

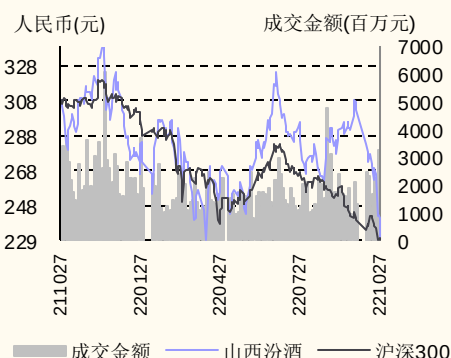
山西汾酒 (600809.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 229.70 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.20
已上市流通 A 股(亿股)	12.18
总市值(亿元)	2,802.51
年内股价最高最低(元)	339.01/228.54
沪深 300 指数	3631
上证指数	2983



相关报告

- 1.《弹性如期而至，势能多点开花-山西汾酒 22Q3 业绩预告点评》，2022.10.13
- 2.《业绩符合预期，预收款高增蓄力后半程-山西汾酒 22 年中报点评》，2022.8.25
- 3.《开门红高质量完成，青花引领拔高品牌势能-山西汾酒 21 年报&22Q1 业绩点评》，2022.4.28
- 4.《22 年开门红向好，青花复兴加速推进-经营公告点评》，2022.3.10
- 5.《清香龙头全国布局加速，经销商大会反馈积极-山西汾酒经销商大会...》，2021.12.28

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchencian@gjzq.com.cn

叶韬 联系人
yetao@gjzq.com.cn

利润端超弹性落地，产品结构持续加速

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,990	19,971	25,963	32,930	40,657
营业收入增长率	17.8%	42.8%	30.0%	26.8%	23.5%
归母净利润(百万元)	3,079	5,314	7,615	10,132	12,924
归母净利润增长率	58.8%	72.6%	43.3%	33.0%	27.6%
摊薄每股收益(元)	3.53	4.36	6.24	8.30	10.59
每股经营性现金流净额	2.31	6.27	6.77	9.22	8.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.5%	34.9%	38.6%	39.4%	38.8%
P/E	106.2	72.5	36.8	27.7	21.7
P/B	33.5	25.3	14.2	10.9	8.4

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10 月 27 日，公司发布 22 年三季报。前三季度实现营收 221.4 亿元，同比+28.3%；实现归母净利 71.1 亿元，同比+45.7%。其中单三季度实现营收 68.1 亿元，同比+32.5%；实现归母净利 21.0 亿元，同比+57.0%。

经营分析

- 利润兑现超预期，高弹性&成长性势能往前。公司实际利润端兑现超此前预告，从产品结构拆分来看：单 Q3 汾酒实现收入 64.6 亿元，同比+36.6%（我们预计单 Q3 青花环比放量下增速或在 50%+，腰部增速 30%左右，玻汾略增）；竹叶青实现收入 1.2 亿元，同比-42.3%；杏花村实现收入 2.0 亿元，同比+10.9%。产品结构延续向上，驱动单季度毛利率+1.7pct。
- 从省内外进度来看，我们预计省内 Q3 末约 85%，省外接近 90%。表观反应下单 Q3 省内实现收入 28.7 亿元，同比+34.1%；省外实现收入 39.2 亿元，同比+31.5%，增速差异不大。目前剩余进度也在稳步推进，省内短期封控扰动预计影响有限，本身渠道库存 1 个月上下并不高，青 20 批价 355 元左右，复兴版批价 810 元左右企稳。
- 从盈利能力看，单 Q3 归母净利率为 30.8%，同比+4.8pct。除毛利率贡献 1.7pct 增量外，主要系营业税金及附加占比同比-2.9pct（前三季度看同比+0.3pct）。此外，单 Q3 销售费用率同比+1.7pct（前三季度同比-2.3pct），管理费用率同比-1.4pct（前三季度同比-0.8pct）。从表观质量看，截至 22Q3 末公司合同负债规模为 47.25 亿元（环比-1.16 亿，同比+0.08 亿），应收款项融资规模为 13.59 亿元（环比-9.87 亿）；单 Q3 销售收现规模为 77.82 亿元，同比+5.1%。公司是板块中少有势能稳步向上的标的，清香复兴正当时，这并非一日之功，前期培育的积淀是根本，包括持续的渠道精细化建设、清香型导入培育等。

