山西汾酒（600809）

公司研究/点评报告

改革奋进正当时，品牌复兴在路上

——山西汾酒（600809）点评报告

点评报告/食品饮料　　2020 年 12 月 28 日

一、事件概述

山西汾酒经销商大会于近期召开。

二、分析与判断

➢ 回顾“十三五”，汾酒改革步履坚定、奋进增长

改革是贯穿山西汾酒“十三五”发展期间的关键词。2017 年是改革顶层设计期，公司于 2017 年 3 月同省国资委签订经营目标考核责任书，国资委下放经 8 项实权，拉开改革序幕，公司制定“11936”中长期汾酒复兴战略与“62210”五年奋斗目标，明确改革与发展方向；**2018 年是改革深入实践期，**公司引入华润战投优化股权结构，提出三步并做两步走加快发展；**2019 年是改革决胜攻坚期，**公司股权激励方案落地，同时加快收购集团关联资产节奏，实现集团酒业资产整体上市，解决与集团关联交易与同业竞争问题。**2020 年是汾酒改革巩固期，**在疫情冲击大背景下，公司表现亮眼，汾酒集团预计全年维持良性增长，其中青花汾酒同增 30%以上，省外市场收入占比达 6 成，拥有 17 个亿元市场，首次实现区域销售的结构性反转，交上“十三五”完美答卷。

➢ 展望“十四五”，汾酒品牌复兴正在路上

李秋喜董事长在会上表示，业绩是汾酒赢下“十四五”的重要指标，公司将努力提高省外市场收入占比至 70%以上，坚持中高端发展路线，持续推进品牌复兴。**展望“十四五”，汾酒营销工作将按三个阶段有序推进：2021 年是营销深入调整期，**着力解决经销商结构与营销体系管理创新问题，解决产品升级、品牌聚焦与渠道利润等问题；**2022-2023 年是转型发展期，**持续发力长江以南市场、实现杏花村品牌销售规模和质量不断提升；**2024-2025 年时营销加速期，**实现青花汾酒规模的历史性突破，汾酒、杏花村两大品牌相互支撑，完成“1357”市场布局。**产品布局方面稳中有进，**玻汾已成光瓶酒大单品；未来竹叶青预计亦能稳定贡献业绩；青花汾酒发力高端，青花 20/30 之上推出青花 30 复兴版，拉动青花产品体系价格持续上行，站稳次高端并稳步向高端进发，香型与品牌优势助力公司“十四五”新发展。

三、投资建议

预计 2020-2022 年收入 134.84/162.08/186.87 亿元，同比+13.5%/+20.2%/15.3%。归属上市公司净利润 27.46/32.32/37.38 亿元，同比+41.7%/+17.7%/+15.6%，折合 EPS 为 3.15/3.71/4.29 元，对应 PE 分别为 104X/88X/76X。公司估值水平高于 2020 年白酒板块整体预期的 52 倍 PE，但考虑到公司省外扩张态势良好，长期成长确定性较高，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

经济下滑拖累需求，省外扩张不及预期、业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,880	13,484	16,208	18,687
增长率（%）	26.6%	13.5%	20.2%	15.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,939	2,746	3,232	3,738
增长率（%）	32.2%	41.7%	17.7%	15.6%
每股收益（元）	2.23	3.15	3.71	4.29
PE（现价）	146.6	103.9	88.3	76.4
PB	38.3	23.4	19.5	16.3

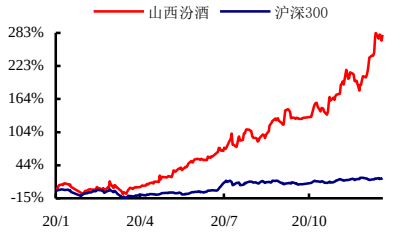
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　327.51 元

交易数据	2020-12-25
近 12 个月最高/最低(元)	330.34/79.75
总股本（百万股）	872
流通股本（百万股）	866
流通股比例（%）	99.35
总市值（亿元）	2,854
流通市值（亿元）	2,836

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：郝宇新

执业证号：　S0100120070030

电话：　021-60876735

邮箱：　haoyuxin@mszq.com

相关研究

1.山西汾酒（600809）2020 年三季报：省外扩张进展顺利，营收业绩加速增长

2.山西汾酒（600809）:持续全国化推动 Q2 高增，未来看点十足

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,880	13,484	16,208	18,687
营业成本	3,336	3,753	4,459	5,066
营业税金及附加	2,253	2,569	3,081	3,557
销售费用	2,581	2,534	3,219	3,719
管理费用	855	895	1,055	1,202
研发费用	22	18	21	24
EBIT	2,832	3,716	4,373	5,120
财务费用	(103)	(119)	(140)	(99)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	(98)	0	0	0
营业利润	2,843	3,836	4,515	5,221
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	2,845	3,836	4,515	5,221
所得税	792	1,067	1,256	1,453
净利润	2,054	2,769	3,259	3,769
归属于母公司净利润	1,939	2,746	3,232	3,738
EBITDA	2,974	3,863	4,519	5,269

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3964	7010	6612	13603
应收账款及票据	2734	4215	4398	5456
预付款项	130	134	166	185
存货	5258	2704	7650	3607
其他流动资产	522	522	522	522
流动资产合计	12642	17373	22121	26184
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1620	1605	1609	1603
无形资产	313	344	398	438
非流动资产合计	3425	3364	3412	3397
资产合计	16068	20737	25533	29581
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2727	2329	3207	3394
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8389	8267	10596	11744
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	55	55	55	55
负债合计	8443	8322	10650	11799
股本	872	872	872	872
少数股东权益	178	200	227	258
股东权益合计	7625	12415	14883	17782
负债和股东权益合计	16068	20737	25533	29581

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	26.6%	13.5%	20.2%	15.3%
EBIT 增长率	31.8%	31.2%	17.7%	17.1%
净利润增长率	32.2%	41.7%	17.7%	15.6%
盈利能力				
毛利率	71.9%	72.2%	72.5%	72.9%
净利润率	16.3%	20.4%	19.9%	20.0%
总资产收益率 ROA	12.1%	13.2%	12.7%	12.6%
净资产收益率 ROE	26.0%	22.5%	22.1%	21.3%
偿债能力				
流动比率	1.5	2.1	2.1	2.2
速动比率	0.9	1.8	1.4	1.9
现金比率	0.5	0.8	0.6	1.2
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	454.0	381.9	418.0	399.9
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	2.2	3.2	3.7	4.3
每股净资产	8.5	14.0	16.8	20.1
每股经营现金流	3.5	4.4	0.7	9.2
每股股利	0.9	0.8	0.9	1.0
估值分析				
PE	146.6	103.9	88.3	76.4
PB	38.3	23.4	19.5	16.3
EV/EBITDA	93.9	71.7	61.4	51.4
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,054	2,769	3,259	3,769
折旧和摊销	147	147	146	148
营运资金变动	1,235	922	(2,817)	4,077
经营活动现金流	3,087	3,838	587	7,994
资本开支	140	73	194	133
投资	71	0	0	0
投资活动现金流	28	(73)	(194)	(133)
股权募资	110	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(847)	(719)	(791)	(870)
现金净流量	2,268	3,046	(397)	6,991

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

郝宇新，食品饮料行业研究助理，约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。