

山西汾酒 (600809)

证券研究报告
2019年05月22日

青花涨价两步走，控货挺价促进品牌力回归

事件：

汾酒下发涨价通知。

涨价第一步，5月17日起，青花汾酒价格全面上调，48°、53°青花30汾酒（含升级版）开票价分别上调35、25元/瓶，48°、53°青花30汾酒（含升级版）终端建议零售价为738元/瓶；

涨价第二步，7月1日起，48°青花30汾酒（含升级版）开票价上调20元/瓶，终端供货价上调10元/瓶，终端建议零售价格上涨30元/瓶达到768元/瓶。53°青花30汾酒（含升级版）开票价上调30元/瓶，终端供货价上调30元/瓶，终端建议零售价上调50元/瓶达到788元/瓶。

点评：

1.青花控量挺价促进品牌力回归。

汾酒产品经营策略是“两头带中间”，主推青花和玻汾，在次高端和低价酒中进行竞争，其中青花更是重中之重，是品牌力提升和利润创造的主力产品。本次青花全线提价贯彻了汾酒年度规划中对青花的重视，施行配额控价，管理升级。公司自3月起，便开始控货，本次涨价是“淡季控货挺价”策略的应有之义。

2.青花价格全面提升保证渠道和终端利润，实现厂家和渠道共赢。

本次涨价同步提升开票价、终端供货价以及终端建议零售价贯彻了汾酒提出的三个高于——经销商毛利、终端商利润、业务员收入均高于大多数名酒品牌。通过保证渠道利润，加上汾酒强大的品牌力助推，本次涨价有望顺利实行，实现厂家和渠道共赢。

3.本次涨价紧跟行业步伐，汾酒性价比依旧凸显

近来，五粮液、老窖、郎酒均有所提价。在本轮涨价中，汾酒属于跟随涨价，且涨价品种为高端品青花30。因此在五粮液提价打开空间后，汾酒的提价将会顺利许多，汾酒性价比依旧出众，是次高端最优选之一。

投资建议：考虑到公司品牌力强，产品性价比高，我们将收入预测由19、20年114、133亿上调至19、20、21年115、140、161亿，净利润由19、20年的18.5、25亿上调至19、20、21年的19、27、33亿，EPS由19、20年的2.14、2.89元上调至19、20、21年的2.19、3.10、3.80。考虑白酒板块景气度高，公司业务高端占比提升，省外比例增加，给予19年30倍PE，目标价65.7元。

风险提示：食品安全问题、省外市场增速不达预期、省内经济压力增大

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,037.48	9,381.94	11,492.87	13,963.84	16,058.42
增长率(%)	37.06	55.39	22.50	21.50	15.00
EBITDA(百万元)	(2,645.99)	2,308.74	2,959.50	4,125.35	4,974.06
净利润(百万元)	944.10	1,466.73	1,909.51	2,702.80	3,308.17
增长率(%)	56.02	55.36	30.19	41.54	22.40
EPS(元/股)	1.08	1.68	2.19	3.10	3.80
市盈率(P/E)	53.52	34.45	26.46	18.70	15.27
市净率(P/B)	9.65	8.13	7.20	6.14	5.20
市销率(P/S)	8.37	5.39	4.40	3.62	3.15
EV/EBITDA	(18.08)	12.40	16.54	11.64	9.54

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	57.98元
目标价格	65.7元

基本数据

A股总股本(百万股)	871.53
流通A股股本(百万股)	865.85
A股总市值(百万元)	50,531.21
流通A股市值(百万元)	50,201.88
每股净资产(元)	8.20
资产负债率(%)	42.69
一年内最高/最低(元)	68.00/30.39

