

山西汾酒 (600809.SH)

青花高增势起，十四五踏入新征程

事件：公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。2020 年公司实现营业总收入 139.90 亿元，同增 17.6%，实现归母净利润 30.79 亿元，同增 56.4%；单季度来看，2020Q4 公司实现收入 36.15 亿元，同增 33.1%，实现归母净利润 6.18 亿元，同增 140.4%；2021Q1 实现营业总收入 73.32 亿元，同增 77.0%，归母净利润 21.82 亿元，同增 77.7%，合同负债同比增加 13.2 亿元，环比维持高位，业绩符合预期，回款情况略超预期。

青花引领高增，省外增速亮眼。1) 分产品来看，我们预计 2021Q1 青花延续高增态势，实现收入约 26 亿元，营收占比上移至 35%左右（2020 不到 30%），同比增速超 150%；玻汾收入约 20 亿元，同比增速 40-50%，老白汾增速环比增加 40%左右，巴拿马系列平稳增长。未来公司将以青花 20 和 30 复兴版为发展主力，卡位 400 元和 1000 元价格带。2) 分区域来看，今年以来，公司营销组织进一步下沉，建立了“31 个省区+10 个直属管理区”的区域营销组织架构。2021Q1 省内/外增速分别为 45%和 108%，传统强势河南、山东市场保持高增，同时长江以南市场开始发力，华东逐渐放量，华南势头渐起，多点开花全国化进程加快，截至 2021Q1 公司省外经销商 2304 家，较 2020 年初增加 457 家。此外，公司合同负债同比增加 13.2 亿元，报表质量较高，现金流增速慢于营收主要系汇率政策变化，应收账款融资 68.4 亿元，环比增加 25.6 亿元。

提价叠加产品结构提升，盈利能力再上新台阶。毛利率方面，公司 2020/2021Q1 毛利率分别为 72.2%/73.5%，同比+0.2/1.3pcts，主要系新会计政策影响，运费计入营业成本，剔除影响后公司毛利率同比增长约 3pct。主要系：1) 青花系列高增改善产品结构。高端青花占比正逐步提升，青花 30 复兴版也在稳步推广。2) 主力产品提价。公司 2020 年对青花和玻汾进行多次提价，其中青花 30 在 2020 年 6 月大幅提价，玻汾于 2019 年底和 2020Q2 两次提价，青花和玻汾价盘持续提升；费用率来看，公司 2020/2021Q1 销售费用率分别为 16.3%/17.9%，同比-5.5/3.4pcts，公司 2020/2021Q1 管理费用率分别为 7.8%/3.2%，同比+0.6/-2.3pcts，反映公司治理能力持续提升。整体来看，公司 2020/2021Q1 净利率分别为 22.3%/29.8%，同比+5.0/0.2pcts，盈利能力再上新台阶。

十四五开门红，踏入全国化发展新征程。2021 年是汾酒“十四五”的开局之年，也是汾酒实现战略复兴发展的关键时期，全年目标规划积极，力争实现营业收入较上年度增长 30%左右，从一季度经营情况来看，有望超额完成既定目标。目前公司品牌势能日起，青花 20 和复兴版 30 分别卡位 400 元和 1000 元放量价格带，全国化进程加快，踏入发展新阶段，青花百亿级大单品指日可待。

盈利预测及投资建议：品牌势能向上趋势不变，看好公司主力产品的量价空间，上调 2021-2022 年归母净利润至 48.12/66.48 亿元（原预测为 43.28/58.27 亿元），同比增长 56.3%/38.2%，同时引入 2023 年盈利预测，预计归母净利润为 85.71 亿元，同比增长 28.9%，目前股价对应 2021-2023 年市盈率分别为 71x/51x/40x，维持“买入”评级。

风险提示：省内市场竞争加剧；高端产品推广不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,880	13,990	19,660	25,366	31,535
增长率 yoy (%)	26.6	17.8	40.5	29.0	24.3
归母净利润（百万元）	1,939	3,079	4,812	6,648	8,571
增长率 yoy (%)	32.2	58.8	56.3	38.2	28.9
EPS 最新摊薄（元/股）	2.22	3.53	5.52	7.63	9.83
净资产收益率 (%)	26.9	31.0	32.8	31.9	29.6
P/E (倍)	176.0	110.8	70.9	51.3	39.8
P/B (倍)	45.8	34.9	23.4	16.4	11.8

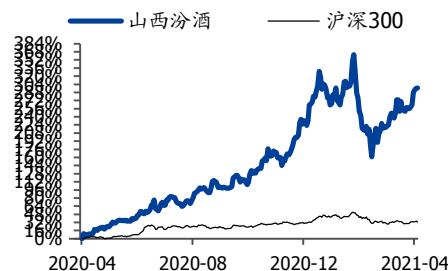
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 26 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
04 月 26 日收盘价	391.48
总市值(百万元)	341,185.89
总股本(百万股)	871.53
其中自由流通股(%)	99.35
30 日日均成交量(百万股)	3.74

