

山西汾酒 (600809.SH)

青花量价提升，业绩加速增长

事件：公司发布 2020 年业绩快报。2020 年实现收入 140.0 亿元，同比增长 18%，归母净利润 31.1 亿元，同比增长 58%（业绩预告：收入 138-141 亿元，净利润 28-31 亿元）。单四季度来看，实现收入 36.2 亿元，同比增长 33%，归母净利润 6.5 亿元，同比增长 151%。业绩增速超预期，略超市场预期。

青花系列保持高增速，复兴版布局千元势能渐起。分产品来看，我们预计高端青花系列增速领先，维持 35%左右的高增速，收入占比逼近 30%；玻汾收入增速约 30%，收入略高于 30%，金奖 20 年增速约 20%，老白汾收入同比基本持平。目前青花 30 复兴版执行配额制，市场培育情况良好，随着老青花 30 库存消化，后续公司高端产品将定位千元价格带，品牌势能渐起。分区域来看，今年以来，公司营销组织进一步下沉，建立了“31 个省区+10 个直属管理区”的区域营销组织架构。渠道调研反馈，山东、河南市场增速分别为 25%/35%左右。

提价叠加产品结构提升，盈利能力再上新台阶。一方面，公司 2020 年对青花和玻汾进行多次提价，其中青花 30 在 2020 年 6 月大幅提价，玻汾于 2019 年底和 2020Q2 两次提价，青花和玻汾价盘持续提升。另一方面，高端青花占比正逐步提升，青花 30 复兴版也在稳步推广，公司产品结构持续升级。整体来看，公司 2020 年净利率 22.2%，同比提升 5.6pcts，2020Q4 净利率为 17.8%，同比提升 8.3pcts，盈利能力再上新台阶。

春节动销良好，Q1 开门红可期。渠道调研反馈，公司 Q1 回款和动销表现良好，经销商打款比例普遍约 40%，终端动销预计超 30%，渠道库存约 2 个月左右，处于较低水平，其中青花复兴版加速推进，目前省内复兴版供给相对紧缺。作为十四五开局之年，公司 Q1 有望实现开门红，全年规划目标积极，青花系列保持量价齐升趋势，占比持续提升，省外市场逐级放量增长，未来省外占比有望达到 70%以上，全面复兴势头依旧强劲。

盈利预测与投资建议。公司品牌势能向上趋势不变，看好公司主力产品的量价空间，小幅上调 2020-2022 年归母净利润为 31.08/43.28/58.27 亿元（同比+58%/+39%/+35%），对应目前股价的市盈率为 72x/52x/39x，维持目标价至 392 元，对应 2022 年 62 倍 PE，当前估值回调较多，但公司基本面仍旧强劲，十四五规划积极，中长期成长性突出，配置性价比凸显，上调至“买入”评级。

风险提示：青花系列价格走势不及预期，全国化推进不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,382	11,880	13,997	18,265	23,114
增长率 yoy (%)	55.4	26.6	17.8	30.5	26.5
归母净利润（百万元）	1,467	1,969	3,108	4,328	5,827
增长率 yoy (%)	55.4	34.2	57.9	39.2	34.6
EPS 最新摊薄（元/股）	1.68	2.26	3.57	4.97	6.69
净资产收益率 (%)	24.1	26.9	29.4	29.8	29.2
P/E（倍）	153.2	114.2	72.3	51.9	38.6
P/B（倍）	36.2	30.2	21.3	15.5	11.3

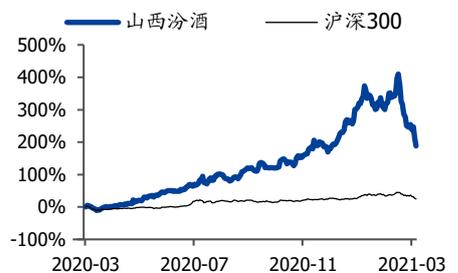
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（调高）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	增持
最新收盘价	257.90
总市值(百万元)	224,767.14
总股本(百万股)	871.53
其中自由流通股(%)	99.35
30 日日均成交量(百万股)	5.44

