

## 山西汾酒 (600809.SH) 2020 年圆满收官，一季度开门红可期

2021 年 03 月 10 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (联系人)

zhangyuguang@kysec.cn

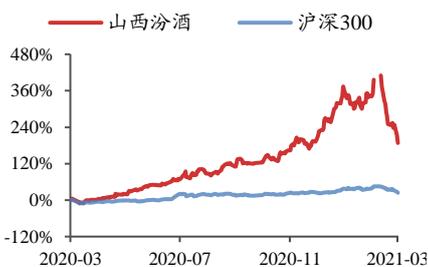
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790120040011

日期	2021/3/9
当前股价(元)	257.90
一年最高最低(元)	464.97/77.00
总市值(亿元)	2,247.67
流通市值(亿元)	2,233.02
总股本(亿股)	8.72
流通股本(亿股)	8.66
近 3 个月换手率(%)	52.45

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-三年改革圆满收官, 开启“十四五”复兴新征程》-2021.1.4

《公司信息更新报告-旺季顺利过渡, 全年目标达成可期》-2020.10.30

《公司信息更新报告-二季度成绩靓丽, 旺季顺利过渡可期》-2020.8.25

### ● 改革成果显著, 未来发展路径清晰, 维持“买入”评级

事件: 公司发布 2020 年度业绩快报: 2020 年实现营业总收入 140.0 亿元, 同比同期调整后数据+17.7%; 实现归母净利润 31.1 亿元, 同比同期调整后数据+57.8%。其中 2020Q4 实现营业总收入 36.2 亿元, 同比同期调整后数据+31.5%; 实现归母净利润 6.4 亿元, 同比同期调整后数据+165.7%。由于收入增长超预期, 我们上调盈利预测, 预计 2020-2022 归母净利润分别为 31.1 亿元 (+0.02)、42.9 亿元 (+3.2)、54.7 亿元 (+5.2) 亿元, EPS 分别为 3.56 元 (+0.00)、4.92 元 (+0.37)、6.27 元 (+0.58), 当前股价对应 PE 分别为 72.4、52.4、41.1 倍, 维持“买入”评级。

### ● 疫情下公司逆势增长, 结构升级与全国化顺利推进

2020 年青花系列和玻汾系列提价顺畅, 全国化持续推进。单四季度净利润增速远高于全年, 主要原因应是四季度回款顺利, 营收提速; 其次由于提价效应, 2020Q4 净利率有较大幅度提升。未来五年公司仍处在市场拓展与结构升级的黄金成长阶段, 同时提价与结构升级仍将进行, 全年净利率仍有上行空间。

### ● 2021 春节期间动销旺盛, 预计一季度实现开门红可期

春节期间公司产品动销顺畅, 叠加同期疫情影响导致基数较低, 预计 2020Q1 收入端仍有较快增长。由于青花 20、巴拿马 20 有提价预期, 春节期间这两款产品渠道回款积极性高, 推动 2021Q1 产品结构较同期有明显优化。我们预计公司一季度净利率也有较好表现。

### ● 深化机制改革, 不断完善市场管理制度, 看好公司实现又快又好发展

公司将持续深化内部机制改革, 优化选、育、用的人才机制, 完善考核激励制度, 推进营销干部市场化、年轻化。不断完善市场管理制度, 比如经销商分级制度、费用管理制度、风险防范制度、监督管理制度等。十四五期间, 公司在快速发展的同时, 也将更加注重发展质量, 我们看好未来公司营销的健康发展。

**风险提示:** 宏观经济波动导致需求下滑, 公司全国化进展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	13,956	17,462	20,642
YOY(%)	55.4	26.6	17.5	25.1	18.2
归母净利润(百万元)	1,467	1,939	3,106	4,290	5,466
YOY(%)	55.4	32.2	60.2	38.1	27.4
毛利率(%)	66.2	71.9	73.1	77.3	79.5
净利率(%)	15.6	16.3	22.3	24.6	26.5
ROE(%)	24.1	26.9	31.3	31.8	30.0
EPS(摊薄/元)	1.68	2.22	3.56	4.92	6.27
P/E(倍)	153.2	115.9	72.4	52.4	41.1
P/B(倍)	36.2	30.2	23.0	16.8	12.4

