



2021年4月28日

山西汾酒（600809）：业绩持续快速增长，省外市场发力

食品饮料

推荐（维持）当前股价：406.28元

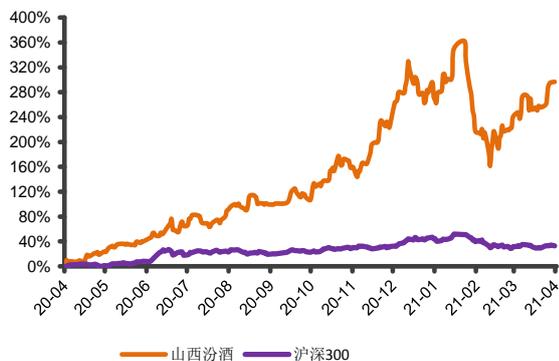
主要财务指标（单位：百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,990	18,463	23,313	28,231
(+/-)	17.8%	32.0%	26.3%	21.1%
营业利润	4,235	6,455	8,857	11,089
(+/-)	48.9%	52.4%	37.2%	25.2%
归属母公司净利润	3,079	4,676	6,429	8,058
(+/-)	58.8%	51.9%	37.5%	25.3%
EPS（元）	3.53	5.37	7.38	9.25
市盈率	115.0	75.7	55.1	43.9

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	8.72/8.66
流通市值（亿元）	3,518
每股净资产（元）	13.73
资产负债率（%）	49.1%

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● 公司于4月26日晚间发布2020年报及2021年一季报。2020全年公司实现营业收入139.90亿元，同比增长17.63%；实现归属于上市公司股东的净利润30.79亿元，同比增长56.39%；实现扣非后净利润30.43亿元，同比增长56.91%；每股收益3.55元，拟每10股送4股派发现金红利2元（含税）。其中Q4单季实现营业收入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%；每股收益0.71元。2021年一季度实现营业收入73.32亿元，同比增长77.03%；实现归属于上市公司股东的净利润21.82亿元，同比增长77.72%；每股收益2.50元。

● 业绩快速增长，省外市场持续发力。2020全年收入和净利润双双保持了快速增长。分产品来看，汾酒系列（汾酒）量价齐升，收入126.29亿元，同比+22.64%，吨价同比+3.76%至12.57万元/吨，销售量+18.19%至10.05万千升，收入占比90.27%，毛利率73.45%，同比-2.35pct，高端产品青花汾酒系列同比增长30%以上；系列酒（杏花村、清酒、红花玉等）收入5.66亿元，同比-36.22%，主要是公司对系列酒产品架构进一步梳理调整，产销量有所减少，吨价3.96万元/吨，同比+47.42%，收入占比4.04%，毛利率52.69%，同比-3.84pct，汾酒和系列酒毛利率下降主要是受到新收入准则影响；配制酒（竹叶青、白玉、玫瑰等）收入6.53亿元，同比+19.23%，主要是吨价同比+22.45%至9.24万元/吨，收入占比4.67%，毛利率67.04%，同比+2.45pct。分区域来看，省外地区收入78.52亿元，同比大幅+31.74%，收入占比升5.96pct至56.13%，毛利率-2.31pct至73.19%；省内地区收入59.96亿元，同比+3.65%，毛利率+2.40pct至71.13%。21Q1公司营业收入、净利润同比大幅增长，营业收入同比+77.03%至73.32亿元，净利润同比+76.82%至21.85亿元，公司产品结构不断优化，高端汾酒系列收入68.37亿元，同比+78.79%。省外市场持续发力，实现营收43.45亿元，同

比大幅+108.38%，收入占比增加近 9pct 至 59.69%。

● **期间费用率控制良好，产品结构优化致毛利率提升。**

2020 年综合毛利率上升 0.23pct 至 72.15%，主要是产品结构优化，高端产品收入大幅增长；期间费用率 23.69%，同比下降 4.56pct，其中销售费用率 16.27%（-5.46pct），主要是广告及业务宣传费减少所致；管理费用率和研发费用率基本保持稳定，财务费用率-0.49%（+0.37pct），主要是利息收入减少所致。2021Q1 毛利率 73.54%，同比 +1.32pct，净利率 29.80%，同比+0.18pct，皆为历史高位。

● **公司未来看点。**（1）优化公司治理结构，纵深推进国企改革，收购集团公司所持山西杏花村汾酒集团酒业发展区股份有限公司 51%股权，大幅减少了关联交易；（2）公司采取“抓两头，带中间”的产品战略，持续优化产品结构，打造高端化产品的全新运作模式，高端产品青花汾酒系列同比增长 30%以上，销售占比不断提升；（3）随着我国居民可支配收入的提升，消费升级提质扩容，消费升级趋势将使得市场份额向高端名优酒企集中，行业集中度进一步提升。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 184.6、233.1 和 282.3 亿元，EPS 分别为 5.37、7.38 和 9.25 元，当前股价对应 PE 分别为 75.7、55.1 和 43.9 倍，维持“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；省外地区拓展不达预期；食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	13,990	18,463	23,313	28,231
货币资金	4,607	7,085	9,592	13,081	营业成本	3,896	5,100	6,447	8,066
应收款	4,423	6,103	7,706	9,332	营业税金及附加	2,503	2,503	2,503	2,503
存货	6,354	6,970	8,811	11,024	销售费用	2,276	3,046	3,847	4,630
其他流动资产	425	446	469	492	管理费用	1,089	1,440	1,795	2,146
流动资产合计	15,808	20,605	26,578	33,929	财务费用	-68	-146	-208	-283
非流动资产:					研发费用	17	18	23	28
金融类资产	13	14	16	17	费用合计	3,314	4,359	5,457	6,520
固定资产+在建工程	2,290	2,345	2,403	2,461	资产减值损失	4	3	2	1
无形资产+商誉	339	373	410	451	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	1,329	1,462	1,608	1,769	投资收益	-49	-51	-54	-56
非流动资产合计	3,971	4,194	4,437	4,699	营业利润	4,235	6,455	8,857	11,089
资产总计	19,779	24,799	31,015	38,627	加: 营业外收入	6	6	7	7
流动负债:					减: 营业外支出	4	4	5	5
短期借款	0	0	0	0	利润总额	4,237	6,457	8,859	11,091
应付账款、票据	2,311	3,287	4,155	5,198	所得税费用	1,121	1,743	2,392	2,995
其他流动负债	7,318	8,050	8,855	9,740	净利润	3,116	4,714	6,467	8,096
流动负债合计	9,629	11,336	13,010	14,938	少数股东损益	37	37	38	39
非流动负债:					归母净利润	3,079	4,676	6,429	8,058
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	84	88	93	98					
非流动负债合计	84	88	93	98					
负债合计	9,714	11,425	13,102	15,036					
所有者权益									
股本	872	872	872	872					
资本公积金	204	204	204	204					
未分配利润	8,289	11,128	15,020	19,889					
少数股东权益	288	288	288	288					
所有者权益合计	10,065	13,376	17,914	23,593					
负债和所有者权益	19,779	24,800	31,017	38,629					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3116	4714	6467	8096	成长性				
折旧与摊销	152	149	158	168	营业收入增长率	17.8%	32.0%	26.3%	21.1%
财务费用	-49	-146	-208	-283	营业利润增长率	48.9%	52.4%	37.2%	25.2%
存货的减少	-543	-616	-1841	-2212	归母净利润增长率	58.8%	51.9%	37.5%	25.3%
营运资本变化	-466	-705	-735	-582	总资产增长率	23.1%	25.4%	25.1%	24.5%
其他非现金部分	-200	548	604	665	盈利能力				
经营活动现金净流量	2010	3942	4444	5851	毛利率	72.2%	72.4%	72.3%	71.4%
投资活动现金净流量	-740	-207	-217	-228	营业利润率	30.3%	35.0%	38.0%	39.3%
筹资活动现金净流量	-1369	-1257	-1720	-2134	三项费用/营收	23.7%	23.6%	23.4%	23.1%
现金流量净额	-101	2,479	2,506	3,489	EBIT/销售收入	30.3%	35.0%	38.0%	39.3%
					净利润率	22.3%	25.5%	27.7%	28.7%
					ROE	31.0%	35.2%	36.1%	34.3%
					营运能力				
					总资产周转率	70.7%	74.5%	75.2%	73.1%
					资产结构				
					资产负债率	49.1%	46.1%	42.2%	38.9%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.65	0.84	0.69	0.72
					每股数据(元/股)				
					每股收益	3.53	5.37	7.38	9.25
					每股净资产	11.55	15.35	20.55	27.07

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>