

# 增长空间仍充裕 看好清香新高端

——山西汾酒 (600809.SH)

食品饮料/饮料制造



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件:

公司发布 2020 年度业绩快报, 2020 年预计实现营收 139.96 亿元, 同比增长 17.69%; 归母净利润 31.06 亿元, 同比增长 57.75%。单 Q4 实现营收 36.22 亿元, 同比增长 33.36%; 归母净利润 6.45 亿元, 同比增长 150.97%。业绩符合市场预期。

## 投资摘要:

**青花玻汾处放量增长通道, 季度利润增长提速。** Q4 营收及净利润增长加速, 环比提高 6.99、81.66pct。抓两头带中间产品策略下, 青花与玻汾高增带动整体增长, 预计全年青花系列增长 35% 以上、玻汾增速 30% 左右、巴拿马全国市场铺开增长近 20%、老白汾营收较为稳定, 省外新市场的青花玻汾产品导入和复购均有较好表现。公司年内多次对青花和玻汾提价, 青花 30 在 6 月大幅提价、玻汾在 2019 年底和二季度提价。四季度受结构提升带动、疫情影响生产端等消费税影响, 叠加同期低基数呈现较高利润弹性。

**市场全国化下半程增长空间仍较充裕。** 区域策略上公司全国化新增招商和铺货仍处在贡献增长的活跃期, 20 年亿元市场突破 17 个、长江以南市场平均增速超过 50%、省外占比提高到 60%。1357 市场扩张节奏明确, 省外建立了“31 个省区+10 个直属管理区”的区域营销组织架构, 渠道精细化紧随其后, 营销组织战斗力强大确保渠道推力, 2020 年终端数量突破 85 万家同比增长 15 万家。空白市场招商铺货和复购率的提高仍将贡献较为充裕的增长空间。

**青花复兴版引领进入新高端, 千元价格带汾酒有望抢占更多份额。** 产品结构实行“一控三体”模式, 青花 20 批价上行至 400 元以上。目前老版本青花 30 不再发货、提价和控货下批价稳定上行至 800 元以上; 新青花 30 复兴版由连锁渠道先导入, 目前策略仍为价格优先供给紧缺、成交价千元, 预计二季度投放传统渠道, 复兴版渠道认可度较高, 带动青花系列整体价格空间和放量。公司制定了青花 30 四步目标, 第一追赶国窖 1573、第二是追平国窖 1573、第三追赶五粮液、第四追平五粮液。当前千元价位有望成为白酒高速扩容价格带, 汾酒占据香型和名酒品牌优势, 千元价格带汾酒将拥有一席之地。

**春节动销旺盛, 21Q1 有望开门红。** 经销商回款进度有望在一季度末推进到 40%, 春节动销旺盛, 目前渠道库存 2 个月以内、处于低位, 叠加同期低基数 21Q1 有望实现高速增长。作为十四五开局之年, 21 年实行柔性考核、经销商任务普遍同增 20%, 增长目标符合十四五规划提出的 21 年调整期的定位。

**投资建议:** 公司全国化扩张顺利, 省外区域扩张和渗透率提升空间仍较为充裕, 青花复兴版跻身千元价位奠定清香高端领导地位, 经营形势持续向好。略上调每股收益至 3.51/4.60/5.78 亿元 (原预测 3.32/4.22/5.29), 当前股价对应 PE 为 73.44/56.08/44.61 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 疫情反复影响消费场景、全国化不及预期、产品培育不及预期

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,381.94	11,880.07	13,981.85	16,828.60	20,301.94
增长率 (%)	55.39%	26.63%	17.69%	20.36%	20.64%
归母净利润 (百万元)	1,466.73	1,938.51	3,060.38	4,007.64	5,037.93
增长率 (%)	55.36%	32.16%	57.87%	30.95%	25.71%
净资产收益率 (%)	23.60%	26.03%	32.03%	32.87%	32.50%
每股收益 (元)	1.69	2.23	3.51	4.60	5.78
PE	152.24	115.45	73.44	56.08	44.61
PB	35.93	30.18	23.52	18.43	14.50

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

评级

买入 (首次)

2021 年 03 月 10 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 交易数据

时间 2021.03.10

总市值/流通市值 (亿元)	2,472.44/2,456.32
总股本 (万股)	87,152.83
资产负债率 (%)	46.24
每股净资产 (元)	10.49
收盘价 (元)	283.69
一年内最低价/最高价 (元)	77.0/464.97

## 公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《山西汾酒 (600809.SH) 三季报点评: 增长提速 全国化趋势向好》2020-10-30
- 2、《山西汾酒深度研究报告: 全国化恰逢其时 业绩增路明确》2020-09-02

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9382	11880	13982	16829	20302	流动资产合计	9016	12642	15467	19325	24333
营业成本	3170	3336	3766	4267	5031	货币资金	1296	3964	6841	8970	12339
营业税金及附加	1796	2253	2100	2524	3045	应收账款	11	6	12	11	15
营业费用	1627	2581	2796	3164	3741	其他应收款	34	35	41	49	59
管理费用	628	855	923	1128	1360	预付款项	104	130	135	153	180
研发费用	12	22	27	27	29	存货	3156	5258	4842	6106	6835
财务费用	-27	-103	-65	-84	-74	其他流动资产	719	522	843	1014	1224
资产减值损失	2	0	0	0	0	非流动资产合计	2813	3425	3340	3402	3364
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	4	0	0	0	0
投资净收益	1	-98	-48	-73	-61	固定资产	1599	1619	1531	1529	1472
营业利润	2177	2843	4390	5735	7113	无形资产	223	313	301	288	277
营业外收入	1	3	5	4	4	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	4	1	2	2	2	其他非流动资产	83	113	128	154	186
利润总额	2174	2845	4393	5737	7116	资产总计	11829	16068	18808	22726	27697
所得税	615	792	1151	1492	1779	流动负债合计	5309	8389	8839	9881	11246
净利润	1560	2054	3242	4246	5337	短期借款	0	0	0	0	0
少数股东损益	93	115	182	238	299	应付账款	854	1974	1599	1812	2136
归属母公司净利润	1467	1939	3060	4008	5038	预收款项	1653	2840	3602	4335	5230
EBITDA	2514	3186	4475	5816	7208	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS (元)	1.69	2.23	3.51	4.60	5.78	非流动负债合计	38	55	55	55	55
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	5347	8443	8894	9935	11300
营业收入增长	55.39%	26.63%	17.69%	20.36%	20.64%	少数股东权益	267	178	359	597	896
营业利润增长	57.20%	30.61%	54.40%	30.63%	24.04%	实收资本(或股本)	866	872	872	872	872
归属于母公司净利润增长	55.36%	32.16%	57.87%	30.95%	25.71%	资本公积	282	132	132	132	132
获利能力						未分配利润	4533	6004	8007	10646	13953
毛利率(%)	66.21%	71.92%	73.07%	74.65%	75.22%	归属母公司股东权益合计	6214	7447	9555	12194	15501
净利率(%)	16.63%	17.29%	23.19%	25.23%	26.29%	负债和所有者权益	11829	16068	18808	22726	27697
总资产净利润(%)	12.40%	12.06%	16.27%	17.63%	18.19%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	23.60%	26.03%	32.03%	32.87%	32.50%	经营活动现金流	966	3077	3879	3712	5218
偿债能力						净利润	1560	2054	3242	4246	5337
资产负债率(%)	45%	53%	47%	44%	41%	折旧摊销	149	141	150	165	169
流动比率						财务费用	-27	-103	-65	-84	-74
速动比率						应付帐款减少	1	5	-5	0	-4
营运能力						预收帐款增加	741	1187	762	733	895
总资产周转率	0.90	0.85	0.80	0.81	0.81	投资活动现金流	-361	28	-114	-299	-193
应收账款周转率	829	1395	1558	1452	1510	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
应付账款周转率	10.64	8.40	7.83	9.87	10.28	长期股权投资减少	-1	4	0	0	0
每股指标(元)						投资收益	1	-98	-48	-73	-61
每股收益(最新摊薄)	1.69	2.23	3.51	4.60	5.78	筹资活动现金流	-776	-847	-888	-1285	-1656
每股净现金流(最新摊薄)	-0.20	2.59	3.30	2.44	3.87	应付债券增加	0	0	0	0	0
每股净资产(最新摊薄)	7.18	8.54	10.96	13.99	17.79	长期借款增加	0	0	0	0	0
估值比率						普通股增加	0	6	0	0	0
P/E	152.24	115.45	73.44	56.08	44.61	资本公积增加	40	-150	0	0	0
P/B	35.93	30.18	23.52	18.43	14.50	现金净增加额	-171	2258	2877	2129	3369
EV/EBITDA	88.32	69.29	48.70	37.11	29.47						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上