

山西汾酒（600809）

公司研究/点评报告

省外扩张进展顺利，产品结构推升利润高增

——山西汾酒（600809）2020 年业绩快报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 03 月 10 日

一、事件概述

3 月 9 日山西汾酒发布 2020 年业绩快报，报告期内实现营收 139.96 亿元，同比+17.69%；实现归母净利润 31.06 亿元，同比+57.75%。折合 Q4 单季度公司实现营收/归母净利润 36.22/6.45 亿元，同比+31.54%/+165.73%。此次业绩快报，收入增速落于此前业绩预告公告+16.08%-18.60%中位数附近，利润增速高于此前业绩预告+41.56%-55.47%上限。

二、分析与判断

➤ 省外扩张顺利，青花及玻汾高增态势确定

公司预计 2020 年实现收入 139.96 亿元，同比+17.69%，折合 20Q4 实现收入 36.22 亿元，同比+31.54%，延续环比提速的增长态势。**分产品看**，预计汾酒整体收入增长超 20%，主要得益于青花系列及玻汾的快速增长，预计青花系列收入增速 30%以上、玻汾收入增速 25%以上。青花系列运作渐入佳境，年内提价显著提升渠道打款积极性，同时老版青花 30 停产在即，20Q4 经销商打款意愿强烈，两大因素共同推动青花系列 20H2 显著提速。**分市场看**，省外市场扩展顺利，新增经销商主要为汾酒及杏花村系列酒的省外经销商。2020 年前三季度，省外市场增速超 23%，显著高于省内市场 2%的增速。全年来看预计省外市场增速大概率接近 30%，显著高于省内市场个位数的增速。

➤ 利润端增速显著高于收入端，产品结构提升显著提升毛利率

2020 年前三季度公司销售毛利率为 72.17%，同比+2.98ppt，主要系青花汾酒增长优化产品结构，同时玻汾提价提高了产品盈利能力所致。伴随 20Q4 青花预计贡献收入增长更大，预计全年毛利率相较于前三季度的 72%仍有显著提升空间。费用端预计总体保持相对稳定，前三季度整体期间费用率提升 1.04ppt 至 25.31%，但由于 20Q4 动销及渠道备货顺畅，预计全年费用率相较前三季度有小降可能。此外，业绩快速增长也与 2020 年税金及所得税等相关税种相较 2019 年显著走低有较大关系。

➤ “十三五”圆满收官，期待“十四五”新发展

“十三五”是汾酒改革的关键时期，公司在股权结构、内部治理、组织架构与市场及产品战略多方面积极改革进取，“十三五”圆满收官。展望“十四五”，公司将以业绩为重要指标，对各阶段规划清晰合理，力争在 2025 年实现“1357”市场布局，省外销售收入占比提高至 70%以上，以青花汾酒为代表的中高端产品持续增长，助力“汾老大”品牌复兴的征程。“十四五”汾酒营销工作将按三个阶段有序推进：2021 年是营销深入调整期，着力解决经销商结构与营销体系管理创新问题，解决产品升级、品牌聚焦与渠道利润等问题；2022-2023 年是转型发展期，持续发力长江以南市场、实现杏花村品牌销售规模和质量不断提升；2024-2025 年时营销加速期，实现青花汾酒规模的历史性突破，汾酒、杏花村两大品牌相互支撑，完成“1357”市场布局。

三、盈利预测与投资建议

结合公司此次业绩快报，我们调整此前盈利预测。预计 2020-2022 年公司实现营业收入 139.96/167.07/195.31 亿元，同比+17.8%/+19.4%/16.9%；归属上市公司净利润 31.05/37.33/46.42 亿元，同比+60.2%/+20.2%/+24.3%，折合 EPS 为 3.56/4.28/5.33 元，对应 PE 分别为 72X/60X/48X。公司估值水平高于 2021 年白酒板块整体预期的 40 倍 PE，但考虑到公司省外扩张态势良好，长期成长确定性较高，维持“推荐”评级。

四、风险提示

省外扩张不及预期，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

推荐

维持评级

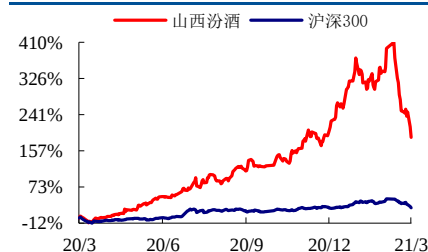
当前价格： 257.90 元

交易数据

2021-03-09

近 12 个月最高/最低(元)	464.97/79.21
总股本(百万股)	871.53
流通股本(百万股)	865.85
流通股比例(%)	99%
总市值(亿元)	2247.67
流通市值(亿元)	2233.02

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 山西汾酒（600809）2020 年度业绩预增点评：品牌加速复兴，业绩表现亮眼
2. 山西汾酒（600809）点评报告：改革奋进正当时，品牌复兴在路上

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,880	13,996	16,707	19,531
增长率（%）	26.6	17.8	19.4	16.9
归属母公司股东净利润（百万元）	1,939	3,105	3,733	4,642
增长率（%）	32.2	60.2	20.2	24.3
每股收益（元）	2.23	3.56	4.28	5.33
PE（现价）	115.4	72.4	60.2	48.4
PB	30.2	17.9	14.5	11.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,880	13,996	16,707	19,531
营业成本	3,336	3,639	4,210	4,590
营业税金及附加	2,253	2,667	3,176	3,717
销售费用	2,581	2,526	3,149	3,574
管理费用	855	929	1,088	1,256
研发费用	22	18	22	25
EBIT	2,832	4,217	5,062	6,369
财务费用	(103)	(119)	(150)	(114)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	(98)	0	0	0
营业利润	2,843	4,337	5,214	6,484
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	2,845	4,337	5,215	6,484
所得税	792	1,207	1,451	1,804
净利润	2,054	3,130	3,764	4,680
归属于母公司净利润	1,939	3,105	3,733	4,642
EBITDA	2,974	4,364	5,208	6,517
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3964	7516	7587	15661
应收账款及票据	2734	4375	4534	5703
预付款项	130	130	157	168
存货	5258	2463	7314	2885
其他流动资产	522	522	522	522
流动资产合计	12642	17799	22886	27754
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1620	1605	1609	1603
无形资产	313	344	398	438
非流动资产合计	3425	3364	3412	3397
资产合计	16068	21163	26298	31152
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2727	2259	3028	3075
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8389	8331	10494	11537
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	55	55	55	55
负债合计	8443	8386	10548	11591
股本	872	872	872	872
少数股东权益	178	203	234	272
股东权益合计	7625	12777	15750	19560
负债和股东权益合计	16068	21163	26298	31152

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	26.6	17.8	19.4	16.9
EBIT 增长率	31.8	48.9	20.1	25.8
净利润增长率	32.2	60.2	20.2	24.3
盈利能力				
毛利率	71.9	74.0	74.8	76.5
净利润率	16.3	22.2	22.3	23.8
总资产收益率 ROA	12.1	14.7	14.2	14.9
净资产收益率 ROE	26.0	24.7	24.1	24.1
偿债能力				
流动比率	1.5	2.1	2.2	2.4
速动比率	0.9	1.8	1.5	2.2
现金比率	0.5	0.9	0.7	1.4
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	454.0	381.9	418.0	399.9
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	2.2	3.6	4.3	5.3
每股净资产	8.5	14.4	17.8	22.1
每股经营现金流	3.5	5.0	1.2	10.4
每股股利	0.9	0.8	0.9	1.0
估值分析				
PE	115.4	72.4	60.2	48.4
PB	30.2	17.9	14.5	11.7
EV/EBITDA	73.7	49.6	41.5	32.0
股息收益率	0.3	0.3	0.4	0.4

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,054	3,130	3,764	4,680
折旧和摊销	147	147	146	148
营运资金变动	1,235	1,067	(2,854)	4,249
经营活动现金流	3,087	4,345	1,055	9,077
资本开支	140	73	194	133
投资	71	0	0	0
投资活动现金流	28	(73)	(194)	(133)
股权募资	110	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(847)	(719)	(791)	(870)
现金净流量	2,268	3,553	71	8,074

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。