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	9016	12642	15001	17659	20472
现金	1296	3964	2980	7296	6659
应收票据及应收账款	3706	6	4355	1102	5349
其他应收款	35	35	48	55	66
预付账款	104	130	145	198	207
存货	3156	5258	4223	5758	4941
其他流动资产	719	3250	3250	3250	3250
<b>非流动资产</b>	2813	3425	4011	4931	5579
长期投资	4	0	-4	-9	-13
固定资产	1599	1620	2185	3025	3643
无形资产	223	313	319	328	340
其他非流动资产	987	1491	1511	1586	1609
<b>资产总计</b>	11829	16068	19012	22590	26051
<b>流动负债</b>	5309	8389	8995	8981	7700
短期借款	0	0	2147	0	0
应付票据及应付账款	1344	2727	1860	2969	2207
其他流动负债	3966	5661	4988	6012	5493
<b>非流动负债</b>	38	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	55	55	55	55
<b>负债合计</b>	5347	8443	9050	9036	7754
少数股东权益	267	178	193	215	242
股本	866	872	872	872	872
资本公积	282	132	132	132	132
留存收益	5005	6476	7901	9861	12622
<b>归属母公司股东权益</b>	6214	7447	9768	13339	18054
负债和股东权益	11829	16068	19012	22590	26051

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	966	3077	-1647	8224	828
净利润	1560	2054	3121	4312	5494
折旧摊销	149	142	134	188	248
财务费用	-27	-103	-21	-66	-182
投资损失	-1	98	0	0	0
营运资金变动	-481	1175	-4882	3790	-4731
其他经营现金流	-234	-289	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-361	28	-719	-1108	-896
资本支出	75	161	590	924	652
长期投资	-310	71	4	4	4
其他投资现金流	-596	260	-125	-180	-239
<b>筹资活动现金流</b>	-776	-847	-763	-653	-570
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	-763	-653	-570
<b>现金净增加额</b>	-171	2258	-3130	6462	-637

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	9382	11880	13956	17462	20642
营业成本	3170	3336	3759	3957	4241
营业税金及附加	1796	2253	2554	3318	3922
营业费用	1627	2581	2568	3318	3922
管理费用	628	855	851	1065	1259
研发费用	12	22	15	25	30
财务费用	-27	-103	-21	-66	-182
资产减值损失	2	0	0	0	0
其他收益	2	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-98	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	2177	2843	4231	5846	7451
营业外收入	1	3	6	6	6
营业外支出	4	1	3	2	2
<b>利润总额</b>	2174	2845	4235	5850	7454
所得税	615	792	1113	1539	1961
<b>净利润</b>	1560	2054	3121	4312	5494
少数股东损益	93	115	16	22	27
<b>归母净利润</b>	1467	1939	3106	4290	5466
EBITDA	2285	2868	4330	5949	7493
EPS(元)	1.68	2.22	3.56	4.92	6.27

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	55.4	26.6	17.5	25.1	18.2
营业利润(%)	57.2	30.6	48.8	38.2	27.4
归属于母公司净利润(%)	55.4	32.2	60.2	38.1	27.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	66.2	71.9	73.1	77.3	79.5
净利率(%)	15.6	16.3	22.3	24.6	26.5
ROE(%)	24.1	26.9	31.3	31.8	30.0
ROIC(%)	24.5	26.3	25.9	31.7	29.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.2	52.5	47.6	40.0	29.8
净负债比率(%)	-19.5	-51.5	-8.0	-53.5	-36.2
流动比率	1.7	1.5	1.7	2.0	2.7
速动比率	0.9	0.5	0.8	0.9	1.6
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.22	3.56	4.92	6.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	3.53	-1.89	9.44	0.95
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.54	11.21	15.31	20.72
<b>估值比率</b>					
P/E	153.2	115.9	72.4	52.4	41.1
P/B	36.2	30.2	23.0	16.8	12.4
EV/EBITDA	97.9	77.1	51.8	36.6	29.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn