

2021 年 04 月 27 日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

417

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2021/4/26)	391.48
上证指数(2021/4/26)	3441.17
股价 12 个月高/低	464.97/96.05
总发行股数(百万)	871.53
A 股数(百万)	865.85
A 市值(亿元)	3389.62
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司 (56.56%)
每股净值(元)	13.73
股价/账面净值	28.52
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	16.7 7.8 294.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020-12-28	327.51	区间操作
2020-10-29	223.50	区间操作
2020-08-25	177.79	区间操作
2020-04-28	99.32	买入

产品组合

汾酒	91.20%
系列酒	4.72%
配制酒	4.09%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.4%
一般法人	72.1%

股价相对大盘走势



山西汾酒(600809.SH)

TRADING BUY 区间操作

年报及季报点评: Q1 净利润同比增 78%, 省外高速增长

结论与建议:

业绩概要: 2020 年实现营收 139.9 亿, 同比增 17.6%, 录得净利润 30.8 亿, 同比增 56.4%。4Q 实现营收 36.2 亿, 同比增 33%, 录得净利润 6.2 亿, 同比增 140.4%。

2021Q1 实现营收 73.3 亿, 同比增 77%, 录得净利润 21.8 亿, 同比增 78%。

分红方案: 每 10 股送 4 股并派发现金股利 2 元

■ 通过多方面深化改革, 优化治理, 持续推进全国化市场布局策略, 2020 年公司取得优异成绩, 全年汾酒实现营收 126 亿, 同比增 22.6%, 实现量价齐升, 其中, 青花系列维持高速增长, 收入增速超 30%。4Q 单季度, 汾酒实现营收 32.2 亿, 同比增 39.5%。“汾酒+竹叶青”双轮驱动效果初步显现, 报告期配制酒实现收入 6.5 亿, 同比增 19%; 系列酒收入 5.7 亿, 同比下降 36%。毛利率来看, 由于收入准则调整, 运费由销售费用调整至营业成本, 报告期毛利率同比下降 1.21%至 72.15%, 对应销售费用率同比下降 5.08pct 致使综合费用率下降 4.52pct 至 23.69%。

■ 2020 年依托“1357”市场布局策略, 公司逐渐搭建起“31 个省区+10 个直属管理区”的营销构架, 全国化布局提档加速, 可控终端网点数量突破 85 万家, 省外实现收入 78.5 亿, 同比增 32%, 长江以南核心市场增速超 50%, 4Q 省外收入 22 亿, 同比增 58%, 收入占比达 62%。

■ 2021Q1 公司业绩超我们预期。一方面, 省外市场扩张使一季度省外市场实现营收 43.5 亿, 同比增 108.4%, 另一方面, 今年春节较晚, 公司提前布局春节档, 终端促销效果良好; 此外, 2020Q1 受疫情影响, 扣除消费税影响, 收入利润应均为个位数增长, 形成较低基期, 综合作用下, 1Q 汾酒实现收入 68.4 亿, 同比增 79%, 以竹叶青为代表的配制酒收入 3.2 亿, 同比增 150%, 系列酒收入 1.2 亿, 同比下降 27%。费用端, 受销售费用率下降影响, 综合费用率下降 5.57pct 至 21.06%。

■ 2021 年是公司“十四五”计划的开局之年, 也是汾酒实现复兴的关键时期。产品上, 我们认为公司在深化改革的基础上, 将进一步强化品牌建设质量, 完善和优化产品结构, 维持“抓两头、带中间”的产品策略, 青花 20、青花 30 两款主销产品分离运作, 坚持高端化的模式, 持续千元带大单品青花 30 复兴版的消费者培育, 推进巴拿马系列星火计划, 强化腰部产品发展, 并实现普通汾酒稳步增长。系列酒方面完善规划和产品布局, 配置酒上, 继续构建大健康产业构架, 强化“双轮驱动”效果。渠道上, 优化和加强渠道管理, 继续提升终端基础建设。

■ 一季度末公司合同负债余额 29.3 亿, 环比仅小幅下降 1.77 亿, 2Q 尽管面临传统淡季, 公司业绩仍有望保持快速增长, 全年来看, 随着全国市场布局不断深入和品牌构建优化, 公司有望实现 30%的营收增长目标。预计 2021-2022 年将分别实现净利润 42 亿和 53 亿, 分别同比增 36%和 27%, EPS 分别为 4.82 元和 6.11 元, 当前股价对应 2021-2022 年 PE 分别为 81 倍和 64 倍, 维持“区间操作”的投资建议。

■ 风险提示: 省外扩张不及预期, 行业竞争加剧, 费用投放超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1507	1969	3079	4197	5329
同比增减	%	58.24	30.65	56.39	36.32	26.95
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.69	2.23	3.53	4.82	6.11
同比增减	%	55.36	31.87	58.16	36.32	26.95
市盈率(P/E)	X	231.10	175.25	110.80	81.28	64.03
股利 (DPS)	RMB 元	0.75	0.90	0.20	2.07	2.63
股息率 (Yield)	%	0.19	0.23	0.05	0.53	0.67

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
营业收入	9444	11893	13990	18268	22852
经营成本	2958	3168	3896	4969	6056
营业税金及附加	1916	2349	2503	3306	4183
销售费用	1657	2544	2276	3205	4025
管理费用	698	891	1089	1147	1434
财务费用	-28	-103	-68	-94	-100
资产减值损失				0	0
投资收益	1	-98	-49	-1	-1
营业利润	2236	2929	4235	5686	7228
营业外收入	1	3	6	7	7
营业外支出	4	2	4	3	3
利润总额	2233	2931	4237	5690	7232
所得税	628	815	1121	1481	1888
少数股东损益	98	147	37	12	15
归属于母公司所有者的净利润	1507	1969	3079	4197	5329

附二：合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
货币资金	1422	3964	4607	5735	7790
应收账款	11	6	2	2	2
存货	3156	5258	6354	7307	8403
流动资产合计	9016	12642	15808	18495	21455
长期股权投资	4	0	39	40	41
固定资产	1599	1620	1762	1851	1943
在建工程	306	511	527	553	581
非流动资产合计	2813	3425	3971	4288	4503
资产总计	11829	16068	19779	22784	25957
流动负债合计	5309	8389	9629	10592	11440
非流动负债合计	38	55	84	88	93
负债合计	5347	8443	9714	10681	11533
少数股东权益	267	178	288	302	317
股东权益合计	6214	7447	9777	11800	14107
负债及股东权益合计	11829	16068	19779	22784	25957

附三：合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
经营活动产生的现金流量净额	966	3077	2010	3106	3885
投资活动产生的现金流量净额	-361	28	-740	-718	-696
筹资活动产生的现金流量净额	-776	-847	-1369	-1,260	-1,134
现金及现金等价物净增加额	-171	2258	-101	1128	2055

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。