

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

山西汾酒 (600809): 收入增速略超预期, 全国化进程加速

2021年11月4日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

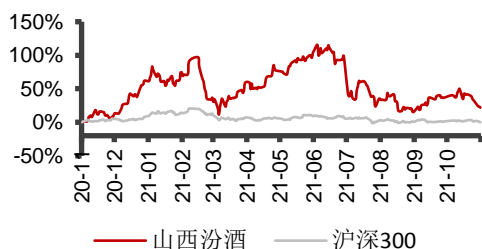
公司评级

当前价格(元):	293.32
上次评级:	推荐
本次评级:	推荐

公司基本数据

总股本(亿股):	12.20
流通股本(亿股):	12.15
流通A股市值(亿元):	3579
每股净资产(元):	11.94
资产负债率(%):	43.31

山西汾酒与沪深300涨跌幅走势图



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 1、茅关注高端、次高端白酒扩容, 把握啤酒龙头利润释放-食品饮料2021年中期策略
- 2、五粮液(000858): 持续稳增长, 未来高质量发展可期 20210429
- 3、贵州茅台(600519): 2020年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402

内容摘要:

山西汾酒发布2021年三季报, 前三季度公司实现营业收入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%。其中2021年三季度, 公司实现营业收入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%。三季度收入增速略超预期。

青花销量持续高增, 全国化进程加速, 回款表现亮眼。分产品来看, 2021年三季度, 汾酒、系列酒及配制酒的收入增速分别为50.6%、53.9%、-1.6%。在“抓青花、强腰部、稳玻汾”的策略下, 汾酒销售额持续高速增长, 青花系列仍是增长的主要动能, 渠道反馈由于需求旺盛; 腰部产品方面, 受益于省内消费场景同比改善, 呈现较高增速; 玻汾方面, 为优化产品结构, 公司主动控量, 收入增速维持约30%。配制酒三季度销售增速有所下滑, 主要因快速放量后执行控货策略以巩固市场。分区域看, 2021年三季度省内、省外收入同比增速分别为41.17%、52.7%, 三季度省外销售占比达58.21%, 全国化加速。此外, 公司回款及现金流增速均超净利润增速, 经销商打款积极, 合同负债进一步增长。

税费费率阶段性升高, 盈利能力持续提升。2021年三季度公司毛利率为76.2%, 同比提升3.1个百分点, 主要由于公司高端产品量价齐升所致。费用率方面, 2021年三季度, 公司税金及附加率提升3.83个百分点至19.91%, 或由于纳税节奏有所调整出现短期波动; 销售费用率下降1.1个百分点至14.7%, 主因公司买赠和陈列费用有所缩减, 省外费用投放有所控制。由于毛利率提升、销售及管理费用率下降, 虽然缴税金额阶段性抬升, 公司归母净利率仍增长1.34个百分点至25.99%, 盈利能力进一步提升。

投资建议: 公司清香型龙头地位突出, 随着改革的深化及战略的进一步推进, 品牌力显著提升, 经销商积极性高、执行力强。由于近期调整, 公司2021年11月4日动态PE为64.97倍, 考虑到较高的成长性, 估值较为合理。我们预计公司2021-23年EPS分别为5.87、8.03、10.66元, 对应PE分别为67、50、38倍。维持“推荐”评级。

风险提示: 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。



事件：山西汾酒发布2021年三季报，前三季度公司实现营业收入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%。其中2021年三季度，公司实现营业收入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%，收入增速略超预期。

青花销量持续高增，全国化进程加速，回款表现亮眼。公司三季度收入、净利润增速分别为47.81%、53.24%，业绩增速亮眼且净利润增速更高，主要由于青花系列如期放量，产品结构进一步优化。分产品来看，2021年前三季度，汾酒、系列酒、配制酒分别实现收入157.7、4.9、8.7亿元，同比增速分别为67.6%、17.3%、83.8%，其中三季度，汾酒、系列酒及配制酒的收入增速分别为50.6%、53.9%、-1.6%。整体来看，在“抓青花、强腰部、稳玻汾”的策略下，汾酒销售额持续高速增长，青花系列仍是增长的主要动能，渠道反馈由于需求旺盛，青花20批价稳中有升，已达380元左右，青花30控货稳价，成交价稳定在900-1000元，渠道推力足，我们估计青花在汾酒中的销售占比已达35%以上；腰部产品方面，受益于省内消费场景同比改善，我们估计老白汾前三季度增速或接近80%，巴拿马保持30%左右的稳健增长；低端产品玻汾性价比受到市场高度认可，为优化产品结构，公司主动控量，收入增速维持约30%的稳定增长。配制酒三季度销售增速有所下滑，主要由于在上半年销售规模快速放量后，公司执行控货策略以巩固市场。

分区域看，2021年前三季度，省内、省外分别实现收入68.56亿元、102.7亿元，分别同比增长47.56%、81.67%，其中三季度省内、省外收入同比增速分别为41.17%、52.7%，三季度省外销售占比达58.21%，同比增长1.92个百分点。省外销售占比进一步提升，一方面由于公司继续深化“1357+10”市场布局，着重加强长三角、珠三角重点城市的拓展力度，2021年前三季度上海地区销售增速或超80%，江、浙、皖、粤等市场亦表现出较强劲的增长势头；另一方面，年初以来，公司省外经销商数量净增加443家，其中三季度净增232家，招商环比加快，渠道网进一步扩大。整体来看，公司全国化进程正在加速。

