

山西汾酒（600809.SH）

青花系列全国化势能持续释放，驱动公司业绩持续高增长

买入

核心观点

事件：山西汾酒发布前三季度经营情况，前三季度公司预计实现营业总收入约 221 亿元，同比增长 28%；预计实现净利润约 70 亿元，同比增长约 42%。单三季度，预计实现营业总收入约 67.7 亿，同比增长约 32%，实现净利润约 19.5 亿，同比增长约 44%。

疫情好转和青花全国化势能持续释放驱动公司业绩高增长，全年销售目标达成有保障。公司三季度营收持续高增，主要受益于：1）中秋国庆旺季期间，宴席消费出现明显回补；2）大基地市场疫情明显好转；3）青花 20 等全国性大单品持续放量。三季度公司针对疫情灵活调整营销策略，在保证渠道库存合理良性的前提下，提前完成三季度销售任务。我们认为在清香消费群体扩大&青花系列全国化的双重带动下，预计公司全年 25%营收目标达成无虞。

中高端产品青花系列高增长驱动公司利润率提升。单三季度看，公司净利率约 28.7%，同比提升约 2.5pcts，预计主要系产品结构升级下毛利率提升贡献。复兴版经过前期持续控货挺价，旺季批价稳定在 810-830 元左右。2022H1 青花 20/25 收入增速约 50-60%，全国化扩张持续贡献增量。Q3 公司加大青花渠道投放力度，预计旺季期间充分享受宴席消费回补红利。腰部巴拿马继续推进环山西市场扩张，老白汾继续巩固省内市场。玻汾系列，公司严格控制普通玻汾渠道投放，Q3 加大献礼版玻汾的渠道铺市，预计全年配额占比约 5%，进而提升玻汾整体吨价，目前渠道动销进展较为顺利。

长江以南多省消费氛围形成，持续高增长可期，成为公司重要增长极。今年山西省内主要以调结构为主，预计收入增速约 20%。环山西市场，公司在河南、山东等竞争性市场份额均接近 20 亿左右，预计增速在 20-25%左右。在上海、广东等长江以南市场，公司经过前几年的招商扩点+消费者培育，有望接棒打造第三增长曲线。其中，上海市场在 Q2 疫情严重受损的背景下，全年回款有望接近 10 亿；广东市场（含深圳）全年有望实现接近 20 亿回款。中长期看，山西汾酒在长江以南市场的增长空间或大于传统环山西市场。

风险提示：疫情反复；动销不及预期；竞争加剧。

投资建议：全国化势能释放或驱动业绩持续高增长，是确定性和成长性兼具的标的，维持“买入”评级。公司 Q3 业绩如期实现高增，次高端基本面至暗时刻已过，后续积极看好动销环比修复。维持此前盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 257.5/324.3/400.0 亿元，实现归母净利润 74.5/101.4/131.2 亿元，对应 PE 44.3/32.5/25.2X。考虑到多省消费氛围已经形成，青花系列全国化推进驱动业绩持续高增，我们维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

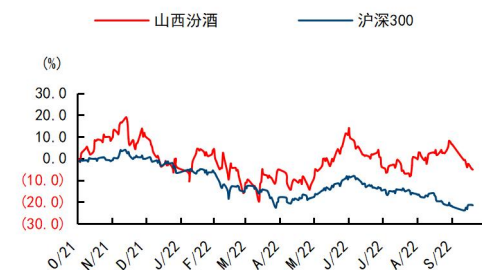
证券分析师：陈青青 0755-22940855
 0755-81983057
 chenqingq@guosen.com.cn
证券分析师：李依琳 010-88005029
 010-88005029
 liyilin1@guosen.com.cn
 S0980520110001 S0980521070002

联系人：李文华
 021-60375461
 liwenhua2@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 270.50 元
 总市值/流通市值 330010/329469 百万元
 52 周最高价/最低价 347.25/228.68 元
 近 3 个月日均成交额 1545.25 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《山西汾酒（600809.SH）-短期业绩有所承压，积极看好未来高端化和全国化》——2022-08-26
 《山西汾酒（600809.SH）-1 季度业绩增长 70%，青花势能强劲，结构持续优化》——2022-04-29
 《山西汾酒（600809.SH）-青花继续引领高增长，开局靓丽，全年可期》——2022-03-11
 《山西汾酒-600809-重大事件快评：2021 年业绩表现亮眼，2022 年成长确定性仍强》——2022-01-26
 《山西汾酒-600809-重大事件快评：董事长平稳交棒，公司经营保持稳健》——2021-12-22

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,990	19,971	25,749	32,429	39,999
(+/-%)	17.8%	42.8%	28.9%	25.9%	23.3%
净利润(百万元)	3079	5314	7445	10145	13115
(+/-%)	58.8%	72.6%	40.1%	36.3%	29.3%
每股收益(元)	3.53	4.36	6.10	8.31	10.75
EBIT Margin	30.1%	34.5%	37.6%	40.3%	42.0%
净资产收益率(ROE)	31.5%	34.9%	35.2%	34.3%	32.0%
市盈率(PE)	76.6	62.1	44.3	32.5	25.2
EV/EBITDA	56.3	48.8	34.9	26.2	20.7
市净率(PB)	24.11	21.68	15.62	11.15	8.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

疫情好转和青花全国化势能持续释放驱动公司业绩高增长，全年销售目标达成有保障。公司三季度营收持续高增，主要受益于：1) 中秋国庆旺季期间，宴席消费出现明显回补；2) 大基地市场疫情明显好转；3) 青花 20 等全国性大单品持续放量。三季度公司针对疫情灵活调整营销策略，在保证渠道库存合理良性的前提下，提前完成三季度销售任务。我们认为在清香消费群体扩大&青花系列全国化的双重带动下，预计公司全年 25% 营收目标达成无虞。

中高端产品青花系列高增长驱动公司利润率提升。单三季度看，公司净利率约 28.7%，同比提升约 2.5pcts，预计主要系产品结构升级下毛利率提升贡献。复兴版经过前期持续控货挺价，旺季批价稳定在 810-830 元左右。2022H1 青花 20/25 收入增速约 50-60%，全国化扩张持续贡献增量。Q3 公司加大青花渠道投放力度，预计旺季期间充分享受宴席消费回补红利。腰部巴拿马继续推进环山西市场扩张，老白汾继续巩固省内市场。玻汾系列，公司严格控制普通玻汾渠道投放，Q3 加大献礼版玻汾的渠道铺市，预计全年配额占比约 5%，进而提升玻汾整体吨价，目前渠道动销进展较为顺利。

长江以南多省消费氛围形成，持续高增长可期，成为公司重要增长极。今年山西省内主要以调结构为主，预计收入增速约 20%。环山西市场，公司在河南、山东等竞争性市场份额均接近 20 亿左右，预计增速在 20-25% 左右。在上海、广东等长江以南市场，公司经过前几年的招商扩点+消费者培育，有望接棒打造第三增长曲线。其中，上海市场在 Q2 疫情严重受损的背景下，全年回款有望接近 10 亿；广东市场（含深圳）全年有望实现接近 20 亿回款。中长期看，山西汾酒在长江以南市场的增长空间或大于传统环山西市场。

投资建议：全国化势能释放或驱动业绩持续高增长，是确定性和成长性兼具的标的，维持“买入”评级。公司 Q3 业绩如期实现高增，次高端基本面至暗时刻已过，后续积极看好动销环比修复。维持此前盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 257.5/324.3/400.0 亿元，实现归母净利润 74.5/101.4/131.2 亿元，对应 PE 44.3/32.5/25.2X。考虑到白酒消费氛围一旦形成，将会有持续较长时间的高增长；山西汾酒多省消费氛围已经形成，青花系列全国化成功的确定性较强，有望驱动公司持续高增长，应享受较高估值溢价，因此我们维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2022 年 10 月 18 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2022E	EPS 2023E	2024E	2022E	PE 2023E	2024E
600809.SH	山西汾酒	买入	270.5	3,300.3	6.1	8.3	10.7	44.3	32.5	25.2
000799.SZ	酒鬼酒	买入	123.4	401.0	4.0	5.5	7.3	31.1	22.3	16.9
600702.SH	舍得酒业	买入	142.0	471.4	4.9	6.6	8.7	29.2	21.4	16.4

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4607	6146	13461	21008	32375	营业收入	13990	19971	25749	32429	39999
应收款项	142	104	162	204	251	营业成本	3896	5011	6000	6896	7951
存货净额	6354	8189	10295	12312	14751	营业税金及附加	2503	3730	4767	5954	7407
其他流动资产	4705	4816	7398	9349	10890	销售费用	2276	3160	3914	4864	5880
流动资产合计	15808	25286	33326	44883	60277	管理费用	1089	1167	1353	1604	1934
固定资产	2290	2493	2437	2383	2319	研发费用	17	23	30	37	46
无形资产及其他	339	363	350	336	323	财务费用	(68)	(33)	(245)	(431)	(667)
投资性房地产	1303	1736	1736	1736	1736	投资收益	(49)	72	(25)	(0)	16
长期股权投资	39	76	100	131	161	资产减值及公允价值变动	0	28	9	12	16
资产总计	19779	29955	37949	49468	64816	其他收入	(10)	(7)	(30)	(37)	(46)
短期借款及交易性金融负债	0	13	4	6	8	营业利润	4235	7029	9914	13516	17480
应付款项	2311	2812	4201	4601	5492	营业外净收支	2	61	21	21	21
其他流动负债	7318	11440	12023	14510	17436	利润总额	4237	7091	9935	13537	17501
流动负债合计	9629	14265	16229	19116	22936	所得税费用	1121	1701	2383	3247	4198
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	37	76	107	145	188
其他长期负债	84	103	124	147	149	归属于母公司净利润	3079	5314	7445	10145	13115
长期负债合计	84	103	124	147	149	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	9714	14368	16353	19264	23085	净利润	3079	5314	7445	10145	13115
少数股东权益	288	364	467	608	789	资产减值准备	(4)	4	0	0	0
股东权益	9777	15223	21129	29597	40942	折旧摊销	150	170	252	271	284
负债和股东权益总计	19779	29955	37949	49468	64816	公允价值变动损失	0	(28)	(9)	(12)	(16)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(68)	(33)	(245)	(431)	(667)
每股收益	3.53	4.36	6.10	8.31	10.75	营运资本变动	(1578)	2305	(2752)	(1100)	(209)
每股红利	0.91	0.14	1.26	1.37	1.45	其它	31	70	103	140	182
每股净资产	11.22	12.48	17.32	24.26	33.56	经营活动现金流	1679	7835	5039	9444	13355
ROIC	35.74%	53.93%	70%	81%	100%	资本开支	0	(396)	(173)	(190)	(190)
ROE	31.49%	34.91%	35%	34%	32%	其它投资现金流	0	(6031)	4020	0	0
毛利率	72%	75%	77%	79%	80%	投资活动现金流	(39)	(6464)	3823	(221)	(221)
EBIT Margin	30%	34%	38%	40%	42%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	35%	39%	41%	43%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	43%	29%	26%	23%	支付股利、利息	(790)	(174)	(1539)	(1677)	(1770)
净利润增长率	59%	73%	40%	36%	29%	其它融资现金流	584	516	(9)	1	2
资产负债率	51%	49%	44%	40%	37%	融资活动现金流	(997)	168	(1548)	(1676)	(1768)
股息率	0.2%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	现金净变动	643	1539	7315	7548	11367
P/E	76.6	62.1	44.3	32.5	25.2	货币资金的期初余额	3964	4607	6146	13461	21008
P/B	24.1	21.7	15.6	11.2	8.1	货币资金的期末余额	4607	6146	13461	21008	32375
EV/EBITDA	56.3	48.8	34.9	26.2	20.7	企业自由现金流	0	7309	4689	8918	12640
						权益自由现金流	0	7826	4866	9247	13149

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032