

山西汾酒 (600809)

高端化全国化同步推进，疫情下实现强势增长

事件：2021年实现营业收入199.71亿元，同比+42.75%；归母净利润53.14亿元，同比+72.56%；扣非归母净利润52.59亿元，同比+72.81%。其中，2021Q4年实现营业收入27.14亿元，同比-24.93%；归母净利润4.35亿元，同比-29.64%；扣非归母净利润3.84亿元，同比-34.00%。2022Q1年实现营业收入105.30亿元，同比+43.62%；归母净利润37.10亿元，同比+70.03%；扣非归母净利润37.07亿元，同比+70.03%。

2021年，分产品看，进一步调整产品结构，推进高端化，提高价位带占位，青花系列中高端产品占比进一步提升，竹叶青知名度不断提升，实现收入大幅增长。其中，汾酒营收179.20亿元，同比+41.90%；系列酒营收6.38亿元，同比+12.73%；配制酒营收12.5亿元，同比+91.39%。分渠道看，深耕线下渠道，发力电商平台，公司21年在各大电商平台表现优异，电商平台营收9.53亿元，同比+25.44%；代理渠道营收184.13亿元，同比+49.31%；直销渠道营收4.42亿元，同比-41.51%。分地区看，省内市场稳步向上，省外市场拓展迅速。其中，南方市场销售平均增幅超60%，省内营收+34.60%至80.70亿元，省外营收+49.48%至117.38亿元。成本端，毛利率+2.76pct至74.91%，净利率+4.60pct至26.61%，销售费用率-0.45pct至15.82%，管理费用率-1.94pct至5.84%。

22年Q1，分产品看，系列酒增速明显，汾酒营收+44.40%至98.73亿元，系列酒营收+118.31%至2.60亿元。分渠道看，直销渠道提升显著，直销渠道营收+137.82%至1.62亿元，代理渠道营收+41.64%至97.53亿元，电商平台营收+73.22%至5.66亿元。分地区看，省内省外同时发力，省内营收+31.32%至38.54亿元，省外营收+52.49%至66.27亿元。成本端，毛利率+1.22pct至74.75%，净利率+5.47pct至35.23%，销售费用率-6.80pct至11.15%，管理费用率-0.63pct至2.56%。

展望22年，持续深化“1357+10”市场布局，深耕省内基地市场，省外市场夯实全国化战略，江浙沪皖粤等市场稳步突破。其中，华东市场跨越式发展，力争打造珠三角、长三角及大湾区新市场高地。省外优质经销商队伍持续壮大，21年省外经销商2,796家，新增经销商545家。落实“抓青花、强腰部、稳玻汾”产品策略，青花系列价格坚挺，持续释放头部效应，青花30复兴版引领公司高端化进程进一步加速，有望持续实现高速增长。竹叶青立足“健康国酒”定位，调整产品布局及结构优化，拓宽渠道建设打造品牌形象。产品结构优化，高端化全国化同步推进，汾酒品牌势能逐步释放，助力“十四五”发展目标实现。

盈利预测：考虑到Q1业绩超预期，故我们将盈利预测上调至预计公司2022-2024营收为279.59/349.49/419.39亿元，同比+40.00%/25.00%/20.00%，净利润为80.11/104.95/131.34亿元，同比+50.76%/31.01%/25.14%，EPS为6.57/8.60/10.76元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，食品安全风险，疫情反复影响白酒正常消费等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,989.80	19,970.99	27,959.38	34,949.23	41,939.07
增长率(%)	17.76	42.75	40.00	25.00	20.00
EBITDA(百万元)	4,327.46	7,173.21	10,798.71	14,585.81	17,932.87
净利润(百万元)	3,079.23	5,313.61	8,010.69	10,495.10	13,133.84
增长率(%)	58.85	72.56	50.76	31.01	25.14
EPS(元/股)	2.52	4.36	6.57	8.60	10.76
市盈率(P/E)	105.82	61.32	40.68	31.05	24.81
市净率(P/B)	33.33	21.41	14.30	9.80	7.04
市销率(P/S)	23.29	16.32	11.65	9.32	7.77
EV/EBITDA	74.28	51.83	28.03	19.94	15.47

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	253.66元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,220.11
流通A股股本(百万股)	1,215.35
A股总市值(百万元)	331,871.11
流通A股市值(百万元)	330,575.63
每股净资产(元)	15.53
资产负债率(%)	37.47
一年内最高/最低(元)	503.00/228.68