投资建议

- 我们预计公司 22-24 年归母净利增速分别为 43.3%/33.0%/27.6%，对应归母净利 76/101/129 亿元；EPS 为 6.24/8.30/10.59 元，对应 PE 分别为 36.8/27.7/21.7X，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险，疫情反复风险，渠道改革不及预期，食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,880	13,990	19,971	25,963	32,930	40,657
增长率		17.8%	42.8%	30.0%	26.8%	23.5%
主营业务成本	-3,336	-3,896	-5,011	-5,811	-6,708	-7,800
%销售收入	28.1%	27.8%	25.1%	22.4%	20.4%	19.2%
毛利	8,544	10,094	14,960	20,152	26,221	32,856
%销售收入	71.9%	72.2%	74.9%	77.6%	79.6%	80.8%
营业税金及附加	-2,253	-2,503	-3,730	-4,751	-5,993	-7,359
%销售收入	19.0%	17.9%	18.7%	18.3%	18.2%	18.1%
销售费用	-2,581	-2,276	-3,160	-3,894	-4,907	-6,017
%销售收入	21.7%	16.3%	15.8%	15.0%	14.9%	14.8%
管理费用	-855	-1,089	-1,167	-1,402	-1,745	-2,114
%销售收入	7.2%	7.8%	5.8%	5.4%	5.3%	5.2%
研发费用	-22	-17	-23	-30	-38	-47
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	2,832	4,209	6,881	10,074	13,538	17,319
%销售收入	23.8%	30.1%	34.5%	38.8%	41.1%	42.6%
财务费用	103	68	33	46	-85	-162
%销售收入	-0.9%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	0.3%	0.4%
资产减值损失	5	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	28	0	0	0
投资收益	-98	-49	72	20	30	40
%税前利润	n.a	n.a	1.0%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	2,843	4,235	7,029	10,144	13,487	17,202
营业利润率	23.9%	30.3%	35.2%	39.1%	41.0%	42.3%
营业外收支	2	2	61	4	4	4
税前利润	2,845	4,237	7,091	10,148	13,491	17,206
利润率	23.9%	30.3%	35.5%	39.1%	41.0%	42.3%
所得税	-792	-1,121	-1,701	-2,434	-3,236	-4,127
所得税率	27.8%	26.5%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	2,054	3,116	5,390	7,714	10,255	13,079
少数股东损益	115	37	76	99	124	154
归属于母公司的净利润	1,939	3,079	5,314	7,615	10,132	12,924
净利率	16.3%	22.0%	26.6%	29.3%	30.8%	31.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,054	3,116	5,390	7,714	10,255	13,079
少数股东损益	115	37	76	99	124	154
非现金支出	137	148	180	206	255	324
非经营收益	-349	-325	-531	-327	-398	-262
营运资金变动	1,235	-929	2,607	661	1,135	-3,042
经营活动现金净流	3,077	2,010	7,645	8,254	11,247	10,098
资本开支	-140	-195	-156	-919	-1,424	-2,113
投资	71	-595	-4,788	-5,242	-4,000	-4,000
其他	97	50	107	20	30	40
投资活动现金净流	28	-740	-4,837	-6,141	-5,394	-6,073
股权募资	110	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-13	0	0
其他	-957	-1,369	-183	-3,123	-4,155	-5,299
筹资活动现金净流	-847	-1,369	-183	-3,136	-4,155	-5,299
现金净流量	2,258	-101	2,625	-1,023	1,699	-1,274

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,964	4,607	6,146	5,118	6,814	5,538
应收款项	2,769	4,423	4,515	5,612	6,788	12,040
存货	5,258	6,354	8,189	8,279	9,373	10,792
其他流动资产	652	425	6,435	11,447	15,474	19,506
流动资产	12,642	15,808	25,286	30,456	38,450	47,877
%总资产	78.7%	79.9%	84.4%	84.2%	84.1%	83.8%
长期投资	26	68	105	105	105	105
固定资产	2,131	2,290	2,493	3,095	4,150	5,836
%总资产	13.3%	11.6%	8.3%	8.6%	9.1%	10.2%
无形资产	322	346	363	457	549	640
非流动资产	3,425	3,971	4,669	5,697	7,243	9,260
%总资产	21.3%	20.1%	15.6%	15.8%	15.9%	16.2%
资产总计	16,068	19,779	29,955	36,153	45,693	57,138
短期借款	0	0	13	0	0	0
应付款项	3,554	3,254	4,223	4,327	5,026	5,852
其他流动负债	4,835	6,375	10,029	11,542	14,276	17,113
流动负债	8,389	9,629	14,265	15,869	19,302	22,964
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	55	84	103	106	111	114
负债	8,443	9,714	14,368	15,975	19,413	23,078
普通股股东权益	7,447	9,777	15,223	19,715	25,693	33,318
其中：股本	872	872	1,220	1,220	1,220	1,220
未分配利润	6,004	8,289	12,941	17,434	23,411	31,037
少数股东权益	178	288	364	463	587	741
负债股东权益合计	16,068	19,779	29,955	36,153	45,693	57,138

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.224	3.533	4.355	6.241	8.304	10.593
每股净资产	8.545	11.218	12.476	16.159	21.059	27.308
每股经营现金净流	3.530	2.306	6.266	6.765	9.218	8.277
每股股利	0.900	0.200	1.800	2.559	3.405	4.343
回报率						
净资产收益率	26.03%	31.49%	34.91%	38.62%	39.43%	38.79%
总资产收益率	12.06%	15.57%	17.74%	21.06%	22.17%	22.62%
投入资本收益率	26.76%	30.66%	33.45%	37.87%	39.08%	38.59%
增长率						
主营业务收入增长率	26.63%	17.76%	42.75%	30.00%	26.83%	23.47%
EBIT增长率	31.79%	48.62%	63.47%	46.41%	34.39%	27.93%
净利润增长率	32.16%	58.85%	72.56%	43.31%	33.05%	27.56%
总资产增长率	35.83%	23.09%	51.45%	20.69%	26.39%	25.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	460.3	544.0	529.7	520.0	510.0	505.0
应付账款周转天数	154.7	160.6	117.8	115.0	113.0	111.0
固定资产周转天数	49.8	46.0	41.1	35.8	33.3	33.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.98%	-45.77%	-78.03%	-80.03%	-83.12%	-72.13%
EBIT利息保障倍数	-27.6	-61.9	-207.7	-220.8	158.9	107.1
资产负债率	52.55%	49.11%	47.97%	44.19%	42.49%	40.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	32	69	110	217
增持	0	4	9	14	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.12	1.11	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-27	买入	391.48	N/A
2	2021-08-27	买入	275.80	N/A
3	2021-10-29	买入	307.10	N/A
4	2021-12-28	买入	321.41	N/A
5	2022-03-10	买入	273.95	N/A
6	2022-04-28	买入	268.85	N/A
7	2022-08-25	买入	263.00	N/A
8	2022-10-13	买入	278.50	N/A

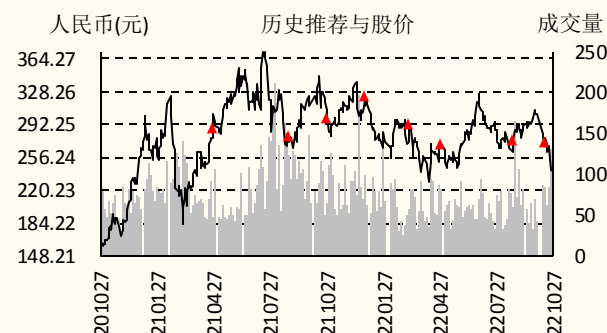
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402