07	8.15
负债合计	8443	9714	13936	18229	23000	BPS	6.10	8.01	12.14	16.69	22.56
股本	872	872	1220	1220	1220	PE	189.77	119.47	66.75	49.66	37.00
资本公积	27	104	104	104	104	PEG	3	2	N/A	N/A	N/A
留存收益	6549	8801	13486	19041	26200	PB	49.40	37.63	24.84	18.06	13.37
母公司股东权益	7447	9777	14810	20365	27524	PS	30.96	26.30	17.40	13.50	10.69
少数股东权益	178	288	354	442	560	PCF	119.57	183.03	67.53	46.33	35.15
权益合计	7625	10065	15164	20807	28084	EBIT	2742	4169	7430	9911	13252
负债和权益合计	16068	19779	29100	39036	51084	EV/EBIT	94.87	62.33	48.59	35.89	26.32
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBITDA	90.19	60.14	47.28	35.10	25.85
经营性现金净流量	3077	2010	5447	7941	10466	EV/NOPLAT	131.79	84.87	65.66	48.51	35.57
投资性现金净流量	28	-740	-400	-400	-300	EV/IC	53.65	37.89	45.44	43.21	41.46
筹资性现金净流量	-847	-1369	-321	-1575	-2352	ROIC-WACC	0.32	0.63	0.80	0.92	1.19

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438