回款及现金流方面，公司2021年三季度销售回款74.0亿元，同比增长156.8%，经营活动现金流净额39.6亿元，同增575.6%，回款及现金流增速均超净利润增速。截至2021年9月30日，公司合同负债38.2亿元，环比增加5.6亿元，经销商打款积极，蓄水池进一步增长。



税费费率阶段性升高，盈利能力持续提升。2021年三季度，公司毛利率为76.2%，同比提升3.1个百分点，主要由于公司高端产品量价齐升所致。费用率方面，2021年三季度，公司税金及附加率提升3.83个百分点至19.91%，或由于纳税节奏有所调整出现短期波动；销售费用率下降1.1个百分点至14.7%，主因公司买赠和陈列费用有所缩减，省外费用投放有所控制；管理费用率下降0.7个百分点至5.7%，财务费用率小幅上升至-0.31%。由于毛利率提升、销售及管理费用率下降，虽然缴税金额阶段性抬升，公司归母净利率仍增长1.34个百分点至25.99%，盈利能力进一步提升。

改革全方位深化。2021年公司营收增速目标为30%，由于三季度业绩持续高增长，预计全年大概率超额完成目标。公司继续深化改革，产品销售策略方面，继续沿用配额制，渠道利润丰厚、市场供不应求，国庆后社会及经销商库存率或不足10%；品牌策略方面，坚定推进高端化，青花汾酒保持快速增长，玻汾方面则主动控量；市场方面，“1357+10”市场布局有序推动战略市场成长，优质经销商持续增加，全国化进程加速；产能方面，十二五及十三五末规划产能基本已100%投产，综合产能达10万吨以上，可支撑十四五期间销售增长，目前在建产能3万吨，另外收购集团公司产能做技改项目，为长期发展做产能储备。

投资建议：公司清香型龙头地位突出，随着改革的深化及战略的进一步推进，品牌力显著提升，经销商积极性高、执行力强。由于近期调整，公司2021年11月4日动态PE为64.97倍，考虑到较高的成长性，估值较为合理。我们预计公司2021-23年EPS分别为5.87、8.03、10.66元，对应PE分别为67、50、38倍。维持“推荐”评级。

表：重点指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13989.80	20053.84	25848.93	32028.80
增长率	18%	43%	29%	24%
归母净利（百万元）	3079.23	5341.47	7195.54	9423.56
增长率	56%	73%	35%	31%
每股收益（元）	3.55	4.38	5.90	7.72
PE（倍）	105.70	67.00	49.74	37.98

资料来源：携宁、Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年11月4日，2021-2023年业绩为作者预测值。



风险提示: 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

盈利预测:

报表预测单位: 百万元

资产负债表

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4607	8985	14898	22455
存货	6354	7940	9522	10520
预付账款	117	227	270	298
其他流动资产	4729	7392	9626	12122
流动资产合计	15808	24557	34334	45417
固定资产合计	1762	1943	2124	2305
资产总计	19779	28822	38864	50162
应付票据及应付账款	2311	3493	4515	4988
应付职工薪酬	1069	1436	1798	1986
应交税费	1796	2607	3360	4164
其他流动负债	4453	5897	7235	8348
流动负债合计	9629	13434	16908	19486
负债合计	9714	13518	16992	19571
归属于母公司的所有者权益	9777	14962	21458	30081
少数股东权益	288	342	415	510
股东权益	10065	15304	21872	30591
负债及股东权益	19779	28822	38864	50162
现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	2010	4932	7025	8783
投资活动现金流净额	-740	-397	-411	-427
筹资活动现金流净额	-1369	-156	-700	-800
现金净流量	-101	4378	5913	7556

利润表单位: 百万元

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13990	20054	25849	32029
同比增速	18%	43%	29%	24%
营业成本	3896	5040	5992	6620
毛利	10094	15014	19857	25408
毛利率	72%	75%	77%	79%
税金及附加	2503	3590	4627	5733
税金及附加/营业收入	18%	18%	18%	18%
销售费用	2276	3209	4136	5125
销售费用率	16%	16%	16%	16%
管理费用	1089	1203	1551	1922
管理费用率	8%	6%	6%	6%
研发费用	17	24	31	38
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用	-68	-163	-282	-446
财务费用率	-0.5%	-0.8%	-1.1%	-1.4%
营业利润	4235	7081	9679	12856
营业利润/营业收入	30%	35%	37%	40%
利润总额	4237	7083	9681	12858
利润总额/营业收入	30%	35%	37%	40%
所得税费用	1121	1912	2614	3472
归母净利润	3079	5119	6997	9293
同比增速	56%	66%	37%	33%

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	3.55	4.38	5.90	7.72
BVPS (元)	8.01	12.26	17.59	24.65
PE (倍)	105.70	67.00	49.74	37.98
PEG	1.87	0.91	1.43	1.23
PB (倍)	46.83	23.92	16.68	11.90
EV/EBITDA	73.90	48.45	35.66	26.81
ROE	31%	36%	34%	31%

数据来源: 携宁、wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年11月4日, 2021-2023年业绩为作者预测值。



分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层