

2021年04月26日

山西汾酒 (600809.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

买入-A(维持)

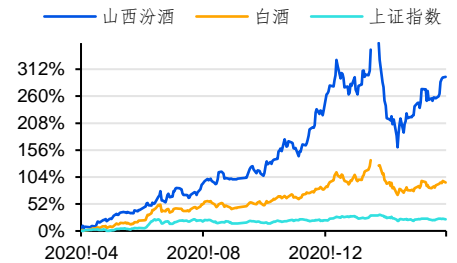
股价(2021-04-26)

391.48 元

交易数据

总市值(百万元)	341,185.89
流通市值(百万元)	338,962.28
总股本(百万股)	871.53
流通股本(百万股)	865.85
12个月价格区间	96.70/464.97 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.36	11.58	271.61
绝对收益	16.66	6.53	294.14

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号: S0910520030001
 zhourong@huajinsec.cn

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenchenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

 山西汾酒: 白酒清香龙头复兴之路在望
 2021-04-21

 山西汾酒: Q4 利润超预期增长, 迈入“十四五”复兴新征程
 2021-01-04

 山西汾酒: 前三季度业绩实现高增 全年增长目标达成可期
 2020-10-30

 山西汾酒: 上半年业绩增长符合预期 坚定看好清香龙头复兴之路
 2020-08-24

 山西汾酒: 产品结构升级稳步推进 看好公司长期增长趋势
 2020-04-28

收入利润高增持续 开启复兴之路新征程

事件:公司发布 2020 年年报,实现营业收入 139.90 亿元,同比增长 17.76%(调整前);归属于上市公司股东净利润 30.79 亿元,同比增长 58.85%(调整前)。其中 20Q4 实现营业收入 36.15 亿元,同比增长 31.30%(调整前);归属于上市公司股东净利润 6.18 亿元,同比增长 154.75%(调整前)。每 10 股送 4 股派 2.00 元现金股利(含税)。

公司同时发布 2021 年一季报,实现营业收入 73.32 亿元,较上年同期增长 77.03%(调整后),归属上市公司股东净利润 21.82 亿元,同比增长 77.72%(调整后)。

投资要点

◆ **收入利润持续高增,主因中高端产品比例提升和省外扩张。**公司 20 全年/20Q4 分别实现收入 139.90/36.15 亿元,同比+17.76%/+31.30%(调整前);净利润 30.79/6.18 亿元,同比+58.85%/+154.75%(调整前)。20 年公司全国化进程加速,除省内市场之外,江、浙、沪、粤等省外市场实现高速增长,同时公司产品势能进一步聚焦,青花汾大单品全年均实现高增。分产品看,20 全年/20Q4 汾酒实现营收 126.29/32.21 亿元,同比+22.6%/+39.5%;系列酒实现营收 5.66/1.49 亿元,同比-27.2/-28.3%;配制酒实现营收 6.53/1.79 亿元,同比+19.2/-3.2%。根据渠道反馈,全年青花系列实现同比 30%以上增长,玻汾上半年省外销售增有所下降,下半年恢复增长,预计全年 20%左右增长;巴拿马、老白汾内市场仍为销售主力,上半年受疫情影响较大,三季度亦恢复增长,预计全年 10%左右增长。同时公司对系列酒公司进行停产整顿、重新定位,产品架构进一步梳理调整,20 年系列酒营业收入有所减少。分区域看,20 全年/20Q4 省内实现营收 59.96/13.50 亿元,同比 3.65/3.13%,省外实现营收 78.52/21.99 亿元,同比增长 31.74/57.96%,20 年省外营收占比(占营业总收入)为 56.13%,同比 19 年提高 5.96pcts。另一方面,拆分量价来看,20 年公司实现汾酒销量 10045.53 万升,同比增加 18.19%;价格方面,公司分别在年内对青花、玻汾等不同产品有多次提价动作,量价齐升为公司实现全年收入增长提供保障。

公司 21Q1 实现营收 73.32 亿元,同比增长 77.03%(调整后),归属上市公司股东净利润 21.82 亿元,同比增长 77.72%(调整后)。截止 21Q1 公司合同负债合计 29.30 亿元,环比略有减少,但仍维持高位。根据渠道调研,截止 3 月底,省内市场多家经销商已完成全年打款任务 50%以上,省外多个市场已完成全年打款任务 40%以上。21 年开局很好,全年在百亿以上酒企中收入增速领先可期。

◆ **受新收入准则影响,20 年主营业务毛利率略有下降。**按照新收入准则要求,运输费用列入主营业务成本,同时对 2019 年同比期间信息不予调整,因此公司 20 年营业成本相应增加,20 年实现主营业务毛利率 72.30%,较 19 年同期-1.52pcts。扣除运费影响后毛利率在 73%以上,主要系产品结构升级及提价影响所致。同时公司 20 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 16.27/7.78/-0.49%,同比

-5.46/+0.58/+0.38pcts，全年销售费用率下降主要受上半年疫情之下宣传活动有所减少所致；管理费用率上升主要受职工薪酬增加所致。20 年公司经销商增加 407 家至 2896 家，主要是省外经销商增加所致。

公司 21Q1 毛利率为 73.54%，21 年在公司聚焦青花、全国化进程深入背景下，毛利率水平有望稳重有升。一季度销售费用率/管理费用率分别为 17.95%/3.19%，同比-3.44/-2.28pcts。复兴新品导入前置致使销售费用总额有所增加。

◆ **继续推进全国化进程及产品结构升级，十四五增长可期。**展望 2021 年，公司瞄准千元名酒价格带，20 年 9 月推出青花 30 复兴版，承载汾酒品牌复兴的使命，目前执行经销商配额，严控发货量，发力千元价格带的突破。未来公司将先提价再放量，希望能凭借其自身品牌底蕴和香型优势，抓住高端白酒下一张入场券。同时公司全国化进程稳扎稳打，重点发力长江以南市场，21 年坚持“1357 战略”，在环山西市场不断巩固前提下，继续进行机会市场有效终端的建设和产品结构的调整。长江以南市场潜力巨大将是公司未来三年重点发力区域，公司十四五保持较高增长可期。

◆ **投资建议：**我们上调公司盈利预测 2021-2023 年公司营业收入分别为 186.09/241.78/303.04 元，同比增长 33.0%/29.9%/25.3%。归母净利润 45.07/60.33/78.35 亿元，同比增长 46.4%/33.9%/29.9%。对应 EPS 分别为 5.17/6.92/8.99 元。考虑次高端白酒和公司高成长性给予估值溢价，维持公司“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**宏观经济放缓，行业增长或不及预期；公司聚焦青花系列，次高端价格带竞争加剧情况下，青花系列收入或不及预期；公司全国化进程推进中，省外市场拓展或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,880	13,990	18,609	24,178	30,304
YoY(%)	26.6	17.8	33.0	29.9	25.3
净利润(百万元)	1,939	3,079	4,507	6,033	7,835
YoY(%)	32.2	58.8	46.4	33.9	29.9
毛利率(%)	71.9	72.2	74.0	75.1	76.2
EPS(摊薄/元)	2.22	3.53	5.17	6.92	8.99
ROE(%)	26.9	31.0	31.2	30.2	28.6
P/E(倍)	175.6	110.5	75.5	56.4	43.4
P/B(倍)	45.7	34.8	23.8	17.2	12.5
净利率(%)	16.3	22.0	24.2	25.0	25.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

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	25220	27532	39774	营业收入	11880	13990	18609	24178	30304
现金	3964	4607	9981	7120	16704	营业成本	3336	3896	4840	6015	7226
应收票据及应收账款	6	2	4650	7439	7713	营业税金及附加	2253	2503	3330	4325	5421
预付账款	130	117	211	215	319	营业费用	2581	2276	3028	3934	4930
存货	5258	6354	8073	9856	11683	管理费用	855	1089	1265	1644	2061
其他流动资产	3285	4729	2305	2903	3355	研发费用	22	17	24	31	39
非流动资产	3425	3971	4597	5331	6104	财务费用	-103	-68	-125	-135	-205
长期投资	0	39	51	66	88	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	1620	1762	2335	2986	3658	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	-49	-65	-54
其他非流动资产	1491	1830	1862	1917	1977	营业利润	2843	4235	6198	8299	10777
资产总计	16068	19779	29817	32864	45878	营业外收入	3	6	6	6	6
流动负债	8389	9629	15108	12539	18107	营业外支出	1	4	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2845	4237	6201	8301	10780
应付票据及应付账款	2727	2311	3949	3831	5515	所得税	792	1121	1640	2196	2852
其他流动负债	5661	7318	11159	8708	12592	税后利润	2054	3116	4561	6105	7928
非流动负债	55	84	84	84	84	少数股东损益	115	37	54	72	93
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1939	3079	4507	6033	7835
其他非流动负债	55	84	84	84	84	EBITDA	2868	4250	6145	8263	10706
负债合计	8443	9714	15192	12623	18191	主要财务比率					
少数股东权益	178	288	342	413	507	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	872	872	872	872	872	成长能力					
资本公积	132	204	204	204	204	营业收入(%)	26.6	17.8	33.0	29.9	25.3
留存收益	6476	8708	12585	17774	24513	营业利润(%)	30.6	48.9	46.4	33.9	29.9
归属母公司股东权益	7447	9777	14284	19827	27180	归属于母公司净利润(%)	32.2	58.8	46.4	33.9	29.9
负债和股东权益	16068	19779	29817	32864	45878	获利能力					
						毛利率(%)	71.9	72.2	74.0	75.1	76.2
						净利率(%)	16.3	22.0	24.2	25.0	25.9
						ROE(%)	26.9	31.0	31.2	30.2	28.6
						ROIC(%)	26.3	30.7	30.7	29.8	28.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	52.5	49.1	50.9	38.4	39.7
						流动比率	1.5	1.6	1.7	2.2	2.2
						速动比率	0.5	0.5	1.0	1.2	1.4
						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	8.0	4.0	4.0
						应付账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
						估值比率					
						P/E	175.6	110.5	75.5	56.4	43.4
						P/B	45.7	34.8	23.8	17.2	12.5
						EV/EBITDA	117.3	79.1	53.8	40.4	30.3

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	6087	-1487	10970
净利润	2054	3116	4561	6105	7928
折旧摊销	142	152	163	219	283
财务费用	-103	-68	-125	-135	-205
投资损失	98	49	49	65	54
营运资金变动	1175	-1009	1440	-7741	2910
其他经营现金流	-289	-230	0	0	0
投资活动现金流	28	-740	-838	-1018	-1110
筹资活动现金流	-847	-1369	125	-355	-277
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.22	3.53	5.17	6.92	8.99
每股经营现金流(最新摊薄)	3.53	2.31	6.98	-1.71	12.59
每股净资产(最新摊薄)	8.54	11.22	16.39	22.75	31.19

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn