

全国化进程加快，产品结构持续优化升级



——山西汾酒（600809）2020 年报及 2021 一季报点评

事件：山西汾酒发布 2020 年报和 2021 一季报，2020 年公司实现营收 139.90 亿元，同比增长 17.63%，归母净利润 30.79 亿元，同比增长 56.39%；2020 第四季度实现营收 36.15 亿元，同比增长 33.12%，归母净利润 6.18 亿元，同比增长 140.38%。2021 一季度公司实现营收 73.32 亿元，同比增长 77.03%，归母净利润 21.82 亿元，同比增长 77.72%。

点评

❖ 产品结构优化带动毛利率提升，全国化稳步推进

2020 年公司实现营收 139.90 亿元，其中酒类业务收入 138.48 亿元。整体毛利率同比提升 0.32 个百分点至 72.15%，主因产品结构持续优化所致。分产品来看，汾酒实现收入 126.29 亿元，同比增长 22.64%，其中青花系列同比增速 30% 以上，高端产品销售占比不断提升，玻汾实现 20% 左右增长；系列酒实现收入 5.66 亿元，同比减少 36.22%，主要系公司对系列酒公司进行停产整顿、重新定位，产品架构梳理调整，产销量有所减少；配制酒实现收入 6.53 亿元，同比增长 10.97%。从量价上看，全年实现销量 12.18 万千升，同比减少 3.10%，单价 11.49 万元/千升，同比增长 21.61%。汾酒实现销量 10.05 万千升，同比增长 18.19%，单价 12.57 万元/千升，同比增长 3.76%；系列酒实现销量 1.43 万千升，同比减少 57.35%，单价 3.97 万元/千升，同比增长 47.64%；配制酒实现销量 0.71 万千升，同比减少 2.79%，单价 9.24 万元/千升，同比增长 22.66%。分区域看，省内实现收入 59.96 亿元，同比增长 3.88%；省外实现销售收入 78.52 亿元，同比增长 31.74%，省外市场占比持续上升，收入占比达到 57%，长江以南核心市场增速均超 50%，江、浙、沪、皖、粤等市场实现高速增长，全国化稳步推进。

❖ 20 全年利润实现较快增长，产品结构持续优化升级

2020 全年实现营收和归属于母公司净利润同比增长分别为 17.63%、56.39%，其中 2020 第四季度营收及归属于母公司净利润同比增长分别为 33.12%、140.38%，利润增长主因疫情期间降低广告投放销售费用率下滑以及青花汾酒增长优化产品结构所致。2020/2020 第四季度销售费用分别为 22.76、3.08 亿元，分别同比下降 11.82%、66.59%。2020 年期间费用率同比下滑 4.56 个百分点至 23.69%，其中销售费用率同比下滑 5.46 个百分点至 16.27%，主要系运输费用转入成本以及降低广告宣传投放所致；管理费用率相对平稳，同比提升 0.51 个百分点至 7.90%。综合来看，销售净利率同比增长 4.98 个百分点至 22.27%。

❖ 2021 一季度业绩增长超预期，全国化进程加快

2021 一季度公司营收、归属于母公司净利润分别同比增长 77.03%、77.72%，业绩增长超预期主因各销售区域提前布局春节旺季，聚焦宴会团购渠道，终端促

📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2021/04/27
前收盘价	391.48 元
公司评级	增持评级

📌 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

📌 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

销效果良好，销售稳步增长。分产品看，汾酒实现销售 68.37 亿元，同比增长 78.97%，预计青花收入约 26 亿元，占比达 35%左右，同比增速超 100%，玻汾收入占比约 30%，增速达 35%-40%；系列酒 1.19 亿元，同比下滑 27.20%；配制酒 3.24 亿元，同比增长 149.97%，预计主要系竹叶青实现高增长。2021 一季度毛利率同比提升 1.32 个百分点至 73.54%，主因青花和玻汾等高端产品收入和占比提升所致。销售净利率基本持平，同比下滑 0.03 个百分点至 29.80%，主要系税金及附加大幅提升所致。分区域看，省内实现销售收入 29.35 亿元，同比增长 44.72%；省外 43.46 亿元，同比增长 108.44%，省外收入占比达 59.27%。从经销商来看，省外增长 53 家至 2304 家，省内增长 3 家至 648 家，全国化进程加快。合同负债为 29.30 亿元，同比增长 81.87%，主因经销商积极备货所致。经营活动现金流为 49.73 亿元，同比增长 12.65 亿元。

❖ “十四五”开局之年有望实现高质量发展

公司年报经营计划披露将积极推动各项部署有效落地，2021 全年力争实现营业收入增长 30%左右。2021 年是“十四五”开局之年，也是营销深入调整期，汾酒将全面实施 258 增长战略，推动汾酒高质量发展。品牌建设上，全面构建“2+2”品牌整体架构，持续推动汾酒和竹叶青品牌“双轮驱动”，打造杏花村和系列酒品牌；市场营销上，持续深化“1357+10”市场布局，深度聚焦环山西市场、长三角、珠三角、渤海湾经济圈以及规模型地县级核心市场，打造核心市场；大健康产业方面，加快竹叶青推进拓展步伐，展开大健康产业架构与布局。

渠道调研反馈，近期青花 20 批价在 340-360 元左右，青花 30 批价在 700-750 元，整体库存相对良性。省内多家经销商完成全年打款任务 50%以上，省外多个市场完成全年打款任务 40%以上。公司将通过精耕细作聚焦青花放量，针对青花系列，对青花 20、青花 30 两款主销产品分离运作，打造出高端化产品的全新运作模式，新版青花 30 约在 2021 年 7 月投放，青花 30 复兴版定价 1099 元/瓶，进军高端市场。长期来看，公司聚焦青花系列，产品结构不断优化，在省外加速发展，全国化稳步推进下，全年 30%增长目标有望顺利实现。

❖ 维持公司“增持”评级

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 181.44、220.43、268.26 亿元；归属母公司的净利润分别为 44.68、56.13、69.03 亿元；对应 EPS 分别为 5.13、6.44、7.92；对应 PE 分别为 76.35、60.78、49.43 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；疫情持续时间拉长风险；食品安全风险；省外渠道拓展风险。

盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	13989.80	18144.12	22043.14	26826.45
+/-%	17.63	29.70	21.49	21.70
归属母公司股东				
净利润(百万)	3079.23	4468.42	5613.00	6902.70
+/-%	56.39	45.11	25.61	22.98
EPS(元)	3.53	5.13	6.44	7.92
PE	110.80	76.35	60.78	49.43

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2021/04/27

报表预测						现金流量表（人民币，百万）					
利润表（人民币，百万）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11892.6	13989.8	18144.1	22043.1	26826.4	经营性现金净流量	3083.9	2015.2	4439.9	6185.8	6230.7
减:营业成本	3335.7	3895.5	4794.0	5666.8	6753.1	投资性现金净流量	28.2	-739.8	0.0	150.0	200.0
营业税金及附加	2253.4	2503.3	3246.7	3944.4	4800.3	筹资性现金净流量	-847.1	-1369.4	-1303.0	-1573.1	-1872.7
营业费用	2581.3	2276.2	2903.1	3637.1	4560.5	现金流量净额	2265.1	-95.2	3136.9	4762.7	4558.0
管理费用	855.4	1089.1	1270.1	1609.1	1958.3						
财务费用	-102.7	-68.0	-98.5	-187.3	-292.2						
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务分析和估值指标					
加:投资收益	-97.8	-48.8	0.0	0.0	0.0	盈利能力					
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	毛利率	72.0%	72.2%	73.6%	74.3%	74.8%
其他经营损益	-29.8	-12.7	0.0	0.0	0.0	销售净利率	17.3%	22.3%	24.9%	25.8%	26.0%
营业利润	2841.9	4232.3	6028.8	7373.1	9046.5	ROE	26.4%	31.5%	34.8%	33.6%	32.2%
加:其他非经营损益	1.7	1.7	0.0	0.0	0.0	ROA	24.2%	33.1%	34.3%	31.2%	29.3%
利润总额	2843.6	4234.0	6028.8	7373.1	9046.5	ROIC					
减:所得税	790.7	1119.4	1507.2	1693.3	2061.6	成长能力					
净利润	2052.9	3114.6	4521.6	5679.8	6984.8	销售收入增长率	26.8%	17.6%	29.7%	21.5%	21.7%
减:少数股东损益	115.1	36.6	53.2	66.8	82.1	净利润增长率	31.7%	51.7%	45.2%	25.6%	23.0%
归属母公司股东净利润	1968.9	3079.2	4468.4	5613.0	6902.7						
资产负债表（人民币，百万）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	2767.6	2807.9	5944.8	10707.5	15265.5	资产负债率	56.5%	29.1%	52.4%	24.5%	38.5%
应收和预付款项	170.6	259.2	350.3	378.6	498.0	流动比率	1.4	2.7	1.6	3.6	2.4
存货	5258.1	6353.6	7936.3	8955.2	11174.2	速动比率	0.5	0.8	0.7	2.0	1.4
其他流动资产	522.2	308.4	308.4	308.4	308.4	经营效率					
长期股权投资	0.0	39.4	39.4	39.4	39.4	总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
投资性房地产	13.5	16.0	16.0	16.0	16.0	存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产和在建工程	2131.0	2289.5	2236.8	2184.1	2131.4	业绩和估值					
无形资产和开发支出	313.5	339.0	339.0	339.0	339.0	EPS	2.3	3.5	5.1	6.4	7.9
其他非流动资产	121.1	146.8	143.2	139.5	139.5	BPS	8.5	11.2	14.7	19.2	24.6
资产总计	11297.6	12559.7	17314.1	23067.8	29911.4	PE	173.3	110.8	76.4	60.8	49.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB	45.8	34.9	26.6	20.4	15.9
应付和预收款项	6386.6	3251.5	8667.2	5238.3	11121.4						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	0.0	403.9	403.9	403.9	403.9						
负债合计	6386.6	3655.4	9071.1	5642.2	11525.3						
股本	871.5	871.5	871.5	871.5	871.5						
资本公积	26.7	103.9	103.9	103.9	103.9						
留存收益	6548.7	8801.5	11868.5	15721.0	20458.8						
归属母公司股东权益	7446.9	9777.0	12843.9	16696.5	21434.3						
少数股东权益	177.6	288.0	341.2	407.9	490.1						
股东权益合计	7624.6	10064.9	13185.1	17104.4	21924.4						
负债和股东权益合计	14011.2	13720.4	22256.2	22746.6	33449.6						

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399