2021 年 01 月 04 日
公司研究●证券研究报告

山西汾酒（600809.SH）

公司快报

Q4 利润超预期增长，迈入“十四五”复兴新征程

事件：2020 年 1 月 1 日山西汾酒披露 2020 年业绩预增情况，预计全年营业收入同比增加 16.08%-18.60%，净利润同比增加 41.56%-55.47%。

投资要点

◆ **Q4 营收环比继续加速，利润超预期高增。**公司披露，预计 2020 年全年营收同比增加 16.08%-18.60%，净利润同比增加 41.56%-55.47%。根据我们测算，公司 20Q4 营业收入和净利润分别同比增加 24.07%-34.97%/95.87%-215.70%，四季度环比继续加速，我们预计青花仍是增长主力，公司产品结构进一步提升，加之去年 Q4 利润基数较低，驱动利润快速释放。

◆ **2020 年完美收官，结构改革与全国化顺利推进。**2020 年分产品看，青花和玻汾系列提价顺畅，我们预计该两大系列增速均达 30%以上。分区域看，公司全国市场可控终端网点数量突破 86 万家，营销组织结构进一步下沉，建立起“31 个省区+10 个直属管理区”的区域营销组织架构，重点布局长江以南市场，长三角、珠三角核心市场业绩实现大幅度增长。我们预计 20 年省内收入大个位数增长，环山西市场约 20%左右增长，长江以南市场仍保持 50%以上高速增长。2020 年全年公司首次实现省外收入超越省内收入，省内外收入占比约 4:6。全国化进程顺利推进。

十四五规划双轮驱动，高速成长仍可期。展望十四五，公司将分三阶段推进十四五规划：1）2021 年为深度调整期，调整经销商结构，创新营销体系管理，进一步实现产品升级；2）2022-2023 年为转型发展期，用两年时间实现省外市场高质量发展，实现长江以南市场大发展，积极开拓国际市场；3）2024-2025 年为营销加速期，实现青花规模历史性突破，基本实现汾酒、杏花村两大品牌相互支撑的发展格局，将汾酒打造成行业第一历史文化名酒。同时在汾酒系列快速发展的同时，把竹叶青打造成大健康产业项目，实现两个核心品牌“双轮驱动”。未来公司致力将青花 30 打造成公司品牌序列领头羊，复兴青 30 更多采取直供连锁终端模式，同时在传统经销商层面采取严格的配额制。我们认为公司品牌势能处于上升期，管理层思路清晰，经销商信心足，改革红利不断释放，看好十四五开局之年公司延续高速成长。

◆ **投资建议：**我们上调公司盈利预测：2020-2022 年营业收入分别为 139.54/166.77/200.52 亿元，同比增长 17.5%/19.5%/20.2%。归母净利润 27.96/34.06/41.60 亿元，同比增长 44.2%/21.8%/22.1%，EPS 分别为 3.21/3.91/4.77 元，对应 PE 分别为 117.0X/96.0X/78.6X，考虑公司全国化进程加快及清香白酒龙头，给予估值溢价，维持公司“买入-A”投资评级。

◆ **风险提示：**宏观经济放缓，行业增长或不及预期；公司聚焦青花系列，次高端价格带竞争加剧情况下，青花系列收入或不及预期；公司全国化进程推进中，省外市场拓展或不及预期。

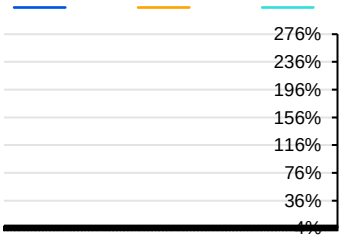
食品饮料 | 白酒 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-12-31)	375.29 元

交易数据

总市值（百万元）	327,075.84
流通市值（百万元）	324,944.20
总股本（百万股）	871.53
流通股本（百万股）	865.85
12 个月价格区间	75.50/375.33 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	49.33	81.43	306.17
绝对收益	50.22	89.36	318.8

分析师 周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn
分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

相关报告

山西汾酒：前三季度业绩实现高增 全年增长目标达成可期 2020-10-30

山西汾酒：上半年业绩增长符合预期 坚定看好清香龙头复兴之路 2020-08-24

山西汾酒：产品结构升级稳步推进 看好公司长期增长趋势 2020-04-28

山西汾酒：业绩增长符合预期，省外市场扩张加速 2019-09-01

山西汾酒：业绩稳步增长，省外市场扩张加速 2019-06-17

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	13,954	16,677	20,052
YoY(%)	55.4	26.6	17.5	19.5	20.2
净利润(百万元)	1,467	1,939	2,796	3,406	4,160
YoY(%)	55.4	32.2	44.2	21.8	22.1
毛利率(%)	66.2	71.9	72.3	72.9	73.2
EPS(摊薄/元)	1.68	2.22	3.21	3.91	4.77
ROE(%)	24.1	26.9	30.3	28.2	26.6
P/E(倍)	223.0	168.7	117.0	96.0	78.6
P/B(倍)	52.6	43.9	34.6	26.7	20.7
净利率(%)	15.6	16.3	20.0	20.4	20.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9016	12642	13346	19243	21945
现金	1296	3964	4113	5886	8261
应收票据及应收账款	3706	6	3482	4856	5170
预付账款	104	130	144	183	211
存货	3156	5258	4481	6933	6640
其他流动资产	754	3285	1127	1386	1663
非流动资产	2813	3425	3670	4002	4414
长期投资	4	0	-0	-2	-4
固定资产	1599	1620	1891	2218	2599
无形资产	223	313	319	328	340
其他非流动资产	987	1491	1460	1458	1478
资产总计	11829	16068	17017	23246	26359
流动负债	5309	8389	7154	10375	9716
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1344	2727	1984	3538	3029
其他流动负债	3966	5661	5169	6838	6686
非流动负债	**38**	**55**	**55**	**55**	**55**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	55	55	55	55
负债合计	5347	8443	7208	10430	9770
少数股东权益	267	178	350	561	818
股本	866	872	872	872	872
资本公积	282	132	132	132	132
留存收益	5005	6476	7823	9683	12024
归属母公司股东权益	6214	7447	9458	12255	15771
负债和股东权益	11829	16068	17017	23246	26359

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	966	3077	1219	2764	3461
净利润	1560	2054	2968	3617	4416
折旧摊销	149	142	143	176	215
财务费用	-27	-103	-121	-150	-212
投资损失	-1	98	19	23	28
营运资金变动	-481	1175	-1790	-902	-986
其他经营现金流	-234	-289	0	0	0
投资活动现金流	-361	28	-406	-531	-655
筹资活动现金流	-776	-847	-663	-460	-431
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.22	3.21	3.91	4.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	3.53	1.40	3.17	3.97
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.54	10.85	14.06	18.10

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9382	11880	13954	16677	20052
营业成本	3170	3336	3861	4525	5381
营业税金及附加	1796	2253	2581	3085	3710
营业费用	1627	2581	2648	3165	3806
管理费用	628	855	949	1134	1364
研发费用	12	22	18	22	26
财务费用	-27	-103	-121	-150	-212
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-98	-19	-23	-28
营业利润	2177	2843	3998	4873	5950
营业外收入	1	3	5	5	3
营业外支出	4	1	3	2	2
利润总额	2174	2845	4000	4875	5951
所得税	615	792	1032	1258	1535
税后利润	1560	2054	2968	3617	4416
少数股东损益	93	115	172	211	256
归属母公司净利润	1467	1939	2796	3406	4160
EBITDA	2285	2868	4022	4901	5955

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	55.4	26.6	17.5	19.5	20.2
营业利润(%)	57.2	30.6	40.6	21.9	22.1
归属于母公司净利润(%)	55.4	32.2	44.2	21.8	22.1
获利能力					
毛利率(%)	66.2	71.9	72.3	72.9	73.2
净利率(%)	15.6	16.3	20.0	20.4	20.7
ROE(%)	24.1	26.9	30.3	28.2	26.6
ROIC(%)	24.5	26.3	30.3	28.5	26.9
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	52.5	42.4	44.9	37.1
流动比率	1.7	1.5	1.9	1.9	2.3
速动比率	0.9	0.5	1.1	1.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.2	6.4	8.0	4.0	4.0
应付账款周转率	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
估值比率					
P/E	223.0	168.7	117.0	96.0	78.6
P/B	52.6	43.9	34.6	26.7	20.7
EV/EBITDA	142.7	112.7	80.4	65.7	53.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn