

复兴提速，来年可期

——山西汾酒（600809）2020年业绩预告点评

要点

事件：2021年1月1日，公司发布2020年年度业绩预增公告，2020年年度实现营业收入比上年同期增加19.11亿元—22.11亿元，同比+16.08%-18.60%，净利润比上年同期增加8.66亿元—11.56亿元，同比将增加41.56%-55.47%。

营收增速超预期，聚焦高端卓有成效：根据业绩预增，我们预计公司2020年度营业收入达139亿，同比增长17%以上，预计2020Q4营业收入35.4亿左右，同比增长28%以上。其中，预计2020年青花系列收入增速达30%以上，玻汾增速达到30%以上，巴拿马金奖和老白汾系列个位数增长。分市场来看，2020年公司省外收入首次超越省内，拥有亿元市场17个，长江以南市场平均收入增速超过50%，汾酒实现全国化进程中的历史性跨越。预计公司将继续采取‘抓两头带中间’的产品策略，以青花系列为核心，高举高打，带动产品价格带上移；以波汾系列为先锋，快速全国化，布局省外市场。

产品结构升级，盈利超预期：我们预计最终全年归母净利润达30亿元，同比增长近50%，预计2020Q4归母净利润达到4.45亿，同比增长80%以上，业绩超预期改善主要由于产品结构升级节奏顺利、2019年同期集中确认费用以及税率下降。以青花系列为代表的次高端酒放量进度良好，迎合次高端白酒规模整体扩容的行业趋势。2020年下半年推出的青花30复兴版冲击1000元价格带，进军高端酒领域，同时，考虑到公司正在推动青花系列价格中枢由青20向青30转变，预计青花系列价格持续提升是大概率事件，公司盈利能力将会持续改善。

天时地利人和皆备，汾酒复兴势不可挡：公司主打青花+波汾的‘抓两头’产品策略迎合了白酒行业高端酒量价齐升、低端扩容，中高端酒整体收缩的大趋势，此为天时；2020年汾酒集团升格成为山西省管重点国家企业，走在国企改革大道的前列，获得山西省政府的大力支持，此为地利；经过多年品牌运作和改革调整，汾酒品牌价值有了根本性的转变，公司内部空前团结，外部市场反应良好，此为人和。2021是十四五的第一年，公司推动‘258’的策略，汾酒+竹叶青双轮驱动，用好五大红利，力争八大增量，有望实现十四五的开门红。

盈利预测、估值与评级：公司2020Q4表现亮眼，全年省外市场增速迅猛，青花表现良好，预计后续仍将延续强势表现，我们上调对公司2020/21/22年营收预测为139.2/167.0/197.5亿元，同比+17.1%/20%/18.3%，上调净利润预测为29.1/35.6/43.8亿元，同比+50.1%/22.3%/23%，2020/21/22年EPS为3.34/4.08/5.02元，当前股价对应2020/21/22年PE为112x/91x/74x，维持‘买入’评级。

风险提示：省外市场渗透不及预期，青花高端系列放量不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,382	11,880	13,916	16,695	19,746
营业收入增长率	55.39%	26.63%	17.14%	19.97%	18.27%
净利润（百万元）	1,467	1,939	2,910	3,560	4,378
净利润增长率	55.36%	32.16%	50.12%	22.33%	22.99%
EPS（元）	1.69	2.22	3.34	4.08	5.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.60%	26.03%	30.40%	29.25%	28.47%
P/E	221	168	112	91	74
P/B	52.1	43.7	34.0	26.8	21.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-04

买入（维持）

当前价：373.63元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

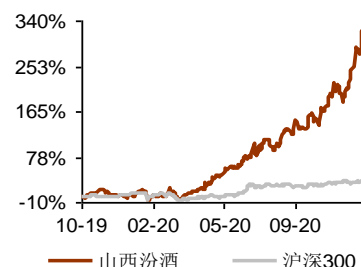
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.72
总市值(亿元)	3256.30
一年最低/最高(元)	74.99/387.00
近3月换手率	37.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	38.11	74.53	307.30
绝对	42.10	87.06	334.87

资料来源：Wind

相关研报

产品优化渠道扩张，业绩超预期——山西汾酒（600809.SH）2020年三季报点评（2020-10-30）

青花占比持续提升，省外开拓进展顺利——山西汾酒（600809.SH）2020年中报点评（2020-08-24）

山西汾酒 (600809.SH)