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

相关研究

- 1、《山西汾酒 (600809.SH)：“十四五”节奏清晰，高质量实现全面复兴》2020-12-28
- 2、《山西汾酒 (600809.SH)：品牌力日盛，青花量价齐升》2020-10-29
- 3、《山西汾酒 (600809.SH)：青花恢复高增，现金流表现亮眼》2020-08-24



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9016	12642	14780	20806	23909	营业收入	9382	11880	13997	18265	23114
现金	1296	3964	2989	8375	7776	营业成本	3170	3336	3662	4578	5649
应收票据及应收账款	3706	6	4368	1340	5883	营业税金及附加	1796	2253	2520	3379	4276
其他应收款	35	35	48	60	77	营业费用	1627	2581	2797	3449	4256
预付账款	104	130	145	213	241	管理费用	628	855	813	908	994
存货	3156	5258	3980	7568	6682	研发费用	12	22	11	18	29
其他流动资产	719	3250	3250	3250	3250	财务费用	-27	-103	-25	-88	-199
非流动资产	2813	3425	4025	5175	6257	资产减值损失	2	0	1	-11	-2
长期投资	4	0	-4	-9	-13	其他收益	2	0	14	13	13
固定资产	1599	1620	2196	3228	4212	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	223	313	319	328	340	投资净收益	1	-98	0	0	0
其他非流动资产	987	1491	1514	1627	1717	资产处置收益	0	1	0	0	0
资产总计	11829	16068	18805	25982	30166	营业利润	2177	2929	4232	6044	8124
流动负债	5309	8389	7954	11129	9765	营业外收入	1	3	5	5	3
短期借款	0	0	1394	0	0	营业外支出	4	1	8	6	5
应付票据及应付账款	1344	2727	1742	3845	3050	利润总额	2174	2931	4229	6043	8122
其他流动负债	3966	5661	4818	7284	6716	所得税	615	792	1057	1627	2177
非流动负债	38	55	55	55	55	净利润	1560	2054	3172	4416	5946
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	93	115	63	88	119
其他非流动负债	38	55	55	55	55	归属母公司净利润	1467	1969	3108	4328	5827
负债合计	5347	8443	8009	11183	9820	EBITDA	2285	2868	4301	6110	8154
少数股东权益	267	178	241	329	448	EPS (元)	1.68	2.26	3.57	4.97	6.69
股本	866	872	872	872	872						
资本公积	282	132	132	132	132						
留存收益	5005	6476	8696	11685	16046						
归属母公司股东权益	6214	7447	10555	14469	19898						
负债和股东权益	11829	16068	18805	25982	30166						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	966	3077	-1660	8452	955
净利润	1560	2054	3172	4416	5946
折旧摊销	149	142	134	195	273
财务费用	-27	-103	-25	-88	-199
投资损失	-1	98	0	0	0
营运资金变动	-481	1175	-4941	3929	-5065
其他经营现金流	-234	-289	0	-0	-0
投资活动现金流	-361	28	-734	-1345	-1355
资本支出	75	161	604	1155	1087
长期投资	-310	71	4	4	4
其他投资现金流	-596	260	-126	-186	-264
筹资活动现金流	-776	-847	25	-326	-198
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	6	0	0	0
资本公积增加	40	-150	0	0	0
其他筹资现金流	-816	-702	25	-326	-198
现金净增加额	-171	2258	-2369	6781	-599

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	55.4	26.6	17.8	30.5	26.5
营业利润(%)	57.2	34.5	44.5	42.8	34.4
归属于母公司净利润(%)	55.4	34.2	57.9	39.2	34.6
获利能力					
毛利率(%)	66.2	71.9	73.8	74.9	75.6
净利率(%)	15.6	16.6	22.2	23.7	25.2
ROE(%)	24.1	26.9	29.4	29.8	29.2
ROIC(%)	24.5	26.6	26.1	29.8	28.9
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	52.5	42.6	43.0	32.6
净负债比率(%)	-19.5	-51.5	-14.4	-56.3	-38.0
流动比率	1.7	1.5	1.9	1.9	2.4
速动比率	0.9	0.5	0.9	0.9	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.2	6.4	6.4	6.4	6.4
应付账款周转率	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.26	3.57	4.97	6.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	3.53	-1.91	9.70	1.10
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.54	12.11	16.60	22.83
估值比率					
P/E	153.2	114.2	72.3	51.9	38.6
P/B	36.2	30.2	21.3	15.5	11.3
EV/EBITDA	97.9	77.1	52.0	35.5	26.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、青花高举高打，玻汾培育氛围	4
二、省内巩固基本盘，省外加速全国化.....	4
三、未来展望：“十四五”良好开局，加速实现全面复兴	5
四、盈利预测与投资建议.....	6
五、风险提示	6

图表目录

图表 1: 2019 年以来青花系列提价情况.....	4
图表 2: 山西省内酒企竞争格局	5
图表 3: 省内外经销商数量 (家)	5

一、青花高举高打，玻汾培育氛围

青花系列保持高增速，复兴版布局千元势能渐起。公司此前于2009-2011年底青花系列进行大量的广告投入，塑造品牌，使得青花品牌具备辐射全国的品牌力。近年来，青花品牌力日盛，过去3年青花系列保持50%以上的高增速，维持量价齐升的趋势。即使在2020年疫情的影响下，我们预计青花系列仍有35%左右的高增速，收入占比已经逼近30%。同时，公司也于2020年推出青花30复兴版，执行配额制，市场培育情况良好，随着老青花30库存消化，后续公司高端产品将定位千元价格带，品牌势能渐起。

图表1: 2019年以来青花系列提价情况

日期	内容
2019年5月	53/48度青花30开票价分别上涨25/35元，建议终端价为738元
2019年7月	53/48度青花30开票价分别上涨25/35元，建议终端价为788/768元
2020年6月	53/48度青花30开票价分别上涨100元，青花20开票价每瓶上涨20元

资料来源: 酒业家、渠道调研、国盛证券研究所

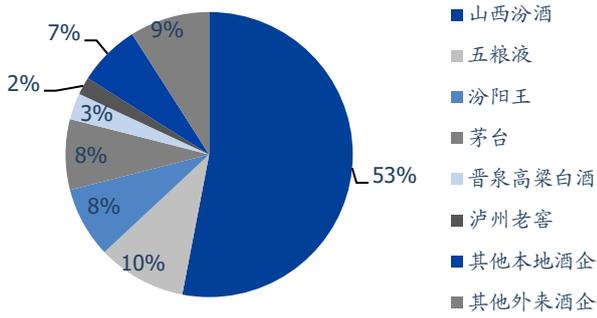
玻汾持续放量，培育清香消费群体。玻汾作为汾酒系列入门级产品，但是在推进全国化布局中可以起到培育清香消费者群体的作用。公司对环山西以外市场加大招商和铺市陈列，努力营造消费氛围、加大宣传力度，提升消费者点击率，助力玻汾在全国加速放量。随着省外铺货率持续提升，玻汾近三年复合增速30%以上。

提价叠加产品结构提升，盈利能力再上新台阶。一方面，公司2020年对青花和玻汾进行多次提价，其中青花30在2020年6月大幅提价，玻汾于2019年底和2020Q2两次提价，青花和玻汾价盘持续提升。另一方面，高端青花占比正逐步提升，青花30复兴版也在稳步推广，公司产品结构持续升级。整体来看，公司2020年净利率22.2%，同比提升5.6pcts，2020Q4净利率为17.8%，同比提升8.3pcts，盈利能力再上新台阶。

二、省内巩固基本盘，省外加速全国化

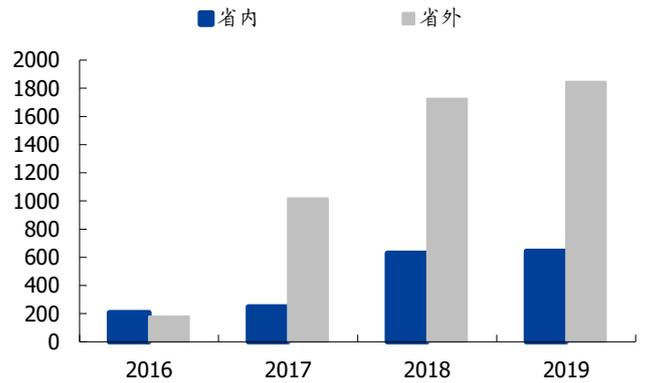
省内基本盘持续巩固。当前，公司省内目前市占率已超50%，很难有进一步增长空间，同时近年山西省经济发展处于转型阶段，省内消费升级现象相对省外不够明显，所以省内在公司发展中更多承担稳固基本盘的角色，考虑到省内产品SKU相对更为丰富、临近价格带有不同产品选择，未来消费升级发生亦能把握机会。

图表 2: 山西省内酒企竞争格局



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 3: 省内外经销商数量(家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

省外深化下沉力度, 全国化步伐加速。2014年, 汾酒销售公司在全国成立了五大区域事业部和三大直属销售区, 形成以大区为基本管理单位的销售模式, 初步将汾酒总部集权下放至各区域市场前沿, 提高销售组织的反应和决策速度。2019年, 取消大区管理, 建立起以省区为基本管理单元的销售管理模式, 垂直管理, 进一步提高管理效率和反应速度。今年以来, 公司营销组织进一步下沉, 建立了“31个省区+10个直属管理区”的区域营销组织架构。渠道调研反馈, 山东、河南市场增速分别为 25%/35%左右。

省外空间仍足, 继续强化清香消费氛围。我们预计公司省外填补空白市场、铺货与产品导入等“0到1”式增长还能持续3年。目前公司北方地区的增长着眼于“抓两头带中间”, 补全产品体系与强化清香消费氛围共同贡献增长, 在华东、华南地区则是致力于“一地一策”战略的指导下加紧铺货, 让消费者看得到汾酒, 再进行消费氛围培育。

三、未来展望: “十四五”良好开局, 加速实现全面复兴

春节动销良好, Q1开门红可期。渠道调研反馈, 公司Q1回款和动销表现良好, 经销商打款比例普遍约40%, 终端动销预计超30%, 渠道库存约2个月左右, 处于较低水平, 其中青花复兴版加速推进, 目前省内复兴版供给相对紧缺。

公司在国改后仍在发展快车道上, 全面复兴仍处进行时。1) 产品端, 公司坚持青花汾突破, 玻汾稳中有升格局, 高端匀速, 中端加速, 低端控速, 进一步优化产品结构, 提升中高端占比, 竹叶青以健康价值为核心, 推动终端建设战、样本市场攻坚战和新型渠道战三大战役建设; 2) 渠道端, 省外市场正在逐级放量增长, 未来省外占比有望达到70%以上, 全国化势头不减; 3) 品牌端, 作为老四大名酒、清香龙头, 围绕品质、文化、历史核心优势, 进一步巩固品牌形象。我们认为作为十四五开局之年, 公司全年规划目标积极, 青花系列保持量价齐升趋势, 占比继续提升, 省外市场逐级放量增长, 未来省外占比有望达到70%以上, 全面复兴势头依旧强劲。

四、盈利预测与投资建议

公司品牌势能向上趋势不变，看好公司主力产品的量价空间，小幅上调 2020-2022 年归母净利润为 31.08/43.28/58.27 亿元（同比+58%/+39%/+35%），对应目前股价的市盈率为 72x/52x/39x，维持目标价至 392 元，对应 2022 年 62 倍 PE，当前估值回调较多，但公司基本面仍旧强劲，十四五规划积极，中长期成长性突出，配置性价比凸显，上调至“买入”评级。

五、风险提示

青花系列价格走势不及预期，全国化推进不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com