

山西汾酒（600809）

汾酒财报速评：十三五圆满收官十四五开门红，全国化进程加速

事件：公司发布 2020 年报，公司 2020 年营业收入 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%。每 10 股送 4 股派红利 2 元。公司发布 2021 年一季报，2021Q1 营业收入 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%。

2021Q1 动销旺盛，一季度实现开门红，营收及利润均实现高增长。2021Q1 营收 73.32 亿元，同比增长 77.03%，表现亮眼。春节期间公司产品动销顺畅，消费场景逐步恢复叠加同期疫情导致的较低基数，2021Q1 公司在收入端实现了快速增长；同时，由于青花系列存在提价预期，渠道回款积极性显著提升。

2020 年全年业绩稳定增长，全国化扩张效果显著，产品结构加速升级。2020 年营收 139.90 亿元，同比增长 17.63%。同时，报告期末，公司预收款项为 35.11 亿元，同比增长 23.63%。分产品来看，汾酒系列营收达 126.30 亿元，占比 91.20%，同比增加 22.64%；系列酒营收 5.66 亿元，占比 4.09%，同比降低 36.22%；竹叶青等配制酒营收 6.53 亿元，占比 4.72%，同比增加 19.23%。其中，玻汾依据性价比优势，在疫情期间仍保持稳健增长，而受益于提价效应以及品牌势能的释放，高端产品青花汾酒系列营收占比不断提升，同比增长超过 30%。分区域来看，省内市场营收 59.96 亿元，同比增长 3.88%，省外市场营收达 78.52 亿元，同比增长 31.74%，省内省外营收比接近 3:4，省外市场占比达 57%，实现了省内省外销售收入比重的反转。同时，报告期内省外经销数量增加 404 个，报告期末达 2251 个。我们预测，未来公司业绩增长的主要动力来自省外市场以及重点产品玻汾及青花系列。

会计准则变化影响公司毛利率水平，产品结构升级叠加费用率稳定，公司盈利能力持续提升。2020 年公司主营业务毛利率 72.30%，比上年同期减少 1.52pct，系营业成本小幅上升所致。2020 年公司营业成本为 38.36 亿元，比上年同期增加 24.87%，其中 1.31 亿元为运输成本，本年公司根据新收入准则，将运输费用从销售费用调整至营业成本核算，故营业成本有小幅上升。但综合来看，净利率还是有所上升，2020 年公司净利率 22.27%，同比上升 4.48pct。公司青花 30 复兴版产品已切入千元高端市场同时采用先挺价后放量策略叠加公司产品结构的不断升级，预测未来公司盈利能力将持续提升。2020 年公司销售费用率 16.27%，仍维持稳健水平，实行以厂方为主导、厂商共建的营销模式，并不断探索直销、线上、线下融合新模式。

清香龙头积极进取，发力“十四五”开局之年，“汾酒”速度依旧可期。公司年报表示 21 年力争实现营业收入较上年度增长 30%，这表明了公司积极进取的决心。在公司的十四五规划中，2022-2023 年是汾酒改革的转型发展期。在品牌建设方面，公司将继续挖掘“活态文化”的核心价值，落实“211985”复兴宣传战略，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”；在产品结构升级方面，公司将继续坚持“抓两头、带中间”产品策略，继续聚焦青花、玻汾两款核心产品，不断优化产品结构；在市场营销方面，公司将持续深化“1357+10”市场格局，落实圈层营销概念，进一步加深全国化进程，完成渠道优化工作，强化终端基础建设，释放品牌势能。

盈利预测：原先预测公司 2020-2022 年实现营收 139/174/215 亿元，归母净利润 29/36/46 亿元。经历了改革后的汾酒在内部管理、组织队伍以及营销体系方面均取得了跨越式发展，现如今汾酒拥有强大的品牌势能以及市场化机制，改革加速，故适当调高公司 2021-2023 年收入利润增速，现预测公司 2021/2022/2023 实现收入 195.86/254.61/318.27 亿元，同比增长 40.00%/30.00%/25.00%，实现归母净利润 46.19/64.66/84.06 亿元，同比增长 50.00%/40.00%/30.00%，维持公司“买入”评级。

