2020 年 12 月 28 日

顾向君
H70420@capitalcom.tw

目标价(元) 373

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2020/12/25)	327.51
上证指数(2020/12/25)	3396.56
股价 12 个月高/低	345.58/74.99
总发行股数(百万)	871.53
A 股数(百万)	865.85
A 市值(亿元)	2835.74
主要股东	山西杏花村汾酒集团有限责任公司(56.56%)
每股净值(元)	10.49
股价/账面净值	31.21

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	27.8	66.5	296.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020-10-29	223.50	区间操作
2020-08-25	177.79	区间操作
2020-04-28	99.32	买入
2019-10-28	83.85	买入
2019-08-28	70.24	买入

产品组合

汾酒	91.35%
系列酒	4.05%
配制酒	4.60%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.1%
一般法人	72.8%

股价相对大盘走势



山西汾酒(600809.SH) TRADING BUY 区间操作

深化改革迎接十四五新征程

结论与建议：

事件概要：2020 年 12 月 26 日。汾酒召开 2020 年全球经销商大会。

- “十三五”圆满收官。“十三五”期间，公司实现引入战投、股权激励、集团整体上市等多项改革措施，规模扩张居行业前列，2016-2019 年收入 CAGR 达 28%，利润 CAGR 达 34%；实现全国化推进，省外市场迅速扩张，2016-2019 年收入 CAGR 达 33%。2020 年，尽管面临疫情挑战，前三季度公司收入仍同比增 13%，青花系列同比增 30%，利润同比增 44%，以地域来分，省外市场前三季度同比增 24%，目前省外/省内收入占比为 6:4。截至目前，汾酒可掌控终端数量超 85 万家，亿元市场达 17 个，长江以南市场增速超 50%。此外，2020 年亦确立“汾酒+竹叶青”双轮驱动战略，竹叶青确立“健康国酒”定位，收入增速达 30%。
- “十四五”改革深入，强化品牌竞争力。十四五期间公司将分三阶段进行营销改革：1）第一阶段，2021 年营销深入调整期，即用一年时间解决此前遗留的经销商问题，如体系管理创新不足、品牌聚焦和渠道利润等；2）第二阶段，2022-2023 年，转型发展期，即实现省外市场高质、高速发展，实现长江以南市场显着突破；3）第三阶段，营销加速发展期，实现青花汾酒营收规模历史性的突破，将汾酒打造成最具竞争力的品牌，并全面完成“1357”的市场布局。配合营销改革，公司配置“13344”战略，总体来说包含营销体系一体化、提升品牌价值、优化经销商结构、圈层营销、产品“抓两头、带中间”、稳定价格体系等内容。从整个改革方向来看，“十四五”期间预期公司省外市场将持续拓展，叠加 9 月推出千元价格带产品青花 30 复兴版，“十四五”期间公司产品体系将进一步完善，品牌影响力稳步提升。
- 近几年国企改革中，我们已见证公司各方面飞跃式变化，“十四五”期间，公司深化改革兴利除弊，品牌复兴值得期待。上调盈利预测，预计 2020-2021 年将分别实现净利润 29 亿和 37.5 亿，分别同比增 50%和 29%，EPS 分别是为 3.33 元和 4.30 元，当前股价对应 PE 分别为 98 倍和 76 倍，维持“区间操作”投资建议。
- 风险提示：省外扩张不及预期，行业竞争加剧，费用投放超预期

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	952	1507	1939	2901	3750
同比增减	%	57.39	58.24	28.63	49.66	29.24
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.09	1.69	2.23	3.33	4.30
同比增减	%	56.02	55.36	31.87	49.02	29.24
市盈率(P/E)	X	300.36	193.34	146.61	98.39	76.13
股利 (DPS)	RMB 元	0.60	0.75	0.90	1.36	1.85
股息率 (Yield)	%	0.18	0.23	0.27	0.42	0.56

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进（Strong Buy）	潜在上涨空间≥ 35%
买进（Buy）	15%≤潜在上涨空间<35%
区间操作（Trading Buy）	5%≤潜在上涨空间<15%
中立（Neutral）	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
营业收入	6361	9444	11880	14283	18292
经营成本	2078	2958	3336	3714	4573
营业税金及附加	1240	1916	2253	2382	3398
销售费用	1140	1657	2581	3219	4018
管理费用	539	698	855	1118	1432
财务费用	-22	-28	-103	-103	-132
资产减值损失	-17			0	0
投资收益	1	1	-98	-48	0
营业利润	1395	2236	2843	3887	4967
营业外收入	9	1	3	1	1
营业外支出	11	4	1	2	2
利润总额	1393	2233	2845	3886	4966
所得税	382	628	792	970	1209
少数股东损益	59	98	115	16	8
归属于母公司所有者的净利润	952	1507	1939	2901	3750

附二：合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
货币资金	1259	1422	3964	5345	7747
应收账款	12	11	6	7	7
存货	2299	3156	5258	6310	7256
流动资产合计	6244	9016	12642	14918	17305
长期股权投资	3	4	0	0	0
固定资产	1651	1599	1620	1701	1786
在建工程	419	306	511	587	617
非流动资产合计	2696	2813	3425	3699	3810
资产总计	8940	11829	16068	18617	21115
流动负债合计	3584	5309	8389	9647	10419
非流动负债合计	17	38	55	59	62
负债合计	3601	5347	8443	9706	10481
少数股东权益	103	267	178	187	196
股东权益合计	5236	6214	7447	8725	10439
负债及股东权益合计	8940	11829	16068	18617	21115

附三：合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
经营活动产生的现金流量净额	896	966	3077	2142	3110
投资活动产生的现金流量净额	-305	-361	28	27	25
筹资活动产生的现金流量净额	-507	-776	-847	-788	-733
现金及现金等价物净增加额	84	-171	2258	1381	2402

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。