

山西汾酒 (600809)

证券研究报告

2021年01月06日

业绩亮眼十三五圆满收官，十四五青花引领升级，全国化进程坚实推进

事件：12月31日，公司发布2020年度业绩预增公告，公告称公司2020实现业绩大幅提升，营收预计实现138-140亿元，同比增加16.08%-18.60%；净利润预计实现29.50-32.40亿元，同比增加41.56%-55.47%。20Q4营收预计实现34.17-37.17亿元，同比增加24.12%-35.02%；净利润实现4.44-7.34亿元，同比增加83.47%-203.31%。

Q4收入环比改善显著，产品结构升级叠加消费税征收延后实现利润增量。公司收入环比持续改善，随着商务宴请及亲友聚会等消费场景恢复，终端销售逐渐复苏。公司2020年度玻汾及青花系列挺价控货，市场供不应求。渠道预期乐观，库存水平维持在合理水平，渠道推力支撑公司业绩表现。公司净利润增速显著高于收入增速，主要系公司产品结构优化，中高端产品占比不断提高，量价齐升带动整体盈利水平增强。青花30控量销售，渠道利润空间充足，渠道反馈及市场动销良好。另外由于白酒行业对于生产环节征收消费税，2021年春节较晚，我们推断春节备货生产会由20年年底一定程度向21年1月份延后，20年度产量减少消费税税额降低，增大Q4利润空间。

产业结构升级，业绩增速超预期。随着消费者品牌意识提高与强化，白酒消费优势品牌、优势企业、优势产区酒今年下半年表现尤为明显，强势品牌价值扩大，集中度提升，销售渠道将越来越扁平化。公司2020年以“一控三提”为总纲领，优化产品结构，中高端产品占比增加；统筹市场布局，按照“1357”市场布局策略，大力开拓省外市场，进一步下沉营销组织架构，加强可控终端网点建设，实现了营业收入稳定增长，净利润大幅增加。

“低端控速、中端提速、高端稳速”，产品持续升级，省外市场重点打造。公司中高端不断拔高增长，未来持续放量拉升产品结构。目前青花系列占比约三成，未来青花30复兴版抢占千元价格带，先挺价后放量。另一方面，在巩固山西市场同时，加大拓展省外市场，推进长江以南核心地区的精准推进，进一步提升省外营收占比。我们认为汾酒未来会加速推进以青花30为代表的青花系列进军高端市场，重塑品牌价值，渠道精细化管控，产品升级与渠道扩张带来持续发展。

投资建议：由于公司十四五预期乐观，产品结构升级，故调高公司盈利预测，预计2020-2022年实现营收由137/168/198亿元上调至139/174/215亿元，同比增长17.21%/25.31%/23.41%，实现归母净利润由27/34/41亿元上调至29/36/46亿元，同比增长47.62%/27.40%/24.99%。维持“买入”评级。

风险提示：食品安全问题、省外拓展不及预期、新冠疫情控制时间延后。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,381.94	11,880.07	13,924.63	17,448.96	21,533.76
增长率(%)	55.39	26.63	17.21	25.31	23.41
EBITDA(百万元)	2,391.58	2,897.37	4,210.79	5,339.85	6,653.32
净利润(百万元)	1,466.73	1,938.51	2,861.62	3,645.81	4,556.84
增长率(%)	55.36	32.16	47.62	27.40	24.99
EPS(元/股)	1.68	2.22	3.28	4.18	5.23
市盈率(P/E)	222.01	167.98	113.79	89.32	71.46
市净率(P/B)	52.40	43.73	35.92	29.37	23.92
市销率(P/S)	34.71	27.41	23.39	18.66	15.12
EV/EBITDA	11.97	25.34	76.87	59.76	48.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	385.65元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	871.53
流通A股股本(百万股)	865.85
A股总市值(百万元)	336,104.88
流通A股市值(百万元)	333,914.38
每股净资产(元)	10.49
资产负债率(%)	46.24
一年内最高/最低(元)	387.44/75.50

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

娄倩 分析师
SAC执业证书编号：S1110520100002
louqian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《山西汾酒-季报点评:产品结构不断优化升级业绩超预期，费用投入加大省外扩张逻辑持续兑现》2020-10-30
- 《山西汾酒-半年报点评:产品升级费效比提升Q2超预期，清香龙头持续扩张》2020-08-26
- 《山西汾酒-年报点评报告:业绩增长符合预期，期待改革加速》2020-04-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,296.11	3,963.60	1,611.32	6,346.14	3,940.71
应收票据及应收账款	3,706.10	2,734.20	5,560.35	4,718.43	7,676.84
预付账款	103.74	129.58	228.81	155.71	302.26
存货	3,156.05	5,258.12	2,810.56	6,726.34	5,653.84
其他	754.20	556.91	599.09	629.50	654.20
流动资产合计	9,016.19	12,642.41	10,810.14	18,576.13	18,227.87
长期股权投资	4.28	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,598.57	1,620.39	1,947.31	2,291.47	2,661.99
在建工程	305.80	510.64	342.38	253.43	182.06
无形资产	223.24	313.49	303.46	293.42	283.39
其他	680.88	980.83	682.15	775.79	810.55
非流动资产合计	2,812.77	3,425.36	3,275.31	3,614.12	3,937.99
资产总计	11,828.96	16,067.77	14,085.44	22,190.25	22,165.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,343.59	2,727.30	1,346.19	3,360.59	2,749.86
其他	3,965.90	5,661.36	3,281.33	7,119.37	4,899.66
流动负债合计	5,309.49	8,388.66	4,627.52	10,479.96	7,649.52
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	37.86	54.52	36.51	42.96	44.66
非流动负债合计	37.86	54.52	36.51	42.96	44.66
负债合计	5,347.35	8,443.18	4,664.03	10,522.92	7,694.18
少数股东权益	267.45	177.64	355.52	580.37	858.61
股本	865.85	871.53	871.53	871.53	871.53
资本公积	282.39	131.97	131.97	131.97	131.97
留存收益	5,287.40	6,608.02	8,194.37	10,215.43	12,741.53
其他	(221.48)	(164.57)	(131.97)	(131.97)	(131.97)
股东权益合计	6,481.61	7,624.59	9,421.41	11,667.33	14,471.67
负债和股东权益总计	11,828.96	16,067.77	14,085.44	22,190.25	22,165.86

