

山西汾酒（600809）调研报告

三年国改完美收官，汾酒开启全新时代

**强推（维持）**

目标价：98元

当前价：88.08元

- ❖ **事项：**本周我们参加2019年汾酒全球经销商大会及投资者交流会，经销商大会参会人数高达2000人，投资者交流参会情况也相当踊跃，调研反馈如下。
- ❖ **三年国改完美收官，中长期坚定汾酒复兴战略。**汾酒三年国改实现多项突破得到市场充分认可，预计全年酒类收入目标完成无虞，截至19年11月，仅汾酒销售公司销售额已突破百亿。1) 营销队伍持续扩容，营销人员增长至四千余人，终端网点达70万家，销售业绩三年平均增幅达36%。2) 全国化进程稳步推进，已基本扫除空白市场，形成3个10亿级板块市场，省外营收占比56%，达到历史最高水平。3) 产品结构持续优化，中高端产品销售占比为66%，青花汾酒表现突出。4) 管理制度激发活力，完成从传统考核向市场化考核的成功过渡，实现内部管理标准化、营销动作精准化的升级，构造汾酒实现复兴坚实基础。三年国改之后，公司将继续坚持11936中长期复兴战略指导，目标恢复汾老大地位，实现白酒三分天下有其一的复兴目标，我们看好公司深化改革仍将继续，持续释放内部经营活力。
- ❖ **继续聚焦营销，调整产品结构。**对于明年工作重点，李秋喜董事长提出“增量、存量全面发展”。继续以营销为重点，做好“一控三提”。即：控量，提质，提价，提效，在此基础上确保基本盘存量增长，创造区域市场增量，必须稳固北方核心大本营市场，并大力开拓长江以南市场，辐射京津冀长三角粤港澳等沿海经济发达市场。**产品聚焦青花汾酒，提升产品结构。**明年目标实现青花汾酒增长的重大突破，目标青花20/30实现双十亿增量，总体突破50亿大关，此外青花20与30在核心市场、终端及动作都会分离运作；对于竹叶青和杏花村品牌则计划充分挖掘品牌内涵实现销售突破。我们认为，公司明年增长更加突出结构性调整，将由量增转向质增，控制玻汾增长，突出青花战略，优化产品结构，借助结构性调整后续将产品结构从过去的抓两头稳中间转向拔中高控底部。
- ❖ **持续推进全国化，重点开拓南方市场。**汾酒全国化持续推进，计划2020年省外占比达70%，稳固北方核心市场，大力开发南方市场，向位于长、珠三角的江浙沪皖粤五省全力进军，成立集团高管专项组，向省外市场输出优秀营销人才，对长、珠三角投入前置费用，打破考核限制，全力支持市场基础铺设工作，以江浙沪市场为例，经过几年基础市场建设之后，加大任务考核目标快速抢占市场。我们认为，汾酒在北部成熟市场站稳脚跟之后，加大南下扩张力度，全国化战略坚定推进。
- ❖ **投资建议：**公司三年国改完美收官，明年在产品结构和市场战略上积极调整，突出打造青花单品，全力开拓南方市场，全国化布局持续深化，集团资产注入之后经营治理再上台阶，经营步伐依旧稳健可期。我们维持2019-2021年EPS预测为2.23/2.80/3.36元，对应PE分别为39/31/26倍，考虑全国化进程持续推进，给予明年35倍PE，维持目标价98元，当前估值有所回调，来年市值成长仍有空间，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**全国化进程不及预期；竞争加剧；需求不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	9,382	11,695	14,122	16,380
同比增速(%)	55.4%	24.7%	20.8%	16.0%
归母净利润(百万)	1,467	1,940	2,444	2,932
同比增速(%)	55.4%	32.3%	25.9%	20.0%
每股盈利(元)	1.68	2.23	2.80	3.36
市盈率(倍)	52	39	31	26
市净率(倍)	12	10	8	7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年12月27日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com  
执业编号：S0360518090003

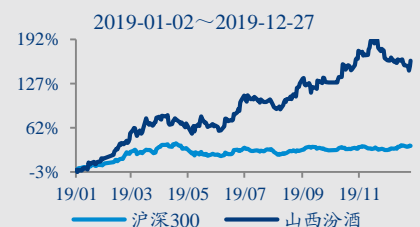
证券分析师：董广阳

电话：021-20572598  
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	87,153
已上市流通股(万股)	86,585
总市值(亿元)	767.64
流通市值(亿元)	762.64
资产负债率(%)	46.0
每股净资产(元)	8.3
12个月内最高/最低价	99.69/32.3

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

- 《山西汾酒（600809）2019年中报点评：玻汾放量增长，省外占比过半》 2019-08-27
- 《山西汾酒（600809）2019年三季度报点评：全国化扎实推进，三年国改收官在望》 2019-10-27
- 《山西汾酒（600809）重大事项点评：山西国企改革典范，明年千亿市值在望》 2019-11-26

图表 1 山西汾酒投资者交流会



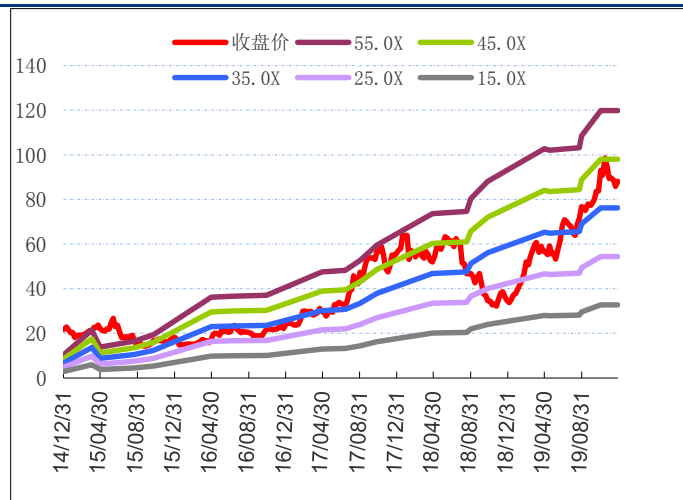
资料来源:华创证券

图表 2 山西汾酒 2019 全球经销商大会



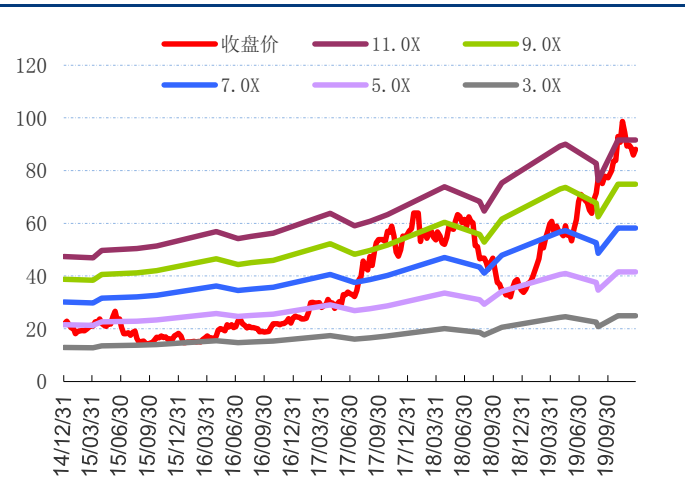
资料来源:华创证券

图表 3 山西汾酒 PE-Band



资料来源:wind、华创证券

图表 4 山西汾酒 PB-Band



资料来源:wind、华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,296	2,050	3,077	4,236
应收票据	3,695	4,327	5,225	6,061
应收账款	11	7	9	10
预付账款	104	125	148	169
存货	3,156	3,630	4,062	4,642
其他流动资产	754	941	1,136	1,317
流动资产合计	9,016	11,080	13,657	16,435
其他长期投资	23	23	23	23
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	1,599	1,511	1,411	1,310
在建工程	306	261	236	221
无形资产	223	201	181	163
其他非流动资产	658	656	654	653
非流动资产合计	2,813	2,656	2,509	2,374
<b>资产合计</b>	<b>11,829</b>	<b>13,736</b>	<b>16,166</b>	<b>18,809</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	490	590	697	797
应付账款	854	1,029	1,216	1,390
预收款项	1,653	1,754	1,836	1,966
其他应付款	585	585	585	585
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,727	1,897	2,106	2,303
流动负债合计	5,309	5,855	6,440	7,041
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	38	38	38	38
非流动负债合计	38	38	38	38
<b>负债合计</b>	<b>5,347</b>	<b>5,893</b>	<b>6,478</b>	<b>7,079</b>
归属母公司所有者权益	6,214	7,444	9,239	11,221
少数股东权益	267	399	449	509
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,482</b>	<b>7,843</b>	<b>9,688</b>	<b>11,730</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,829</b>	<b>13,736</b>	<b>16,166</b>	<b>18,809</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,211</b>	<b>1,300</b>	<b>1,463</b>	<b>1,902</b>
现金收益	1,682	2,229	2,636	3,118
存货影响	-857	-474	-431	-580
经营性应收影响	-1,424	-649	-922	-858
经营性应付影响	1,054	377	375	403
其他影响	756	-182	-194	-181
<b>投资活动现金流</b>	<b>-361</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
资本支出	23	-8	-8	-7
股权投资	24	0	0	0
其他长期资产变化	-408	2	2	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-776</b>	<b>-540</b>	<b>-430</b>	<b>-737</b>
借款增加	0	0	0	0
财务费用	-560	-693	-969	-1,163
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	-216	153	539	426

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>9,382</b>	<b>11,695</b>	<b>14,122</b>	<b>16,380</b>
营业成本	3,170	3,821	4,513	5,158
税金及附加	1,796	2,175	2,627	3,047
销售费用	1,627	2,082	2,622	2,984
管理费用	628	725	881	1,020
财务费用	-27	-6	-10	-15
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
其他收益	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>2,177</b>	<b>2,885</b>	<b>3,473</b>	<b>4,167</b>
营业外收入	1	6	5	5
营业外支出	4	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>2,174</b>	<b>2,889</b>	<b>3,476</b>	<b>4,170</b>
所得税	614	817	982	1,178
<b>净利润</b>	<b>1,560</b>	<b>2,072</b>	<b>2,494</b>	<b>2,992</b>
少数股东损益	93	132	50	60
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,467</b>	<b>1,940</b>	<b>2,444</b>	<b>2,932</b>
NOPLAT	1,540	2,068	2,486	2,981
EPS(摊薄) (元)	1.68	2.23	2.80	3.36

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	55.4%	24.7%	20.8%	16.0%
EBIT 增长率	56.9%	34.2%	20.3%	19.9%
归母净利润增长率	55.4%	32.3%	25.9%	20.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	66.2%	67.3%	68.0%	68.5%
净利率	16.6%	17.7%	17.7%	18.3%
ROE	22.6%	24.7%	25.2%	25.0%
ROIC	26.4%	29.7%	29.5%	29.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.2%	42.9%	40.1%	37.6%
债务权益比	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
流动比率	169.8%	189.2%	212.1%	233.4%
速动比率	110.4%	127.2%	149.0%	167.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	100	89	90	91
存货周转天数	310	320	307	304
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.68	2.23	2.80	3.36
每股经营现金流	1.39	1.49	1.68	2.18
每股净资产	7.13	8.54	10.60	12.88
<b>估值比率</b>				
P/E	52	39	31	26
P/B	12	10	8	7
EV/EBITDA	35	26	22	19

## 华创证券团队介绍

### 组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

### 分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

### 分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

### 研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500