

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 山西汾酒 (600809): 2020 年业绩超预期, 中长期发展速度质量兼顾

2021 年 3 月 11 日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

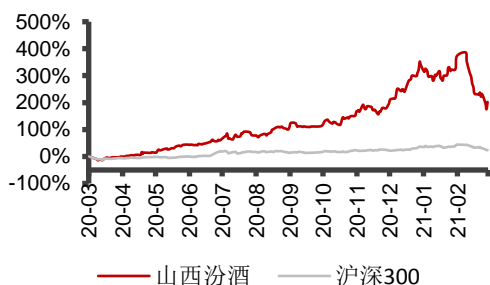
### 公司评级

当前价格(元):	300.99
上次评级:	推荐
本次评级:	推荐

### 公司基本数据

总股本(亿股):	8.72
流通股本(亿股):	8.66
流通 A 股市值(亿元):	2606
每股净资产(元):	10.49
资产负债率(%):	46.24

### 山西汾酒与沪深 300 涨跌幅走势图



资料来源: Wind

### 相关报告

- 1、高端白酒公司确定性强, 大众品稳健成长: 食品饮料中报点评 20190924
- 2、对白酒板块估值的思考 20200611
- 3、龙头业绩坚韧, 把握消费复苏-白酒行业 2019 年报及 2020 年一季报总结 20200525

**事件:** 山西汾酒发布2020年度业绩快报, 公司全年实现营业收入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%。与此前发布的2020年业绩预增公告相比, 收入增速符合预期, 业绩增速超预期。其中2020年四季度实现营收36.22亿元, 同比增长31.54%, 归母净利润6.47亿元, 同比增长165.74%, 业绩增速超市场预期。

**高端受疫情影响较小, 下半年中端产品销售明显改善。**在疫情影响下, 公司仍然实现了较快的收入增长, 我们认为一方面, 近两年扎实拓展市场、培育客户的效果逐渐显现, 公司品牌形象不断提升, 核心产品进入快速放量阶段; 另一方面, 近年来高端酒市场景气度较高, 清香型龙头品牌青花汾酒享受需求从酱香、浓香型酒外溢的红利。分产品看, 我们预计2020年公司青花系列全年销售情况较为稳定, 受疫情影响较小, 销售增速大概率超30%; 玻汾上半年省外销售增速有所下降, 下半年恢复增长, 全年销售或增长25%左右; 巴拿马、老白汾系列所处中档酒市场主要消费场景包括家庭聚会及亲友走访, 受疫情影响较大, 二季度下降20-30%, 下半年明显改善, 其中巴拿马系列开启省外推广, 全年销售增速有望超10%。

**净利率显著提升, 业绩超预期增长。**2020年三、四季度净利润增速分别为69.31%、165.74%, 四季度增速环比大幅提升, 我们认为主要由于高端青花汾酒涨价及中端产品增速大幅改善所致。2020年全年, 公司归母净利率为22.19%, 同比提升5.87个百分点, 我们判断主要得益于产品结构持续升级、销售费用支出较为稳定及消费税/销售收入同比下降等因素。

**2021年以良性增长为目标。**公司将2021年定调为营销深入调整期, 主要工作包括升级产品、改善营销体系管理等。产品方面, 2020年9月, 汾酒发布青花汾酒30复兴版, 定

价1099元/瓶，在酒体品质、外观研制、防伪溯源和销售模式等方面进行升级，正式进军高端市场。目前，青30仍以消化老品库存、营造新品氛围为主，预计2021年下半年将基本完成新老替代，产品体系及吨价将进一步提升。市场方面，公司延续2020年提出的“1357”布局发展，其中1、3为山西及环山西市场，以稳定增长为目标，5、7为12个销售规模5000万到1亿元的新兴市场，在近年来市场氛围营造、品牌拉升、终端建设等系统性举措下，预期创造较高增速。此外，公司2020年下半年开始进行动销管理系统建设，2021年将在快速地扩张终端的同时，甄别有效终端，重视良性回款，从而保持良性发展。

**中长期战略清晰，全国化、高端化持续。**在公司的十四五规划中，2022-2023年是汾酒改革的转型发展期，在2021年的深度调整基础下，预期实现省外高质量高速度发展；2024-2025年是汾酒营销加速发展期，预期实现青花汾酒销售规模的突破，完成“1357”市场布局。产品方面，公司将继续提升老白汾以上的中高价白酒的销售占比，其中进一步提升青花系列销售占比，并启动巴拿马、老白汾的全国化进程，而在产能、资源的制约下，玻汾目标为稳定逐步增长。整体来看，公司十四五期间的业绩增长来源将为省外市场的快速扩张，全国化持续。我们认为，在2017年以来的改革举措以及行业的高景气下，公司品牌价值快速提升，销售全国化提供快速增长引擎，在明晰的高端战略下，汾酒有望重归高端龙头品牌阵营。

**投资建议：**公司清香型龙头地位突出，随着产品结构不断升级，品牌形象不断提升，全国化及改革深化持续，叠加行业结构性景气态势不变，看好中长期良性、快速发展。我们预计公司2020-22年EPS分别为3.51、4.61、6.00元。近期，公司股价出现较大幅度回调，自2021年2月高点下跌近30%，虽然2021年3月11日PEttm为87.78倍，处于近15年来94.95%分位上，仍处于历史较高水平，但预计2021-22年PE分别回落至65、50倍，若基于确定性及成长性给予一定估值溢价，目前估值具有合理性，维持“推荐”评级。

**风险提示：**内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济

形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

表：重点指标预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11880.07	13977.90	16614.30	19845.00
增长率	25.8%	17.66%	18.86%	19.45%
归母净利（百万元）	1938.51	3058.39	4017.57	5225.23
增长率	28.6%	57.77%	31.36%	30.06%
每股收益（元）	2.22	3.51	4.61	6.00
PE（倍）	40.33	85.77	65.29	50.20

资料来源：携宁、Wind，国开证券研究部

注：收盘价格日期为2021年3月11日，2020-2022年业绩为作者预测值。

**盈利预测:**

报表预测				
单位: 百万元				
资产负债表				
	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3964	4895	8497	13420
应收账款及 应收票据	6	3263	3878	4360
存货	5258	5383	5312	5984
预付账款	130	143	155	175
其他流动资产	3285	3288	3296	3305
流动资产合计	12642	16972	21138	27243
固定资产合计	1620	1413	1205	1034
无形资产	313	325	337	349
其他非流动资产	645	720	820	870
<b>资产总计</b>	<b>16068</b>	<b>20278</b>	<b>24347</b>	<b>30344</b>
应付票据及 应付账款	2727	2985	3241	3770
预收账款	826	964	1086	1310
应付职工薪酬	1170	2097	2492	2977
应交税费	826	4394	4809	5678
其他流动负债	8389	10440	11627	13735
流动负债合计	826	964	1086	1310
<b>负债合计</b>	<b>8443</b>	<b>10494</b>	<b>11682</b>	<b>13790</b>
归属于母公司的所有者权益	7447	9590	12440	16276
少数股东权益	178	193	225	278
<b>股东权益</b>	<b>7625</b>	<b>9783</b>	<b>12665</b>	<b>16554</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>16068</b>	<b>20278</b>	<b>24347</b>	<b>30344</b>
现金流量表				
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	3077	2144	5088	6741
投资活动现金流净额	28	-298	-319	-429
筹资活动现金流净额	-641	-915	-1168	-1389
<b>现金净流量</b>	<b>2258</b>	<b>931</b>	<b>3601</b>	<b>4923</b>

利润表				
单位: 百万元				
	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>11880</b>	<b>13978</b>	<b>16614</b>	<b>19845</b>
同比增速	26%	18%	19%	19%
营业成本	3336	3572	3878	4368
毛利	8544	10406	12736	15477
毛利率	72%	74%	77%	78%
税金及附加	2253	2236	2824	3374
税金及附加/营业收入	19%	16%	17%	17%
销售费用	2581	3075	3489	3969
销售费用率	22%	22%	21%	20%
管理费用	855	909	997	1091
管理费用率	7%	7%	6%	6%
研发费用	22	18	22	26
研发费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用	-103	-111	-167	-274
财务费用率	-0.9%	-0.8%	-1.0%	-1.4%
<b>营业利润</b>	<b>2843</b>	<b>4125</b>	<b>5472</b>	<b>7131</b>
营业利润/营业收入	24%	30%	33%	36%
营业外收支	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>2845</b>	<b>4126</b>	<b>5473</b>	<b>7132</b>
利润总额/营业收入	24%	30%	33%	36%
所得税费用	792	1052	1423	1854
<b>净利润</b>	<b>2054</b>	<b>3074</b>	<b>4050</b>	<b>5278</b>
<b>归母净利润</b>	<b>1939</b>	<b>3058</b>	<b>4018</b>	<b>5225</b>

基本指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS (元)	2.22	3.51	4.61	6.00
BVPS (元)	8.54	11.00	14.27	18.68
PE (倍)	40.33	85.77	65.29	50.20
PEG	1.41	1.48	2.08	1.67
PB (倍)	10.50	27.35	21.09	16.12
EV/EBITDA	24.95	58.08	44.37	33.66
ROE	26%	32%	32%	32%

数据来源: 携宁、wind, 国开证券研究部

注: 收盘价格日期为2021年3月11日, 2020-2022年业绩为作者预测值。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层