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,381.94	11,880.07	13,924.63	17,448.96	21,533.76
营业成本	3,169.83	3,335.71	3,690.03	4,449.48	5,420.05
营业税金及附加	1,795.59	2,253.37	2,641.50	3,310.07	4,084.95
营业费用	1,626.98	2,581.29	2,548.21	3,262.96	4,028.97
管理费用	545.58	855.40	919.03	1,186.53	1,464.30
研发费用	12.15	22.25	26.46	34.90	43.07
财务费用	(27.34)	(102.69)	(111.39)	(158.99)	(205.53)
资产减值损失	2.21	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.00	(97.80)	0.00	0.00	0.00
其他	78.91	189.12	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,177.02	2,843.42	4,210.80	5,364.01	6,697.96
营业外收入	1.16	3.12	2.00	2.00	2.00
营业外支出	3.76	1.44	1.81	3.50	1.30
利润总额	2,174.42	2,845.10	4,210.99	5,362.51	6,698.66
所得税	614.53	791.53	1,171.50	1,491.85	1,863.57
净利润	1,559.89	2,053.57	3,039.49	3,870.66	4,835.09
少数股东损益	93.16	115.07	177.87	224.85	278.25
归属于母公司净利润	1,466.73	1,938.51	2,861.62	3,645.81	4,556.84
每股收益(元)	1.68	2.22	3.28	4.18	5.23

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	55.39%	26.63%	17.21%	25.31%	23.41%
营业利润	57.20%	30.61%	48.09%	27.39%	24.87%
归属于母公司净利润	55.36%	32.16%	47.62%	27.40%	24.99%
获利能力					
毛利率	66.21%	71.92%	73.50%	74.50%	74.83%
净利率	15.63%	16.32%	20.55%	20.89%	21.16%
ROE	23.60%	26.03%	31.56%	32.88%	33.47%
ROIC	41.41%	43.92%	110.40%	52.71%	103.10%

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,559.89	2,053.57	2,861.62	3,645.81	4,556.84
折旧摊销	149.20	142.14	111.37	134.82	160.89
财务费用	(19.91)	(96.58)	(111.39)	(158.99)	(205.53)
投资损失	(1.00)	(0.22)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(490.69)	1,350.50	(4,000.47)	2,734.08	(4,920.67)
其它	(231.57)	(372.85)	177.87	224.85	278.25
经营活动现金流	965.92	3,076.55	(960.99)	6,580.58	(130.21)
资本支出	(43.54)	436.84	278.01	373.55	448.30
长期投资	0.88	(4.28)	0.00	0.00	0.00
其他	(318.28)	(404.39)	(538.01)	(753.55)	(898.30)
投资活动现金流	(360.94)	28.17	(260.00)	(380.00)	(450.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	77.77	(133.01)	146.54	161.54	208.08
其他	(853.34)	(714.04)	(1,277.82)	(1,627.30)	(2,033.30)
筹资活动现金流	(775.56)	(847.06)	(1,131.28)	(1,465.76)	(1,825.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(170.58)	2,257.66	(2,352.28)	4,734.82	(2,405.43)

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	45.21%	52.55%	33.11%	47.42%	34.71%
净负债率	-20.00%	-51.98%	-17.10%	-54.39%	-27.23%
流动比率	1.70	1.51	2.34	1.77	2.38
速动比率	1.10	0.88	1.73	1.13	1.64
营运能力					
应收账款周转率	3.18	3.69	3.36	3.40	3.47
存货周转率	3.44	2.82	3.45	3.66	3.48
总资产周转率	0.90	0.85	0.92	0.96	0.97
每股指标(元)					
每股收益	1.68	2.22	3.28	4.18	5.23
每股经营现金流	1.11	3.53	-1.10	7.55	-0.15
每股净资产	7.13	8.54	10.40	12.72	15.62
估值比率					
市盈率	222.01	167.98	113.79	89.32	71.46
市净率	52.40	43.73	35.92	29.37	23.92
EV/EBITDA	11.97	25.34	76.87	59.76	48.36
EV/EBIT	12.77	26.63	78.96	61.30	49.56

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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