证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

山西汾酒(600809)

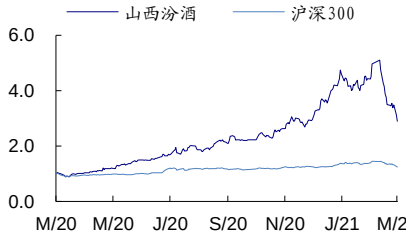
买入

2020 年业绩快报点评

（维持评级）

2021 年 03 月 10 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	872/866
总市值/流通(百万元)	224,767/223,302
上证综指/深圳成指	3,359/13,476
12 个月最高/最低(元)	464.97/77.00

相关研究报告:

《山西汾酒-600809-重大事件快评：十四五发展思路清晰，汾酒复兴已在途中》 ——2020-12-27

《山西汾酒-600809-重大事件快评：集团资产注入减少关联交易，管理层变动深化国企改革》——2020-11-19

《山西汾酒-600809-2020 年中报点评：Q2 业绩超预期，全年高增长仍可期待》 ——2020-09-08

《山西汾酒-600809-2019 年三季报点评：业绩超预期，省外加速渗透》 ——2019-10-28

《山西汾酒-600809-2019 年中报点评：业绩超预期，产品策略显成效》 ——2019-08-27

证券分析师：陈青青
电话：0755-22940855
E-MAIL：chenqingq@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001

证券分析师：熊鹏
电话：021-60875164
E-MAIL：xiongpeng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

20 年业绩略超预期，期待 21Q1 开门红

- **2020 年业绩略超预期，青花高增助力产品结构升级**

公司公布 2020 年业绩预告，预计 2020 年全年营收 139.96 亿元（+17.69%），归母净利润 31.06 亿元（+57.75%），其中四季度单季营收 36.22 亿元（+33.36%），归母净利润 6.54 亿元（+150.76%），收入符合预期，净利润略超预期。公司 20Q4 业绩高增超预期主要原因为：1）青花系列高增长，四季度青花占比提升优化产品结构，2020 年全年预计青花收入增速在 30%以上，玻汾增速接近 30%，巴拿马老白汾系列增速在双位数左右；2）19Q4 非经常性损益下基数较低。2020 年公司全国化布局快速推进，长江以南市场平均增速超过 50%，亿元市场达到 17 个，同时 20 年四季度推出青花 30 复兴版，目标进军 1000 元高端酒领域，公司整体向上势能良好。

- **春节回款动销较好，看好 21Q1 业绩开门红**

根据渠道反馈来看，春节前经销商普遍回款比例在 35%左右，发货节奏较为正常，同时青花全实现顺价销售。当前渠道及终端库存较低，终端旺盛需求下后续有望迎来补库存需求，一季度及上半年整体业绩高增值得期待，2021 全年公司业绩仍有望持续受益于青花高增长。

- **十四五目标积极，汾酒复兴已在途中**

公司十四五目标积极，青花汾酒提出抓中间带两头的策略，紧抓青 30 战略性单品。在未来青花 30 复兴版运作思路上，采取经销商严格的配额制，同时坚持稳价，保证经销商利润，另外积极创新非标品，进一步拉升品牌价值。当前老版本青花 30 已经停止生产，复兴版青花 30 陆续投放以及控货挺价调控下，价格有望持续提升，进一步拉升青花品牌力。中长期来看，公司环山西市场产品结构调整仍有较大空间，长江以南市场加速布局，全国化发展空间较大，汾酒复兴已在途中。

- **风险提示：**宏观经济风险，产品升级不及预期
- **投资建议：上调盈利预测，维持 “买入”评级。**

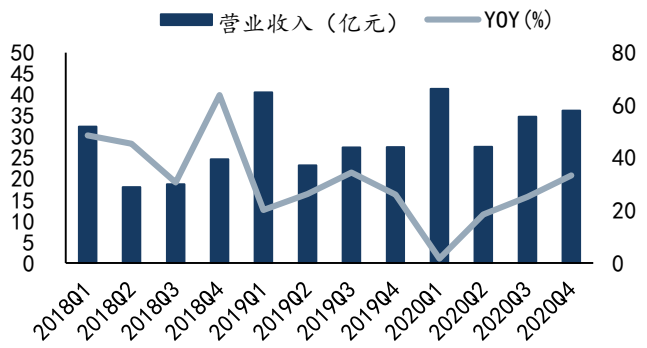
上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 31/43/55 亿元，摊薄 EPS=3.54/4.87/6.24 元，当前股价对应 PE=73/53/41x，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	13,981.7	17,512.1	21,384.3
(+/-%)	*47.5%*	26.6%	17.7%	25.3%	22.1%
净利润(百万元)	1,467	1,939	3,106	4,272	5,477
(+/-%)	*54.0%*	32.2%	57.8%	37.5%	28.2%
摊薄每股收益(元)	1.69	2.22	3.54	4.87	6.24
EBIT Margin	9.3%	9.5%	9.1%	9.3%	9.2%
净资产收益率(ROE)	23.6%	26.0%	33.4%	36.6%	37.3%
市盈率(PE)	153.2	115.9	72.8	53.0	41.3
EV/EBITDA	12.4	25.3	49.5	36.7	29.5
市净率(PB)	36.2	30.2	24.3	19.4	15.4

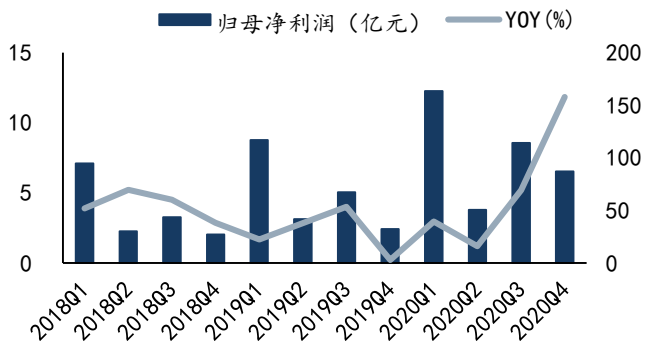
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：山西汾酒分季度营业收入及同比增速



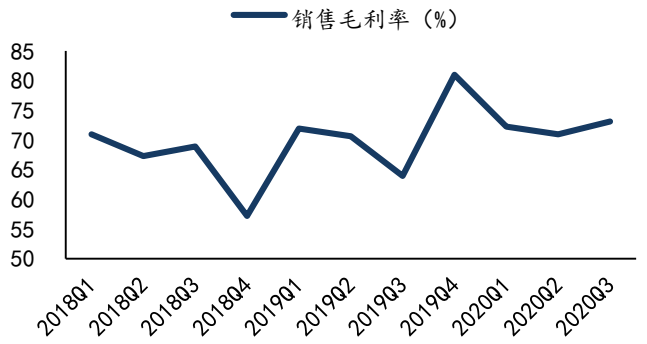
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：山西汾酒分季度归母净利润及同比增速



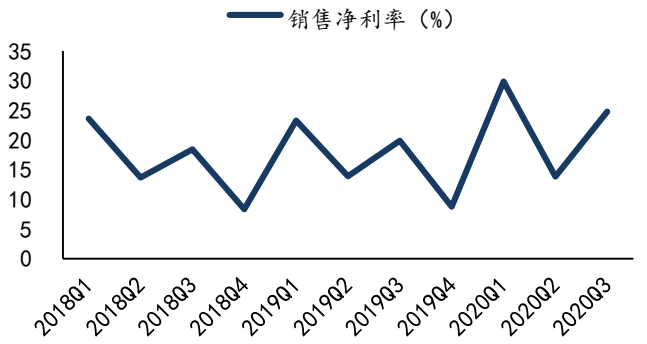
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：山西汾酒分季度毛利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：山西汾酒分季度净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2021 年 3 月 10 日）

股票代码	简称	PE（TTM）	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600519.SH	贵州茅台	54.6	24332	32.80	36.22	43.50	59	53	45	买入
000858.SZ	五粮液	48.5	9413	4.48	5.13	6.40	54	47	38	买入
000568.SZ	泸州老窖	48.4	2742	3.17	3.98	4.98	59	47	38	,买入
	平均	50.5	12162	13.48	15.11	18.29	57	49	40	
600809.SH	**山西汾酒**	**83.1**	**2248**	**2.22**	**3.54**	**4.87**	**116**	**73**	**53**	**买入**

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3964	1133	8854	3170
应收款项	7586	8260	8653	7571
存货净额	5258	2415	6995	3680
其他流动资产	1422	1797	2157	1422
流动资产合计	10745	5435	18141	8373
固定资产	1599	1620	1689	1813
无形资产及其他	1187	1792	1365	1400
投资性房地产	14	13	13	13
长期股权投资	4	3	4	5
资产总计	**16068**	**16713**	**21434**	**20355**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1486	4423	2547	1486
其他流动负债	2965	5824	4438	2965
流动负债合计	**4451**	**10247**	**6985**	**4451**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	54.5	36.5	43.0	44.7
长期负债合计	**2523**	**2596**	**2747**	**2659**
负债合计	**14561**	**15533**	**17544**	**18604**
少数股东权益	28	38	50	66
股东权益	1479	1142	3840	1685
负债和股东权益总计	**16068**	**16713**	**21434**	**20355**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.22	3.54	4.87	6.24
每股红利	0.75	1.30	1.67	2.04
每股净资产	8.54	10.25	12.29	14.78
ROIC	43.9%	48.2%	50.4%	57.2%
ROE	26.0%	28.1%	30.1%	30.6%
毛利率	68.0%	68.1%	68.4%	68.0%
EBIT Margin	9%	9%	9%	9%
EBITDA Margin	11%	11%	11%	11%
收入增长	26.6%	17.7%	25.3%	22.1%
净利润增长率	32.2%	60.2%	37.5%	28.2%
资产负债率	52.5%	44.0%	48.0%	34.5%
息率	0.8%	0.8%	0.3%	0.1%
P/E	115.9	72.8	53.0	41.3
P/B	20.8	24.3	19.4	15.4
EV/EBITDA	38.4	34.4	30.4	27.6

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11880**	**13982**	**17512**	**21384**
营业成本	3335	4404	4494	5415
营业税金及附加	237	291	368	464
销售费用	6464	8066	9920	12135
管理费用	1626	5613	7380	9648
财务费用	(124)	(121)	(169)	(221)
投资收益	248	359	454	571
资产减值及公允价值变动	(25)	(32)	(40)	(50)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	2845	4544	5810	7400
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	**2845**	**4544**	**5810**	**7400**
所得税费用	792	1209	1540	1924
少数股东损益	(4)	0	0	0
归属于母公司净利润	**1939**	**3106**	**4272**	**5477**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**1939**	**3106**	**4272**	**5477**
资产减值准备	2	4	4	9
折旧摊销	142	159	184	203
公允价值变动损失	(94)	(6)	(19)	(40)
财务费用	(103)	(112)	(112)	(112)
营运资本变动	(482)	(1540)	215	(714)
其它	(48)	(1155)	(3198)	(2891)
经营活动现金流	**483**	**(1388)**	**(1424)**	**(1774)**
资本开支	(300)	(200)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(300)**	**(220)**	**(100)**	**(100)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	743	0	0	0
支付股利、利息	(416)	(438)	(553)	(649)
其它融资现金流	1069	21	(119)	59
融资活动现金流	**1723**	**1658**	**(4219)**	**3709**
现金净变动	**1906**	**122**	**856**	**186**
货币资金的期初余额	6172	6354	7125	8235
货币资金的期末余额	8079	8564	9268	9876
企业自由现金流	1520	1575	1873	2222
权益自由现金流	809	1004	1257	1517

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032