

公司研究

利润弹性释放，21年有望继续乘风破浪

——山西汾酒（600809.SH）2020年度业绩快报点评

要点

事件：2021年3月9日，公司发布2020年度业绩快报，初步核算2020年实现营业收入139.96亿元，同比增长17.69%，实现归母净利润31.06亿元，同比增长57.75%，净利润增速再次略超出预期。2020Q4单季实现收入36.22亿元，同比增长31.52%，实现归母净利润6.45亿元，同比增长165.43%。

各大产品线全面发力，产品结构持续优化叠加税金减少共同推动公司2020年净利润高增。（1）分产品来看，2020年青花系列呈现量价齐升趋势，收入增长30%以上，占比估计在25%-30%之间；老白汾系列实现个位数增长，增速放缓主要受疫情对消费场景影响；玻汾继续保持较高增速，收入增长30%以上，占比估计为32%左右；巴拿马系列四季度动销改善，全年收入增长估计在20%左右。公司采取“抓两头带中间”的产品策略，重点打造青花系列，2020年下半年推出青花30复兴版冲击千元价格带，发力高端市场，并以青花30为抓手，推动青花系列价格带上移。（2）分市场来看，2020年公司省外市场收入首次超过省内，收入过亿市场达到17个，江浙沪皖等长江以南市场为公司近两年的布局重点，平均收入增速超过50%，华北市场玻汾快速放量，占比接近50%。公司继续凭借青花和玻汾系列发力省外市场，全国化扩张顺利推进。（3）疫情拖累生产，公司2020年的销售包含2019库存商品，导致公司实缴消费税减少带动税金及附加项下降，与结构升级一同推动公司2020年净利润实现高增。

市场动销表现良好，21年Q1有望延续高增长。市场动销方面，目前经销商回款进度30-40%，预计3月底可以实现40%以上。在河南等重点市场，青花20与青花30批价相对稳定，青20批价335-340元，青30批价720-750元，复兴版调价较为顺利，春节前打款价869元，市场成交价1000元以上，后续伴随复兴版全面投放，老版青30库存逐渐消化，年内有望实现青30产品迭代。另外一方面，玻汾出厂价持续小幅上调，市场需求持续旺盛。公司控货保价策略执行得当，经销商库存水平基本在一个月以内。综合来看，2021年Q1动销表现亮眼，营收增速有望延续高增。

盈利预测、估值与评级：公司品牌价值深厚，产品升级与全国化布局持续推进。维持公司2020/21/22年营业收入预测为139.97/166.95/197.46亿元。考虑税金减少及产品结构升级，上调2020年净利润预测至31.06亿元（前次29.1亿元），维持2021-2022年净利润预测为35.60/43.80亿元，折合2020/21/22年EPS为3.56/4.08/5.02元，当前股价对应PE为72/63/51倍，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	13,997	16,695	19,746
营业收入增长率	55.39%	26.63%	17.82%	19.28%	18.27%
净利润（百万元）	1,467	1,939	3,106	3,560	4,378
净利润增长率	55.36%	32.16%	60.23%	14.61%	22.99%
EPS（元）	1.69	2.22	3.56	4.08	5.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.60%	26.03%	31.80%	28.80%	28.11%
P/E	152	116	72	63	51
P/B	35.9	30.2	23.0	18.2	14.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-09

买入（维持）

当前价：257.90元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

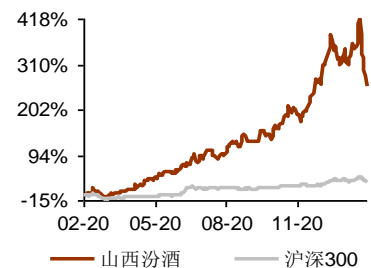
021-52523689

chenyt@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	8.72
总市值(亿元)	2247.68
一年最低/最高(元)	76.48/464.97
近3月换手率	52.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-29.28	-8.33	150.84
绝对	-41.85	-7.75	175.20

资料来源：Wind

相关研报

复兴提速，来年可期——山西汾酒（600809.SH）2020年业绩预告点评（2021-01-04）

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）

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	13,997	16,695	19,746
营业成本	3,170	3,336	3,814	3,969	4,504
折旧和摊销	149	141	205	229	249
税金及附加	1,796	2,253	2,239	3,167	3,745
销售费用	1,627	2,581	2,799	3,336	3,965
管理费用	628	855	957	949	1,103
研发费用	12	22	27	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	4,232	5,361	6,558
利润总额	2,174	2,845	4,235	5,366	6,563
所得税	615	792	1,016	1,476	1,805
净利润	1,560	2,054	3,219	3,890	4,758
少数股东损益	93	115	113	330	380
归属母公司净利润	1,467	1,939	3,106	3,560	4,378
EPS(按最新股本计)	1.69	2.22	3.56	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	5,592	4,940	5,790
净利润	1,467	1,939	3,106	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	-260	-180
其他	-2,459	2,493	4,001	1,410	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	-856	-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	928	1,241	1,664
净现金流	-171	2,258	4,644	3,809	4,501

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	66.2%	71.9%	72.8%	76.2%	77.2%
EBITDA 率	24.5%	25.0%	31.2%	32.8%	33.7%
EBIT 率	22.9%	23.8%	29.7%	31.5%	32.4%
税前净利润率	23.2%	23.9%	30.3%	32.1%	33.2%
归母净利润率	15.6%	16.3%	22.2%	21.3%	22.2%
ROA	13.2%	12.8%	16.6%	16.5%	16.5%
ROE (摊薄)	23.6%	26.0%	31.8%	28.8%	28.1%
经营性 ROIC	20.5%	31.0%	64.3%	81.4%	102.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	45%	53%	48%	45%	43%
流动比率	1.70	1.51	1.71	1.90	2.07
速动比率	1.10	0.88	1.31	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	19,430	23,595	28,850
货币资金	1,296	3,964	8,607	12,417	16,917
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	3,810	3,965	4,500
其他流动资产	719	3,250	3,356	3,491	3,643
流动资产合计	9,016	12,642	15,988	20,104	25,325
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	9,371	10,612	12,276
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	854	1,974	2,104	2,070	2,169
应付票据	490	754	862	897	1,018
预收账款	1,653	2,840	3,486	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	9,330	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	10,059	12,983	16,575
股本	866	872	872	872	872
公积金	754	604	604	604	604
未分配利润	4,533	6,004	8,326	10,920	14,132
归属母公司权益	6,214	7,447	9,769	12,363	15,574
少数股东权益	267	178	290	620	1,000

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	17.34%	21.73%	20.00%	19.98%	20.08%
管理费用率	6.70%	7.20%	6.84%	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%	0.19%	0.15%	0.15%
所得税率	28%	28%	24%	28%	28%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.75	0.90	1.11	1.34	1.64
每股经营现金流	1.12	3.53	6.42	5.67	6.64
每股净资产	7.18	8.54	11.21	14.19	17.87
每股销售收入	10.84	13.63	16.06	19.16	22.66

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	152	116	72	63	51
PB	35.9	30.2	23.0	18.2	14.4
EV/EBITDA	97.9	75.4	50.4	39.7	32.3
股息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%

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

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------