风险提示：食品安全问题、省外拓展不及预期、新冠疫情控制时间延后。

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	406.28 元
目标价格	445 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	871.53
流通 A 股股本(百万股)	865.85
A 股总市值(百万元)	354,084.50
流通 A 股市值(百万元)	351,776.83
每股净资产(元)	13.73
资产负债率(%)	44.24
一年内最高/最低(元)	464.97/96.70

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《山西汾酒-公司点评:业绩亮眼十三五圆满收官，十四五青花引领升级，全国化进程坚实推进》2021-01-06
- 《山西汾酒-季报点评:产品结构不断优化升级业绩超预期，费用投入加大省外扩张逻辑持续兑现》2020-10-30
- 《山西汾酒-半年报点评:产品升级费效比提升 Q2 超预期，清香龙头持续扩张》2020-08-26

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,880.07	13,989.80	19,585.73	25,461.44	31,826.81
增长率(%)	26.63	17.76	40.00	30.00	25.00
EBITDA(百万元)	2,897.37	4,327.46	6,978.49	9,522.05	12,314.75
净利润(百万元)	1,938.51	3,079.23	4,618.92	6,466.43	8,406.25
增长率(%)	32.16	58.85	50.00	40.00	30.00
EPS(元/股)	2.22	3.53	5.30	7.42	9.65
市盈率(P/E)	182.66	114.99	76.66	54.76	42.12
市净率(P/B)	47.55	36.22	28.25	21.61	16.55
市销率(P/S)	29.80	25.31	18.08	13.91	11.13
EV/EBITDA	25.34	74.28	49.28	36.28	27.32

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,963.60	4,606.71	9,829.01	8,420.92	17,759.78
应收票据及应收账款	6.23	2,734.20	4,694.13	2,839.44	6,401.39
预付账款	129.58	116.69	273.19	177.58	376.55
存货	5,258.12	6,353.55	6,144.98	10,976.89	10,429.11
其他	3,284.88	1,996.80	1,975.16	2,547.89	2,174.59
流动资产合计	12,642.41	15,807.96	22,916.48	24,962.72	37,141.42
长期股权投资	0.00	39.43	39.43	39.43	39.43
固定资产	1,620.39	1,762.44	2,094.52	2,441.02	2,812.17
在建工程	510.64	527.11	352.26	259.36	185.61
无形资产	313.49	338.95	327.63	316.31	304.99
其他	980.83	1,302.65	984.29	1,087.73	1,122.54
非流动资产合计	3,425.36	3,970.58	3,798.14	4,143.85	4,464.75
资产总计	16,067.77	19,778.53	26,714.62	29,106.57	41,606.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,727.30	2,311.44	3,506.85	4,359.84	5,311.31
其他	5,661.36	7,317.89	9,991.02	7,366.97	13,541.73
流动负债合计	8,388.66	9,629.33	13,497.87	11,726.80	18,853.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.52	84.26	58.88	65.89	69.68
非流动负债合计	54.52	84.26	58.88	65.89	69.68
负债合计	8,443.18	9,713.60	13,556.75	11,792.69	18,922.72
少数股东权益	177.64	287.98	623.92	930.01	1,294.74
股本	871.53	871.53	871.53	871.53	871.53
资本公积	131.97	204.08	204.08	204.08	204.08
留存收益	6,608.02	8,912.45	11,662.42	15,512.35	20,517.19
其他	(164.57)	(211.10)	(204.08)	(204.08)	(204.08)
股东权益合计	7,624.59	10,064.94	13,157.87	17,313.88	22,683.45
负债和股东权益总计	16,067.77	19,778.53	26,714.62	29,106.57	41,606.17

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,053.57	3,115.86	4,618.92	6,466.43	8,406.25
折旧摊销	142.14	151.77	114.08	137.73	163.92
财务费用	(96.58)	(49.05)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(0.22)	0.11	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,377.47)	4,474.54	2,275.29	(5,321.83)	4,255.38
其它	2,355.11	(5,683.41)	335.94	306.09	364.73
经营活动现金流	3,076.55	2,009.82	7,344.23	1,588.42	13,190.27
资本支出	436.84	344.15	285.38	372.99	446.21
长期投资	(4.28)	39.43	0.00	0.00	0.00
其他	(404.39)	(1,123.38)	(545.38)	(752.99)	(896.21)
投资活动现金流	28.17	(739.80)	(260.00)	(380.00)	(450.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(133.13)	168.16	9.45	2.44	2.44
其他	(713.93)	(1,537.56)	(1,871.39)	(2,618.94)	(3,403.85)
筹资活动现金流	(847.06)	(1,369.40)	(1,861.93)	(2,616.51)	(3,401.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,257.66	(99.38)	5,222.30	(1,408.09)	9,338.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,880.07	13,989.80	19,585.73	25,461.44	31,826.81
营业成本	3,335.71	3,895.51	5,190.22	6,492.67	8,001.26
营业税金及附加	2,253.37	2,503.31	3,550.30	4,636.53	5,744.74
营业费用	2,581.29	2,276.16	3,177.78	3,369.57	3,914.70
管理费用	855.40	1,089.08	779.51	1,535.58	1,970.72
研发费用	22.25	16.67	23.50	42.78	44.56
财务费用	(102.69)	(68.02)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(97.80)	(48.78)	0.00	0.00	0.00
其他	189.12	91.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,843.42	4,234.88	6,864.41	9,384.32	12,150.84
营业外收入	3.12	5.52	2.00	2.00	2.00
营业外支出	1.44	3.78	1.81	3.50	1.30
利润总额	2,845.10	4,236.62	6,864.59	9,382.82	12,151.54
所得税	791.53	1,120.75	1,909.73	2,610.30	3,380.56
净利润	2,053.57	3,115.86	4,954.86	6,772.52	8,770.98
少数股东损益	115.07	36.63	335.94	306.09	364.73
归属于母公司净利润	1,938.51	3,079.23	4,618.92	6,466.43	8,406.25
每股收益(元)	2.22	3.53	5.30	7.42	9.65

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	26.63%	17.76%	40.00%	30.00%	25.00%
营业利润	30.61%	48.94%	62.09%	36.71%	29.48%
归属于母公司净利润	32.16%	58.85%	50.00%	40.00%	30.00%
获利能力					
毛利率	71.92%	72.15%	73.50%	74.50%	74.86%
净利率	16.32%	22.01%	23.58%	25.40%	26.41%
ROE	26.03%	31.49%	36.85%	39.47%	39.30%
ROIC	43.92%	114.34%	119.23%	288.91%	112.37%
偿债能力					
资产负债率	52.55%	49.11%	50.75%	40.52%	45.48%
净负债率	-51.98%	-45.77%	-74.70%	-48.64%	-78.29%
流动比率	1.51	1.64	1.70	2.13	1.97
速动比率	0.88	0.98	1.24	1.19	1.42
营运能力					
应收账款周转率	6.40	10.21	5.27	6.76	6.89
存货周转率	2.82	2.41	3.13	2.97	2.97
总资产周转率	0.85	0.78	0.84	0.91	0.90
每股指标(元)					
每股收益	2.22	3.53	5.30	7.42	9.65
每股经营现金流	3.53	2.31	8.43	1.82	15.13
每股净资产	8.54	11.22	14.38	18.80	24.54
估值比率					
市盈率	182.66	114.99	76.66	54.76	42.12
市净率	47.55	36.22	28.25	21.61	16.55
EV/EBITDA	25.34	74.28	49.28	36.28	27.32
EV/EBIT	26.63	76.96	50.10	36.82	27.69

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com