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

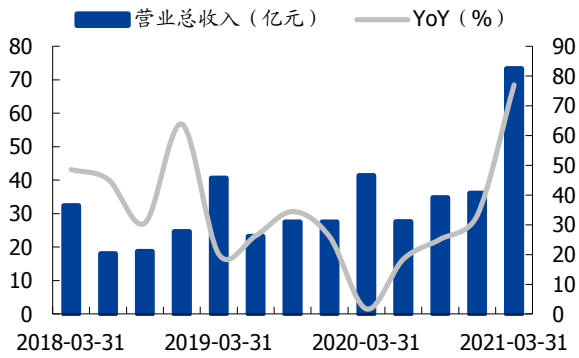
邮箱：yangchuanxin@gszq.com

相关研究

- 1、《山西汾酒（600809.SH）：青花量价提升，业绩加速增长》2021-03-09
- 2、《山西汾酒（600809.SH）：“十四五”节奏清晰，高质量实现全面复兴》2020-12-28
- 3、《山西汾酒（600809.SH）：品牌力日盛，青花量价齐升》2020-10-29

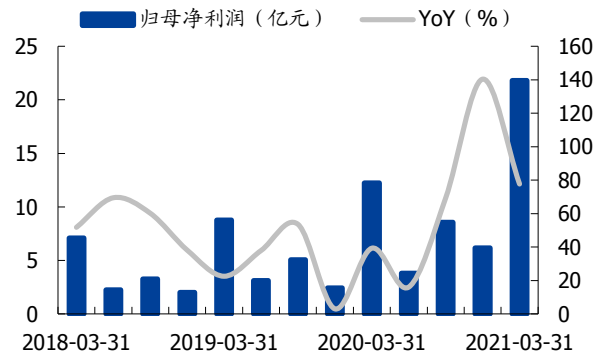


图表 1: 山西汾酒分季度收入及增速



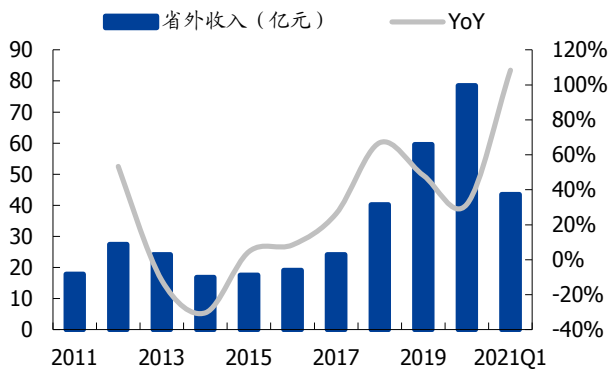
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 2: 山西汾酒分季度归母净利润及增速



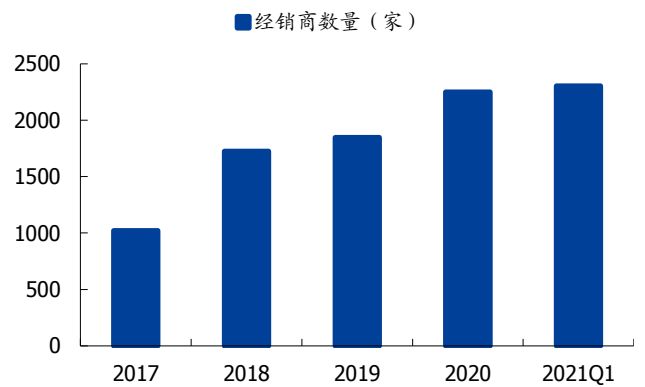
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 3: 公司省内外收入情况



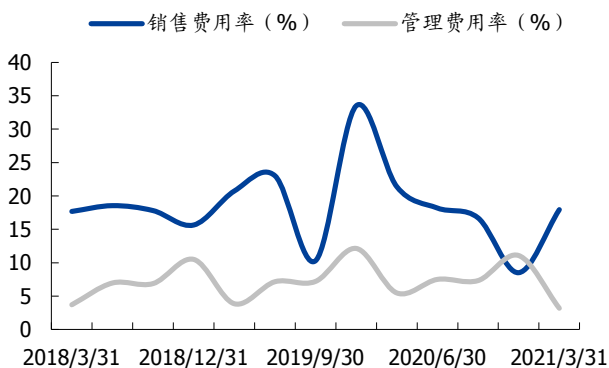
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 4: 公司省外经销商变化



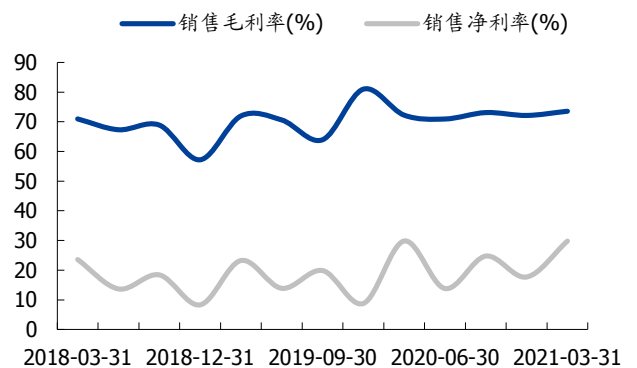
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 5: 公司分季度销售费用率和管理费用率



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 6: 公司分季度毛利率和净利率



资料来源: wind、国盛证券研究所

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12642	15808	25522	27449	41245	营业收入	11880	13990	19660	25366	31535
现金	3964	4607	11597	12479	23191	营业成本	3336	3896	5148	6353	7675
应收票据及应收账款	6	2	9	5	13	营业税金及附加	2253	2503	3518	4539	5643
其他应收款	35	141	106	212	183	营业费用	2581	2276	2931	3592	4438
预付账款	130	117	229	217	338	管理费用	855	1089	1407	1732	2106
存货	5258	6354	8992	9946	12932	研发费用	22	17	21	35	43
其他流动资产	3250	4589	4589	4589	4589	财务费用	-103	-68	-182	-288	-449
非流动资产	3425	3971	5409	6519	7517	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	39	79	119	158	其他收益	0	3	0	0	0
固定资产	1620	1762	2997	3972	4850	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	313	339	349	362	380	投资净收益	-98	-49	-48	-48	-48
其他非流动资产	1491	1830	1984	2066	2129	资产处置收益	1	0	0	0	0
资产总计	16068	19779	30931	33968	48762	营业利润	2843	4235	6769	9356	12030
流动负债	8389	9629	15871	12614	19145	营业外收入	3	6	5	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	1	4	1	1	1
应付票据及应付账款	2727	2311	4348	3871	6057	利润总额	2845	4237	6772	9358	12033
其他流动负债	5661	7318	11524	8744	13087	所得税	792	1121	1861	2574	3287
非流动负债	55	84	84	84	84	净利润	2054	3116	4911	6784	8746
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	115	37	98	136	175
其他非流动负债	55	84	84	84	84	归属母公司净利润	1939	3079	4812	6648	8571
负债合计	8443	9714	15955	12699	19229	EBITDA	2868	4250	6718	9282	11873
少数股东权益	178	288	386	522	697	EPS (元)	2.22	3.53	5.52	7.63	9.83
股本	872	872	872	872	872						
资本公积	132	204	204	204	204						
留存收益	6476	8708	11903	16657	23101						
归属母公司股东权益	7447	9777	14589	20747	28837						
负债和股东权益	16068	19779	30931	33968	48762						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3077	2010	8483	2528	12165
净利润	2054	3116	4911	6784	8746
折旧摊销	142	152	189	285	375
财务费用	-103	-68	-182	-288	-449
投资损失	98	49	48	48	48
营运资金变动	1175	-1009	3518	-4301	3445
其他经营现金流	-289	-230	0	0	0
投资活动现金流	28	-740	-1675	-1443	-1421
资本支出	161	196	1399	1071	958
长期投资	71	-595	-40	-40	-39
其他投资现金流	260	-1138	-316	-412	-502
筹资活动现金流	-847	-1369	182	-202	-33
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	6	0	0	0	0
资本公积增加	-150	72	0	0	0
其他筹资现金流	-702	-1442	182	-202	-33
现金净增加额	2258	-101	6990	883	10711

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	26.6	17.8	40.5	29.0	24.3
营业利润(%)	30.6	48.9	59.8	38.2	28.6
归属于母公司净利润(%)	32.2	58.8	56.3	38.2	28.9
获利能力					
毛利率(%)	71.9	72.2	73.8	75.0	75.7
净利率(%)	16.3	22.0	24.5	26.2	27.2
ROE(%)	26.9	31.0	32.8	31.9	29.6
ROIC(%)	26.3	30.7	32.3	31.4	28.9
偿债能力					
资产负债率(%)	52.5	49.1	51.6	37.4	39.4
净负债比率(%)	-51.5	-45.2	-77.1	-58.4	-78.3
流动比率	1.5	1.6	1.6	2.2	2.2
速动比率	0.5	0.5	0.7	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	6.4	3534.1	3534.1	3534.1	3534.1
应付账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.22	3.53	5.52	7.63	9.83
每股经营现金流(最新摊薄)	3.53	2.31	9.73	2.90	13.96
每股净资产(最新摊薄)	8.54	11.22	16.74	23.81	33.09
估值比率					
P/E	176.0	110.8	70.9	51.3	39.8
P/B	45.8	34.9	23.4	16.4	11.8
EV/EBITDA	117.6	79.3	49.1	35.5	26.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 26 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com