

## 业绩持续超预期, 汾酒复兴势不可挡

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年实现收入140亿元, 同比+17.6%, 归母净利润30.8亿元, 同比+56.4%; 其中20Q4实现收入36.2亿元, 同比+33.1%, 归母净利润6.2亿元, 同比+140%; 同时拟每10股送4股派发现金红利2元(含税)。21Q1实现收入77.3亿元, 同比+77%, 归母净利润21.8亿元, 同比+78%, 21Q1收入和利润均大超预期。
- **产品结构加速升级, 省外市场拓展顺利。** 1、2020年汾酒实现收入126亿元, 同比+22.6%, 销量同比+18.2%, 吨价同比+3.8%, 吨价提升主要系产品结构升级叠加青花直接提价。青花全年增速30%以上, 占比提升至30%左右, 21Q1占比超过30%; 玻汾性价比突出持续受到追捧, 全年双位数增长, 21Q1贡献收入30%左右; 巴拿马和老白汾20H2稳步恢复; 系列酒受到疫情冲击较大, 同比-36.2%; 竹叶青配制酒产品结构加速升级, 同比+19.2%。2、2020年省内、省外收入增速分别为3.9%、31.7%, 省外市场开拓渐入佳境, 占比提升4个百分点至57%; 与此同时, 伴随着品牌势能释放, 名酒引流效应显著, 汾酒省外新增经销商404家, 可控终端网点数量突破85万家, 渠道扁平化和掌控核心终端扎实推进, 渠道力实质提升。
- **盈利能力大幅提升, 现金流稳步向好。** 1、会计准则调整, 运输费用从销售费用调至营业成本, 还原后公司毛利率提升1.2个百分点至73.2%, 主要系产品结构升级和青花系列直接提价; 整体费用明显下降, 其中还原后的销售费用率下降4.5个百分点, 管理费用率下降0.6个百分点; 全年净利率提升5.0个百分点至22.3%, 盈利能力大幅提升。2、21Q1产品结构加速升级, 21Q1毛利率较2020全年提高1.4个百分点; 销售费用率、管理费用率分别同比下降3.4、2.3个百分点, 三费率下降5.6个百分点至21.1%。此外, 21Q1经营活动现金流入52.2亿元, 同比+35.1%, 预收款33.1亿元, 同比+106%。
- **产品结构加速升级, 全国化势不可挡, 汾酒强势复兴立潮头。** 1、2020年疫情冲击下, 汾酒营收和业绩增速领跑一线名酒, 稳健增长逻辑清晰, 资本市场对于汾酒的品牌势能和增长定力形成全新认知。2、青花、玻汾竞争优势突出, 复兴版占位高端, 竹叶青有望复制玻汾模式, 产品矩阵可谓多点开花; 汾酒在环山西市场渠道有序下沉, 长三角市场实现50%以上的高增长, 全国化顺利推进。3、展望未来, 公司十四五将延续“汾酒速度”的基调, 汾酒品牌力足够叠加改革红利持续释放, 未来五年在高端化&全国化双轮驱动下, 成长性依旧乐观。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为5.59元、7.69元、10.36元, 对应动态PE分别为70倍、51倍、38倍, 汾酒产品矩阵多点开花, 全国化扩张势不可挡, 未来持续高增长确定性较高, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场开拓或不及预期。

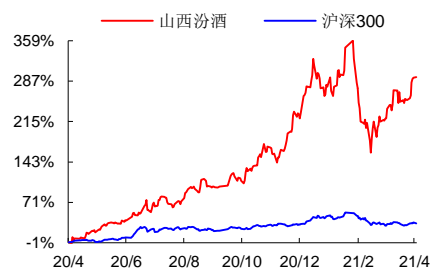
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	139.90	191.84	246.65	310.10
增长率	17.76%	37.13%	28.58%	25.72%
归属母公司净利润(亿元)	30.79	48.73	67.05	90.32
增长率	56.40%	58.25%	37.60%	34.70%
每股收益EPS(元)	3.53	5.59	7.69	10.36
净资产收益率ROE	30.96%	36.90%	38.31%	38.90%
PE	111	70	51	38
PB	33.90	25.53	19.26	14.52

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.72
流通A股(亿股)	8.66
52周内股价区间(元)	99.32-456.0
总市值(亿元)	3,411.86
总资产(亿元)	219.78
每股净资产(元)	13.73

