

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山西汾酒(600809)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

山西汾酒(600809.SH): 开门红亮眼, 青花引领升级 2022.04.11

山西汾酒(600809.SH): 品牌复兴, 全国扩张 2021.11.05

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

开局锁定, 凸显实力

2022年04月27日

事件: 公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报, 2021 年营收 199.71 亿元, 同比+42.75%, 归母净利润 53.14 亿元, 同比+72.56%; 22Q1 营收 105.3 亿元, 同比+43.62%, 归母净利润 37.1 亿, 同比+70.03%。

点评:

- **业绩符合预期, 结构升级及费率收窄释放利润弹性。** 此次披露的业绩与预告一致, 符合预期。2021 年, 公司毛利率同比+2.76pct 至 74.91%, 主要系产品结构升级, 青花系列收入占比提升; 税金占比同比+0.79pct 至 18.68%; 销售费用率同比-0.45pct 至 15.82%; 管理费用率同比-1.94pct 至 5.84%; 随着销售规模的扩大, 期间费用率逐渐摊薄, 净利率同比+4.72pct 至 26.99%。22Q1, 公司毛利率同比+1.21pct 至 74.75%; 税金占比同比+1.3pct 至 13.79%; 销售费用率同比-6.8pct 至 11.15%, 主要系公司今年缩减玻汾的费用投放, 转移至青花系列的消费者培育工作, 一季度销售费用同比-10.76%; 管理费用率同比-0.63pct 至 2.56%; 公司盈利能力进一步提升, 净利率同比+5.6pct 至 35.4%, 利润弹性大幅释放。一季度末, 公司合同负债 38.8 亿元, 环比-35 亿元, 主要系 21Q4 主动控货下开票减少, 在 22Q1 确认收入较多; 随公司收入规模扩大, 同比+9.5 亿元。
- **汾酒稳定贡献, 系列酒及配制酒相继成长。** 2021 年, 公司总共销售白酒 15.13 万吨, 同比+24%, 平均吨价 13.1 万元/吨, 同比+15.18%。其中汾酒、系列酒、配置酒分别销售 12.91 万吨、1.09 万吨、1.13 万吨, 同比+28%、-24%、+60%; 收入分别为 179.2 亿元、6.4 亿元、12.5 亿元, 同比+42%、+13%、+91%; 吨价分别为 13.9 万元/吨、5.9 万元/吨、11.1 万元/吨, 同比+10%、+48%、+20%; 毛利率分别为 76.6%、53.1%、63.7%, 同比+3.1pct、+0.4pct、-3.3pct, 配制酒毛利率下滑主要系其成本提升过快所致。22Q1, 汾酒、系列酒、配置酒分别收入 98.7 亿元、2.6 亿元、3.5 亿元, 同比+44%、+118%、+7%, 配制酒与系列酒在进行产品梳理后相继快速成长, 我们认为这有助于清香型白酒的集体繁荣。
- **全国化进展顺利, 南方市场增速领先。** 在公司“1357+10”的全国化布局战略下, 山西大本营市场稳定发展, 2021 年新增经销商 83 家至 728 家, 收入 80.7 亿元, 同比+35%; 22Q1 收入 38.5 亿元, 同比+31%; 除持续巩固环山西市场外, 公司在江、浙、沪、皖、粤等市场均有科学布局, 以南方市场发展为契机, 推动长三角、珠三角市场深度拓展、稳步突破, 2021 年省外新增经销商 545 家至 2796 家, 收入 117.4 亿元, 同比+49%, 其中南方市场销售平均增幅达 60%以上, 省外收入占比同比+2.6pct 至 59.3%; 22Q1 收入 66.3 亿元, 同比+52%, 收入占比进一步提升至 63.2%。我们认为, 随着在品牌打造及消费者培育上的持续投入, 公司的全国化之路将行之稳健。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 **2022-2024** 年摊薄每股收益分别为 **6.46 元、8.67 元、10.92 元**，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济不确定性风险；疫情反复风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	13,990	19,971	27,335	34,492	41,796
增长率 YoY %	17.6%	42.8%	36.9%	26.2%	21.2%
归属母公司净利润 (百万元)	3,079	5,314	7,877	10,576	13,320
增长率 YoY%	56.4%	72.6%	48.2%	34.3%	25.9%
毛利率%	72.2%	74.9%	77.1%	79.1%	80.0%
净资产收益率ROE%	31.5%	34.9%	39.8%	40.8%	39.6%
EPS(摊薄)(元)	2.54	4.37	6.46	8.67	10.92
市盈率 P/E(倍)	147.99	72.18	41.64	31.01	24.63
市净率 P/B(倍)	33.45	25.31	16.57	12.65	9.75

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	15,808	25,286	30,243	36,957	45,797	
货币资金	4,607	6,146	7,780	13,193	20,555	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2	1	4	5	6	
预付账款	117	163	219	217	250	
存货	6,354	8,189	8,563	8,908	9,375	
其他	4,729	10,787	13,678	14,634	15,611	
非流动资产	3,971	4,669	4,785	4,889	4,981	
长期股权投资	39	76	76	76	76	
固定资产	1,762	2,247	2,383	2,497	2,592	
无形资产	339	363	393	423	453	
其他	1,830	1,983	1,933	1,892	1,859	
资产总计	19,779	29,955	35,028	41,845	50,778	
流动负债	9,629	14,265	14,666	15,228	16,279	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	857	1,032	1,284	1,425	1,601	
应付账款	1,455	1,780	1,884	1,782	1,829	
其他	7,318	11,453	11,497	12,021	12,849	
非流动负债	84	103	103	103	103	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	84	103	103	103	103	
负债合计	9,714	14,368	14,768	15,331	16,381	
少数股东权益	288	364	460	588	750	
归属母公司	9,777	15,223	19,800	25,926	33,646	
负债和股东权益	19,779	29,955	35,028	41,845	50,778	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	13,990	19,971	27,335	34,492	41,796	
同比	17.6%	42.8%	36.9%	26.2%	21.2%	
归属母公司净利润	3,079	5,314	7,877	10,576	13,320	
同比	56.4%	72.6%	48.2%	34.3%	25.9%	
毛利率(%)	72.2%	74.9%	77.1%	79.1%	80.0%	
ROE%	31.5%	34.9%	39.8%	40.8%	39.6%	
EPS(摊薄)(元)	2.54	4.37	6.46	8.67	10.92	
P/E	147.99	72.18	41.64	31.01	24.63	
P/B	33.45	25.31	16.57	12.65	9.75	
EV/EBITDA	73.95	53.69	29.83	21.96	17.12	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	13,990	19,971	27,335	34,492	41,796	
营业成本	3,896	5,011	6,251	7,225	8,346	
营业税金及附加	2,503	3,730	4,920	6,209	7,523	
销售费用	2,276	3,160	4,100	5,174	6,269	
管理费用	1,089	1,167	1,503	1,725	1,881	
研发费用	17	23	27	34	42	
财务费用	-68	-33	-105	-158	-254	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	-49	72	-14	-17	-21	
其他	7	44	3	3	4	
营业利润	4,235	7,029	10,626	14,269	17,972	
营业外收支	2	61	4	4	4	
利润总额	4,237	7,091	10,630	14,273	17,976	
所得税	1,121	1,701	2,658	3,568	4,494	
净利润	3,116	5,390	7,973	10,705	13,482	
少数股东损	37	76	96	128	162	
归属母公司	3,079	5,314	7,877	10,576	13,320	
EBITDA	4,361	7,062	10,736	14,340	17,961	
EPS(当年)(元)	2.54	4.37	6.46	8.67	10.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	2,010	7,645	5,263	10,196	13,297	
净利润	3,116	5,390	7,973	10,705	13,482	
折旧摊销	152	181	203	215	227	
财务费用	-47	-1	0	0	0	
投资损失	0	-83	14	17	21	
营运资金变	-931	2,607	-2,923	-738	-428	
其它	-280	-449	-4	-4	-4	
投资活动现	-740	-4,837	-329	-332	-336	
资本支出	-195	-156	-316	-316	-316	
长期投资	-595	-4,788	-1	0	0	
其他	50	107	-12	-16	-20	
筹资活动现	-1,369	-183	-3,300	-4,450	-5,600	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-790	-174	-3,300	-4,450	-5,600	
现金流净增	-101	2,625	1,634	5,414	7,362	
加额						

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。