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《山西汾酒-公司深度研究:山西汾酒》2022-04-18
- 《山西汾酒-公司点评:基本面持续向好，汾酒复兴可期》2022-03-13
- 《山西汾酒-半年报点评:营收利润表现亮眼，品牌渠道引领省外扩张》2021-09-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,606.71	6,145.80	16,261.17	28,072.17	41,700.95
应收票据及应收账款	1.68	1.25	1.85	3.00	1.16
预付账款	116.69	162.98	247.12	126.90	322.44
存货	6,353.55	8,189.00	6,584.44	7,016.20	11,276.25
其他	4,729.32	10,786.63	10,377.99	10,727.89	10,719.56
流动资产合计	15,807.96	25,285.67	33,472.58	45,946.16	64,020.37
长期股权投资	39.43	76.36	76.36	76.36	76.36
固定资产	1,762.44	2,246.60	2,068.33	1,890.06	1,711.80
在建工程	527.11	246.82	246.82	246.82	246.82
无形资产	338.95	363.24	352.07	340.90	329.74
其他	1,302.65	1,735.88	1,334.98	1,455.22	1,508.69
非流动资产合计	3,970.58	4,668.90	4,078.56	4,009.36	3,873.40
资产总计	19,778.53	29,954.56	37,551.13	49,955.53	67,893.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,311.44	2,812.25	3,403.30	3,726.56	4,042.20
其他	4,210.95	4,077.05	10,805.14	12,272.35	16,644.67
流动负债合计	6,522.39	6,889.30	14,208.44	15,998.90	20,686.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	84.26	102.63	80.47	89.12	90.74
非流动负债合计	84.26	102.63	80.47	89.12	90.74
负债合计	9,713.60	14,367.80	14,288.91	16,088.03	20,777.61
少数股东权益	287.98	364.03	472.96	622.45	809.30
股本	871.53	1,220.11	1,220.11	1,220.11	1,220.11
资本公积	204.08	451.64	455.81	455.81	455.81
留存收益	8,708.37	13,499.10	21,109.26	31,552.82	44,606.86
其他	(7.02)	51.87	4.08	16.31	24.09
股东权益合计	10,064.94	15,586.76	23,262.23	33,867.50	47,116.17
负债和股东权益总计	19,778.53	29,954.56	37,551.13	49,955.53	67,893.78

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,115.86	5,389.67	8,010.69	10,495.10	13,133.84
折旧摊销	151.77	170.77	189.43	189.43	189.43
财务费用	(49.05)	(1.02)	(83.17)	(164.56)	(259.00)
投资损失	0.11	(82.71)	5.00	20.00	10.00
营运资金变动	(1,364.92)	1,264.60	2,264.17	1,020.29	194.68
其它	156.05	903.79	115.14	154.22	191.99
经营活动现金流	2,009.82	7,645.11	10,501.26	11,714.48	13,460.95
资本支出	344.15	416.57	22.16	(8.65)	(1.62)
长期投资	39.43	36.93	0.00	0.00	0.00
其他	(1,123.38)	(5,290.03)	(28.11)	(19.35)	(16.38)
投资活动现金流	(739.80)	(4,836.54)	(5.95)	(28.00)	(18.00)
债权融资	68.02	46.35	69.95	164.56	259.00
股权融资	(76.60)	655.03	(449.89)	(40.05)	(73.17)
其他	(1,360.82)	(884.57)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,369.40)	(183.19)	(379.94)	124.52	185.83
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(99.38)	2,625.38	10,115.37	11,811.00	13,628.78

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,989.80	19,970.99	27,959.38	34,949.23	41,939.07
营业成本	3,895.51	5,010.58	5,272.71	6,120.29	6,923.32
营业税金及附加	2,503.31	3,729.99	5,312.28	5,979.81	7,213.52
销售费用	2,276.16	3,160.09	4,593.73	5,833.03	7,075.12
管理费用	1,089.08	1,166.66	2,124.91	2,568.77	2,935.73
研发费用	16.67	22.99	41.94	34.95	41.94
财务费用	(68.02)	(33.12)	(83.17)	(164.56)	(259.00)
资产/信用减值损失	3.95	1.67	1.80	2.47	1.98
公允价值变动收益	0.00	27.53	0.47	4.00	4.00
投资净收益	(48.78)	72.16	(5.00)	(20.00)	(10.00)
其他	87.05	(217.02)	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,234.88	7,029.46	10,694.25	14,563.42	18,004.42
营业外收入	5.52	70.89	6.00	6.80	6.85
营业外支出	3.78	9.83	9.00	7.54	8.79
利润总额	4,236.62	7,090.52	10,691.25	14,562.68	18,002.48
所得税	1,120.75	1,700.85	2,565.90	3,917.36	4,680.64
净利润	3,115.86	5,389.67	8,125.35	10,645.32	13,321.84
少数股东损益	36.63	76.06	114.66	150.22	187.99
归属于母公司净利润	3,079.23	5,313.61	8,010.69	10,495.10	13,133.84
每股收益(元)	2.52	4.36	6.57	8.60	10.76

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	17.76%	42.75%	40.00%	25.00%	20.00%
营业利润	48.94%	65.99%	52.13%	36.18%	23.63%
归属于母公司净利润	58.85%	72.56%	50.76%	31.01%	25.14%
获利能力					
毛利率	72.15%	74.91%	81.14%	82.49%	83.49%
净利率	22.01%	26.61%	28.65%	30.03%	31.32%
ROE	31.49%	34.91%	35.15%	31.57%	28.36%
ROIC	114.34%	127.97%	477.81%	-2884.30%	-774.78%
偿债能力					
资产负债率	49.11%	47.97%	38.05%	32.20%	30.60%
净负债率	-45.77%	-39.34%	-69.90%	-82.89%	-88.51%
流动比率	1.64	1.77	2.36	2.87	3.09
速动比率	0.98	1.20	1.89	2.43	2.55
营运能力					
应收账款周转率	3,534.09	13,601.14	18,000.00	14,400.00	20,133.48
存货周转率	2.41	2.75	3.79	5.14	4.59
总资产周转率	0.78	0.80	0.83	0.80	0.71
每股指标(元)					
每股收益	2.52	4.36	6.57	8.60	10.76
每股经营现金流	1.65	6.27	8.61	9.60	11.03
每股净资产	8.01	12.48	18.68	27.25	37.95
估值比率					
市盈率	105.82	61.32	40.68	31.05	24.81
市净率	33.33	21.41	14.30	9.80	7.04
EV/EBITDA	74.28	51.83	28.03	19.94	15.47
EV/EBIT	76.96	53.08	28.53	20.21	15.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com