财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,382	11,880	13,916	16,695	19,746
营业成本	3,170	3,336	3,525	3,969	4,504
折旧和摊销	149	141	205	229	249
税金及附加	1,796	2,253	2,640	3,167	3,745
销售费用	1,627	2,581	2,657	3,336	3,965
管理费用	628	855	751	949	1,103
研发费用	12	22	21	25	30
财务费用	-27	-103	-65	-110	-158
投资收益	1	-98	0	0	0
营业利润	2,177	2,843	4,395	5,361	6,558
利润总额	2,174	2,845	4,428	5,366	6,563
所得税	615	792	1,218	1,476	1,805
净利润	1,560	2,054	3,210	3,890	4,758
少数股东损益	93	115	300	330	380
归属母公司净利润	1,467	1,939	2,910	3,560	4,378
EPS(按最新股本计)	1.69	2.22	3.34	4.08	5.02

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	966	3,077	5,563	4,960	5,790
净利润	1,467	1,939	2,910	3,560	4,378
折旧摊销	149	141	205	229	249
净营运资金增加	1,809	-1,496	-1,721	-259	-180
其他	-2,459	2,493	4,170	1,429	1,343
投资活动产生现金流	-361	28	-228	-275	-280
净资本支出	-75	-140	-220	-250	-280
长期投资变化	4	0	0	0	0
其他资产变化	-290	168	-8	-25	0
融资活动现金流	-776	-847	-720	-853	-1,009
股本变化	0	6	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	1,746	3,096	604	1,565	1,664
净现金流	-171	2,258	4,616	3,832	4,501

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	66.2%	71.9%	74.7%	76.2%	77.2%
EBITDA 率	24.5%	25.0%	32.5%	32.8%	33.7%
EBIT 率	22.9%	23.8%	31.1%	31.5%	32.4%
税前净利润率	23.2%	23.9%	31.8%	32.1%	33.2%
归母净利润率	15.6%	16.3%	20.9%	21.3%	22.2%
ROA	13.2%	12.8%	16.8%	16.5%	16.5%
ROE (摊薄)	23.6%	26.0%	30.4%	29.3%	28.5%
经营性 ROIC	20.5%	31.0%	63.8%	81.4%	102.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	45%	53%	47%	45%	43%
流动比率	1.70	1.51	1.74	1.90	2.07
速动比率	1.10	0.88	1.35	1.53	1.70
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	11,829	16,068	19,098	23,589	28,844
货币资金	1,296	3,964	8,579	12,411	16,911
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	11	6	15	18	21
应收票据	3,695	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	35	35	41	49	58
存货	3,156	5,258	3,522	3,965	4,500
其他流动资产	719	3,250	3,352	3,491	3,643
流动资产合计	9,016	12,642	15,655	20,098	25,319
其他权益工具	0	13	13	13	13
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产	1,599	1,619	1,880	1,981	2,024
在建工程	306	511	248	149	116
无形资产	223	313	307	301	295
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	83	113	113	113	113
非流动资产合计	2,813	3,425	3,442	3,492	3,525
总负债	5,347	8,443	9,047	10,612	12,276
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	854	1,974	1,945	2,070	2,169
应付票据	490	754	797	897	1,018
预收账款	1,653	2,840	2,840	4,325	5,312
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	5,309	8,389	9,006	10,571	12,235
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	39	39	39	39
非流动负债合计	38	55	41	41	41
股东权益	6,482	7,625	10,050	12,977	16,569
股本	866	872	872	872	872
公积金	754	604	604	604	604
未分配利润	4,533	6,004	8,130	10,727	13,938
归属母公司权益	6,214	7,447	9,573	12,170	15,381
少数股东权益	267	178	478	808	1,188

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	17.34%	21.73%	19.09%	19.98%	20.08%
管理费用率	6.70%	7.20%	5.40%	5.69%	5.59%
财务费用率	-0.29%	-0.86%	-0.46%	-0.66%	-0.80%
研发费用率	0.13%	0.19%	0.15%	0.15%	0.15%
所得税率	28%	28%	28%	28%	28%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.75	0.90	1.10	1.34	1.64
每股经营现金流	1.12	3.53	6.38	5.69	6.64
每股净资产	7.18	8.54	10.98	13.96	17.65
每股销售收入	10.84	13.63	15.97	19.16	22.66

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	221	168	112	91	74
PB	52.1	43.7	34.0	26.8	21.2
EV/EBITDA	141.5	109.3	71.0	58.2	47.5
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