### 相关研究

1. 山西汾酒(600809): 业绩靓丽增长, 复兴持续进行 (2021-03-10)
2. 山西汾酒(600809): 品牌势能日盛, 汾酒复兴在途 (2021-01-08)
3. 山西汾酒(600809): 青花与波汾量价齐升, 省外持续高增长 (2020-10-30)
4. 山西汾酒(600809): 青花恢复高增长, 省外市场继续发力 (2020-08-25)
5. 山西汾酒(600809): 两头带中间效果显著, 省外拓展顺利 (2020-04-29)

## 盈利预测

### 关键假设：

1) 受益于品牌势能释放和渠道开拓，青花系列持续高增，巴拿马系列导入省外市场放量，老白汾维持低速增长，玻汾性价比突出需求大幅增加，预计 2021-2023 年汾酒销量同比增长 30%、22%、20%，吨价分别提升 5%、5%、4%，毛利率分别为 76%、77%、78%；

2) 当前疫情得到有效控制，需求呈现稳步复苏，在低基数的背景下，预计 2021-2023 年系列酒销量同比增长 20%、10%、10%，吨价分别提升 10%、8%、5%，毛利率分别为 53%、54%、55%；

3) 配制酒竹叶青系列未来三年将迎来高速增长，有望复制玻汾的发展模式，预计 2021-2023 年配制酒销量同比增长 50%、40%、40%，吨价分别提升 8%、5%、5%，毛利率分别为 67%、67.5%、68%；

4) 受益于需求稳步复苏和较低基数，2021 年量价齐升确定性较高；同时，体量扩大带来明显规模效应，管理和销售效率持续改善，费用率将边际递减。

表：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入 (亿元)	118.8	139.9	191.8	246.7	310.1
	增速	26.6%	17.8%	37.13%	28.58%	25.72%
	营业成本 (亿元)	33.4	39.0	48.8	60.3	73.0
	毛利率	71.9%	72.2%	74.6%	75.6%	76.5%
汾酒	收入 (亿元)	103.0	126.3	172.4	220.8	275.6
	增速		22.6%	36.5%	28.1%	24.8%
	销量 (吨)	84991	100455	130592	159322	191186
	增速		18.2%	30.0%	22.0%	20.0%
	吨单价 (万元/吨)	12.1	12.6	13.2	13.9	14.4
	增速		3.8%	5.0%	5.0%	4.0%
	成本 (亿元)	24.9	33.5	41.4	50.8	60.6
	毛利率	75.8%	73.5%	76.0%	77.0%	78.0%
系列酒	收入 (亿元)	9.0	5.7	7.5	8.9	10.2
	增速	-5.8%	-36.2%	32.0%	18.8%	15.5%
	销量 (吨)	33470	14274	17128	18841	20725
	增速		-57.4%	20.0%	10.0%	10%
	吨单价 (万元/吨)	2.7	4.0	4.4	4.7	4.9
	增速		47.4%	10.0%	8.0%	5%
	成本 (亿元)	5.8	2.7	3.5	4.1	4.6
	毛利率	35.2%	52.7%	53.0%	54.0%	55.0%
配制酒	收入 (亿元)	5.5	6.5	10.6	15.6	22.9
	增速	61.6%	19.2%	62.0%	47.0%	47.0%
	销量 (吨)	7272	7069	10603	14845	20782

分业务情况		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
	增速		-2.8%	50.0%	40.0%	40.0%
	吨单价（万元/吨）	7.5	9.2	10.0	10.5	11.0
	增速		22.6%	8.0%	5.0%	5.0%
	成本（亿元）	1.9	2.2	3.5	5.1	7.3
	毛利率	64.6%	67.0%	67.0%	67.5%	68.0%
其他	收入（亿元）	22	1.4	1.4	1.4	1.4
	成本（亿元）	6	0.4	0.4	0.4	0
	毛利率	72.1%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	139.90	191.84	246.65	310.10	净利润	31.16	49.32	67.87	91.42
营业成本	38.96	48.75	60.30	72.96	折旧与摊销	1.52	1.89	2.75	3.99
营业税金及附加	25.03	34.33	44.14	55.49	财务费用	-0.68	-1.36	-2.10	-2.98
销售费用	22.76	28.78	34.53	40.31	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	10.89	12.85	15.54	17.37	经营营运资本变动	-12.77	21.50	-4.14	9.70
财务费用	-0.68	-1.36	-2.10	-2.98	其他	0.87	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>20.10</b>	<b>71.36</b>	<b>64.38</b>	<b>102.14</b>
投资收益	-0.49	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2.58	-13.00	-11.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4.82	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-7.40</b>	<b>-13.00</b>	<b>-11.00</b>	<b>-15.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>42.35</b>	<b>68.48</b>	<b>94.24</b>	<b>126.95</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.02	0.02	0.02	0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>42.37</b>	<b>68.50</b>	<b>94.26</b>	<b>126.97</b>	股权融资	0.72	0.00	0.00	0.00
所得税	11.21	19.18	26.39	35.55	支付股利	0.00	-15.40	-24.36	-33.53
净利润	31.16	49.32	67.87	91.42	其他	-14.42	0.42	2.10	2.98
少数股东损益	0.37	0.59	0.81	1.10	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-13.69</b>	<b>-14.97</b>	<b>-22.26</b>	<b>-30.55</b>
归属母公司股东净利润	30.79	48.73	67.05	90.32	<b>现金流量净额</b>	<b>-1.01</b>	<b>43.39</b>	<b>31.11</b>	<b>56.59</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	46.07	89.45	120.57	177.15	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2.59	15.52	11.84	16.61	销售收入增长率	17.76%	37.13%	28.58%	25.72%
存货	63.54	79.52	98.36	118.99	营业利润增长率	48.94%	61.71%	37.61%	34.71%
其他流动资产	45.89	4.23	5.44	6.84	净利润增长率	47.25%	58.29%	37.60%	34.70%
长期股权投资	0.39	0.39	0.39	0.39	EBITDA 增长率	49.80%	59.81%	37.49%	34.85%
投资性房地产	0.16	0.16	0.16	0.16	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	22.88	25.27	27.55	29.74	毛利率	72.15%	74.59%	75.55%	76.47%
无形资产和开发支出	3.39	12.12	18.09	26.91	三费率	23.57%	20.99%	19.45%	17.64%
其他非流动资产	12.88	12.88	12.87	12.86	净利率	22.27%	25.71%	27.52%	29.48%
<b>资产总计</b>	<b>197.79</b>	<b>239.53</b>	<b>295.26</b>	<b>389.67</b>	ROE	30.96%	36.90%	38.31%	38.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.75%	20.59%	22.99%	23.46%
应付和预收款项	51.76	88.20	96.43	128.57	ROIC	65.23%	91.87%	112.53%	124.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.87%	35.98%	38.47%	41.27%
其他负债	45.38	17.69	21.69	26.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>97.14</b>	<b>105.89</b>	<b>118.12</b>	<b>154.63</b>	总资产周转率	0.78	0.88	0.92	0.91
股本	8.72	8.72	8.72	8.72	固定资产周转率	8.28	10.12	11.45	12.96
资本公积	2.04	2.04	2.04	2.04	应收账款周转率	3534.09	5833.48	4894.79	5097.71
留存收益	87.08	120.42	163.10	219.90	存货周转率	0.67	0.68	0.68	0.67
归属母公司股东权益	97.77	130.17	172.86	229.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.18%	—	—	—
少数股东权益	2.88	3.47	4.29	5.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>100.65</b>	<b>133.64</b>	<b>177.15</b>	<b>235.04</b>	资产负债率	49.11%	44.21%	40.00%	39.68%
负债和股东权益合计	197.79	239.53	295.26	389.67	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.64	1.80	2.01	2.08
					速动比率	0.98	1.04	1.18	1.30
					股利支付率	0.00%	31.60%	36.34%	37.12%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	43.19	69.02	94.89	127.97	每股收益	3.53	5.59	7.69	10.36
PE	110.80	70.02	50.88	37.77	每股净资产	11.55	15.33	20.33	26.97
PB	33.90	25.53	19.26	14.52	每股经营现金	2.31	8.19	7.39	11.72
PS	24.39	17.79	13.83	11.00	每股股利	0.00	1.77	2.80	3.85
EV/EBITDA	77.63	47.95	34.54	25.17					
股息率	0.00%	0.45%	0.71%	0.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn