

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 山西汾酒 (600809): 一季报实现开门红, 省外扩张加速

2021年4月28日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

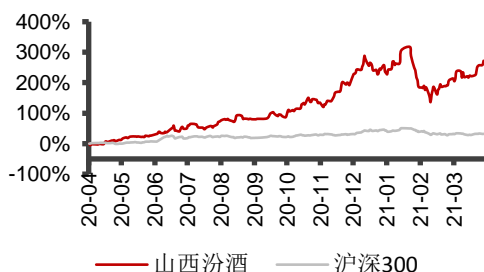
### 公司评级

当前价格(元):	429.05
上次评级:	推荐
本次评级:	推荐

### 公司基本数据

总股本(亿股):	8.72
流通股本(亿股):	8.66
流通A股市值(亿元):	3715
每股净资产(元):	13.73
资产负债率(%):	44.24

### 山西汾酒与沪深300涨跌幅走势图



资料来源: Wind

### 相关报告

- 1、贵州茅台(600519): 2020年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402
- 2、海天味业(603288): 疫情下稳定成长, 2021年积极目标有望达成 20210401
- 3、疫情反复下关注确定性及同比改善 20210207

### 内容摘要:

山西汾酒发布2020年报及2021年一季报, 公司2020年实现营业收入139.9亿元, 同增17.63%, 归母净利润30.79亿元, 同增56.39%。2021年一季度, 公司实现营业收入73.32亿元, 同增77.03%, 归母净利21.82亿元, 同增77.72%。

**2020年疫情下高增长, 2021年实现开门红。**公司2020年业绩与此前业绩快报基本一致, 在疫情下实现了较快增长。分产品看, 2020年汾酒、系列酒、配制酒收入增速分别为22.64%、-36.22%及19.23%, 汾酒及配制酒均维持高速增长, 品牌双轮驱动初现雏形。2021年一季度公司收入增速实现开门红, 其中汾酒、系列酒、配制酒收入增速分别为78.97%、-27.20%、149.97%, 青花30复兴版回款超预期, 青花20省外持续放量。分地区来看, 2020年及2021年一季度省外收入同比增速分别为31.7%、108.4%, 一季度省外收入占比提升至59.7%, 全国化进程加速推进。

**毛利率提升明显, 2021年一季度盈利超预期。**2020年公司食品制造业毛利率为72.3%, 可比口径下提升1.25个百分点, 主因高端青花汾酒疫情下高速增长、玻汾提价、系列酒大力度调整等促进产品结构优化。在高端产品销量加速增长、费效比进一步提升的共同作用下, 公司2020年净利率为22.01%, 同比提升3.69个百分点。2021年一季度, 公司毛利率达73.54%, 同比提升1.32个百分点, 主因青花汾酒持续高增长、中端产品恢复性增长及玻汾提价。虽费效比提升明显, 但因税金及附加、所得税同比上升, 净利率小幅提升0.18个百分点至29.76%。

**投资建议:** 公司清香型龙头地位突出, “十三五”改革奠定后续增长的坚实基础, 随着改革的深化及战略的进一步推进, 公司全国化、高端化持续, 看好中长期良性、快速发展。我们预计公司2021-23年EPS分别为5.04、6.56、8.20元。公司2021年4月28日PEttm为92.6倍, 处于历史较高水平, 但预计2022-23年PE分别回落至65、52倍, 若基于确定性及成长性给予一定估值溢价, 目前估值具有一定合理性, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

**事件：**山西汾酒发布2020年报及2021年一季报，公司2020年实现营业收入139.9亿元，同增17.63%，归母净利润30.79亿元，同增56.39%。2021年一季度，公司实现营业收入73.32亿元，同增77.03%，归母净利21.82亿元，同增77.72%。

**2020年疫情下高增长，2021年实现开门红。**公司2020年业绩与此前业绩快报基本一致，在疫情下实现了较快增长，其中2020年四季度收入、净利润分别为36.16亿元、6.18亿元，分别同比增长33.12%、140.38%，由于疫情向好、提价效应及春节错位，业绩加速增长。分产品看，2020年汾酒、系列酒、配制酒分别实现收入126.3、5.7及6.5亿元，同比增速分别为22.64%、-36.22%及19.23%。汾酒及配制酒均维持高速增长，品牌双轮驱动初现雏形，系列酒收入下降幅度较大一方面由于公司对汾牌停产整顿仍，另一方面系列酒所处主要价格带受疫情影响较大。量价方面，三大产品线的吨价均有所提升，其中汾酒实现量价齐升，销量及吨价分别增长18%、4%，系列酒销量大幅下降57%，但吨价提升47%，产品结构调整明显，配制酒销量小幅下降3%，吨价提升23%。2021年一季度，公司收入增速实现开门红，其中汾酒、系列酒、配制酒收入增速分别为78.97%、-27.20%、149.97%，青花30复兴版回款超预期，青花20省外持续放量，增速突出，预计青花系列整体增长翻倍，而玻汾、老白汾在去年低基数下增速大概率超30%。

分地区来看，2020年省内、省外收入增速分别为3.9%、31.7%，由于省外青花销售持续高速增长，省外收入占比大幅提升至57%。汾酒在强力推进“打过长江”战略布局的背景下，长江以南核心市场增速均超50%；竹叶青逐步完善“631”重点市场布局，长江以南市场增幅超过150%，广东市场实现亿元突破。2021年一季度省内、省外收入增速分别为44.7%、108.4%，省内呈现恢复性增长，省外实现加速增长，省外收入占比进一步提升至59.7%。截至一季度末，公司省外经销商已达2304家，全国化进程加速推进。

**毛利率提升明显，2021年一季度盈利超预期。**2020年公司食品制造业毛利率为72.3%，可比口径下提升1.25个百分点，高端青花汾酒疫情下高速增长、玻汾提价、系列酒大力度调整等促进产品结构优化，毛利率提升明显。费用方面，2020年公司销售费率为16.27%，可比口径下大幅下降4.31个百分点，主要由于广告及业务宣传费同比下降20.56%，我们认为

主要由于青花20已形成较好消费氛围，因此减少费用投放提高费效比，且青花30复兴版还未开始大规模市场推广导致。公司管理、研发、财务费用率分别为7.78%、0.12%、-0.49%，基本保持稳定。在高端产品销量加速增长、费效比进一步提升的共同作用下，公司2020年净利率为22.01%，同比提升3.69个百分点。

2021年一季度，公司毛利率达73.54%，同比提升1.32个百分点，主要由于青花汾酒持续高增长、中端产品恢复性增长及玻汾提价导致。费用方面，销售、管理费用率分别为17.95%、3.19%，同比下降3.44、2.29个百分点，费效比进一步提升。由于税金及附加、所得税同比上升较为明显，公司净利率小幅提升0.18个百分点至29.76%。

**目标积极进取，全国化、高端化战略持续。**公司“十三五”期间完成了股权结构、组织架构、激励机制等多方面改革，业绩持续快速增长的同时，全国化进程开启，消费氛围不断向好。2021年，公司将力争收入同比增长30%，目标积极进取。公司定位2021年为实现战略复兴发展的关键时期，品牌建设方面，将落实复兴宣传战略，全面构建“2（汾酒、竹叶青双轮驱动）+2（杏花村、系列酒）”品牌整体架构；市场营销方面，深化“1357+10”市场布局及“抓两头，带中间”的产品策略，坚持青花系列分离运作、价值回归。整体来看，公司的战略向全国化、高端化的方向深化，“十四五”规划有望合理分解、稳步落实。

**投资建议：**公司清香型龙头地位突出，“十三五”改革奠定后续增长的坚实基础，随着改革的深化及战略的进一步推进，公司全国化、高端化持续，看好中长期良性、快速发展。我们预计公司2021-23年EPS分别为5.04、6.56、8.20元。公司2021年4月28日PE<sub>ttm</sub>为92.6倍，处于历史较高水平，但预计2022-23年PE分别回落至65、52倍，若基于确定性及成长性给予一定估值溢价，目前估值具有一定合理性，维持“推荐”评级。

**表：重点指标预测**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13989.80	18353.84	22848.93	28028.80
增长率	17.63%	31.19%	24.49%	22.67%
归母净利（百万元）	3079.23	4396.56	5720.63	7142.90
增长率	56.39%	42.78%	30.12%	24.86%
每股收益（元）	3.53	5.04	6.56	8.20
PE（倍）	106.22	85.05	65.36	52.35

资料来源：携宁、Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年4月28日，2021-2023年业绩为作者预测值。

**风险提示:** 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

**盈利预测:**

报表预测		单位: 百万元			
资产负债表					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	4607	5653	8838	14146	
存货	6354	7792	9279	11314	
预付账款	117	142	167	200	
其他流动资产	4729	4639	4576	4519	
流动资产合计	15808	22501	30371	40161	
固定资产合计	1762	1895	2046	2212	
<b>资产总计</b>	<b>19779</b>	<b>26718</b>	<b>34823</b>	<b>44812</b>	
应付票据及应付账款	2311	3026	3879	4653	
应付职工薪酬	1069	1351	1666	1998	
应交税费	1796	2386	2970	3644	
其他流动负债	4453	5807	7011	8729	
流动负债合计	9629	12570	15526	19025	
<b>负债合计</b>	<b>9714</b>	<b>12654</b>	<b>15610</b>	<b>19109</b>	
归属于母公司的所有者权益	9777	13731	18823	25241	
少数股东权益	288	332	390	462	
<b>股东权益</b>	<b>10065</b>	<b>14064</b>	<b>19213</b>	<b>25704</b>	
<b>负债及股东权益</b>	<b>19779</b>	<b>26718</b>	<b>34823</b>	<b>44812</b>	
现金流量表					
	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流净额	2010	1990	4345	6595	
投资活动现金流净额	-740	-438	-461	-487	
筹资活动现金流净额	-1369	-505	-700	-800	
<b>现金净流量</b>	<b>-101</b>	<b>1047</b>	<b>3184</b>	<b>5309</b>	

利润表		单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	<b>13990</b>	<b>18354</b>	<b>22849</b>	<b>28029</b>	
同比增速	18%	31%	24%	23%	
营业成本	3896	4740	5552	6660	
毛利	10094	13614	17297	21368	
毛利率	72%	74%	76%	76%	
税金及附加	2503	3304	4113	5045	
税金及附加/营业收入	18%	18%	18%	18%	
销售费用	2276	3120	3884	4765	
销售费用率	16%	17%	17%	17%	
管理费用	1089	1101	1371	1682	
管理费用率	8%	6%	6%	6%	
研发费用	17	24	32	42	
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	
财务费用	-68	-128	-181	-287	
财务费用率	-0.5%	-0.7%	-0.8%	-1.0%	
<b>营业利润</b>	<b>4235</b>	<b>6082</b>	<b>7914</b>	<b>9882</b>	
营业利润/营业收入	30%	33%	35%	35%	
<b>利润总额</b>	<b>4237</b>	<b>6084</b>	<b>7916</b>	<b>9884</b>	
利润总额/营业收入	30%	33%	35%	35%	
所得税费用	1121	1643	2137	2669	
<b>归母净利润</b>	<b>3079</b>	<b>4397</b>	<b>5721</b>	<b>7143</b>	
同比增速	56%	43%	30%	25%	

基本指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>EPS (元)</b>	3.53	5.04	6.56	8.20
<b>BVPS (元)</b>	11.22	15.76	21.60	28.96
<b>PE (倍)</b>	106.22	85.05	65.36	52.35
<b>PEG</b>	1.88	1.99	2.17	2.11
<b>PB (倍)</b>	33.45	27.23	19.87	14.81
<b>EV/EBITDA</b>	73.95	59.30	45.46	36.12
<b>ROE</b>	31%	32%	30%	28%

数据来源: 携宁、wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年4月28日, 2021-2023年业绩为作者预测值。



## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层