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《山西汾酒-公司研究简报:激励到位激发活力，重回第一阵营》2019-02-26
- 2 《山西汾酒-季报点评:产品结构优化，利润端增长快速》2018-11-01
- 3 《山西汾酒-季报点评:剑指华南、华东，全国化进程全面打开》2018-05-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,222.31	1,296.11	1,528.94	2,569.64	3,281.61	营业收入	6,037.48	9,381.94	11,492.87	13,963.84	16,058.42
应收票据及应收账款	2,199.33	3,706.10	3,459.04	5,237.44	4,802.68	营业成本	1,821.02	3,169.83	3,332.93	4,049.51	4,656.94
预付账款	188.49	103.74	209.99	215.96	236.55	营业税金及附加	1,237.81	1,795.59	2,413.50	2,653.13	3,051.10
存货	2,299.40	3,156.05	4,419.09	4,098.69	5,366.20	营业费用	1,080.25	1,626.98	1,953.79	2,304.03	2,456.94
其他	333.97	754.20	441.62	513.85	607.72	管理费用	4,701.80	628.43	907.94	907.65	995.62
流动资产合计	6,243.50	9,016.19	10,058.68	12,635.58	14,294.75	研发费用	18.74	12.15	22.99	27.93	32.12
长期股权投资	3.40	4.28	4.28	4.28	4.28	财务费用	(14.55)	(27.34)	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,650.67	1,598.57	1,655.04	1,678.99	1,670.43	资产减值损失	(16.58)	2.21	0.00	0.00	0.00
在建工程	419.24	305.80	219.48	179.69	137.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	230.25	223.24	215.31	207.39	199.46	投资净收益	0.90	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	392.72	680.88	444.79	511.00	544.72	其他	(4,176.75)	(3.94)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,696.28	2,812.77	2,538.90	2,581.35	2,556.71	营业利润	1,384.85	2,177.02	2,861.73	4,021.59	4,865.70
资产总计	8,939.79	11,828.96	12,597.59	15,216.93	16,851.46	营业外收入	9.23	1.16	10.00	10.00	10.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	10.83	3.76	54.00	68.00	25.00
应付票据及应付账款	1,348.13	1,343.59	2,368.90	1,957.66	2,748.12	利润总额	1,383.24	2,174.42	2,817.73	3,963.59	4,850.70
其他	2,235.80	3,965.90	2,802.40	4,442.90	3,587.77	所得税	379.08	614.53	788.96	1,089.99	1,333.94
流动负债合计	3,583.93	5,309.49	5,171.30	6,400.56	6,335.90	净利润	1,004.16	1,559.89	2,028.76	2,873.60	3,516.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	60.06	93.16	119.25	170.80	208.59
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	944.10	1,466.73	1,909.51	2,702.80	3,308.17
其他	17.14	37.86	21.88	25.63	28.46	每股收益(元)	1.08	1.68	2.19	3.10	3.80
非流动负债合计	17.14	37.86	21.88	25.63	28.46						
负债合计	3,601.07	5,347.35	5,193.18	6,426.19	6,364.35	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	102.53	267.45	386.70	557.50	766.08	成长能力					
股本	865.85	865.85	871.53	871.53	871.53	营业收入	37.06%	55.39%	22.50%	21.50%	15.00%
资本公积	242.14	282.39	282.39	282.39	282.39	营业利润	48.96%	57.20%	31.45%	40.53%	20.99%
留存收益	4,317.06	5,287.40	6,146.17	7,361.71	8,849.50	归属于母公司净利润	56.02%	55.36%	30.19%	41.54%	22.40%
其他	(188.87)	(221.48)	(282.39)	(282.39)	(282.39)	获利能力					
股东权益合计	5,338.71	6,481.61	7,404.40	8,790.74	10,487.11	毛利率	69.84%	66.21%	71.00%	71.00%	71.00%
负债和股东权益总	8,939.79	11,828.96	12,597.59	15,216.93	16,851.46	净利率	15.64%	15.63%	16.61%	19.36%	20.60%
						ROE	18.03%	23.60%	27.21%	32.83%	34.03%
						ROIC	29.35%	41.41%	45.74%	53.69%	61.78%
						偿债能力					
						资产负债率	40.28%	45.21%	41.22%	42.23%	37.77%
						净负债率	-22.90%	-20.00%	-20.65%	-29.23%	-31.29%
						流动比率	1.74	1.70	1.95	1.97	2.26
						速动比率	1.10	1.10	1.09	1.33	1.41
						营运能力					
						应收账款周转率	3.25	3.18	3.21	3.21	3.20
						存货周转率	2.86	3.44	3.03	3.28	3.39
						总资产周转率	0.74	0.90	0.94	1.00	1.00
						每股指标(元)					
						每股收益	1.08	1.68	2.19	3.10	3.80
						每股经营现金流	1.03	1.11	1.61	2.99	2.96
						每股净资产	6.01	7.13	8.05	9.45	11.15
						估值比率					
						市盈率	53.52	34.45	26.46	18.70	15.27
						市净率	9.65	8.13	7.20	6.14	5.20
						EV/EBITDA	-18.08	12.40	16.54	11.64	9.54
						EV/EBIT	-17.17	13.26	17.10	11.94	9.76

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com