

山西汾酒 (600809.SH) 三年改革圆满收官, 开启“十四五”复兴新征程

2021年01月04日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (联系人)

zhangyuguang@kysec.cn

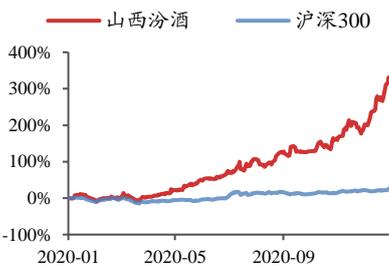
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790120040011

日期	2020/12/31
当前股价(元)	375.29
一年最高最低(元)	375.33/75.50
总市值(亿元)	3,270.76
流通市值(亿元)	3,249.44
总股本(亿股)	8.72
流通股本(亿股)	8.66
近3个月换手率(%)	36.84

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-旺季顺利过渡, 全年目标达成可期》-2020.10.30

《公司信息更新报告-二季度成绩靓丽, 旺季顺利过渡可期》-2020.8.25

《公司信息更新报告-2019年圆满收官, 2020年稳中求进》-2020.4.28

● 改革成果显著, 未来发展路径清晰, 维持“买入”评级

公司发布业绩预告, 预计2020年营收138-141亿元, 同比增16.1%-18.6%; 其中2020Q4营收34.3-37.3亿元, 同增24.4-35.3%。公司净利润29.5-32.4亿元, 同增41.6%-55.5%; 其中2020Q4净利润4.7-7.6亿元, 同比增95.9-215.7%。未来五年, 公司将持续进行产品升级与全国化建设, 同时深化机制改革, 不断完善市场管理制度, 看好公司实现又快又好发展。由于收入增长超预期, 我们上调盈利预测, 预计2020-2022归母净利润分别为31.0亿元、39.7亿元、49.5亿元, EPS分别为3.56元(+0.41)、4.56元(+0.71)、5.68元(+0.99), 同比分别增长60%、28%、25%, 当前股价对应PE分别为105、82、66倍, 维持“买入”评级。

● 疫情下公司逆势增长, 结构升级与全国化顺利推进

2020年青花系列和玻汾系列提价顺畅, 销售拓展顺利。全国化持续推进, 预计2020年省外占比进一步提升, 长江以南市场取得突破性进展。单四季度净利润增速远高于全年, 我们分析主要原因是四季度回款顺利, 营收提速, 其次是2019年四季度由于营销费用确认较高导致2019Q4净利润基数较低所致。

● 升级新品发力高端价格带, 有望带动汾酒全系列价格带上移

十四五期间, 公司将坚持“汾酒+竹叶青”双轮驱动, 深化何汾酒系列“抓两头带中间”的发展方向。其中青花系列未来以青花30为基础, 向上追赶高端竞品, 向下带动青花20的发展, 重塑品牌价值。同时玻汾和青花发展基础上, 强化腰部产品发展, 全力推进巴拿马星火计划, 真正实现汾酒全系列整合发力。

● 大力推进全国化, 同时重点优化经销商结构, 提升单点产出

十四五期间, 公司将持续推进全国化, 继续开发长江以南和东部沿海市场的发展潜力, 进一步提升省外的发展占比。同时围绕各区域发展实际, 不断优化经销商结构, 加强核心终端建设和核心消费者培育, 未来五年公司仍处在市场拓展与结构升级的黄金成长阶段, 成长速度仍快。

风险提示: 宏观经济波动导致需求下滑, 公司全国化进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	14,044	16,918	19,656
YOY(%)	55.4	26.6	18.2	20.5	16.2
归母净利润(百万元)	1,467	1,939	3,104	3,974	4,948
YOY(%)	55.4	32.2	60.1	28.1	24.5
毛利率(%)	66.2	71.9	73.3	76.6	78.4
净利率(%)	15.6	16.3	22.1	23.5	25.2
ROE(%)	24.1	26.9	31.3	30.2	28.5
EPS(摊薄/元)	1.68	2.22	3.56	4.56	5.68
P/E(倍)	223.0	168.7	105.4	82.3	66.1
P/B(倍)	52.6	43.9	33.5	25.1	19.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9016	12642	15022	17543	19885
现金	1296	3964	2999	7366	6220
应收票据及应收账款	3706	6	4382	905	5238
其他应收款	35	35	48	52	64
预付账款	104	130	146	186	200
存货	3156	5258	4196	5785	4914
其他流动资产	719	3250	3250	3250	3250
非流动资产	2813	3425	4040	4767	5305
长期投资	4	0	-4	-9	-13
固定资产	1599	1620	2209	2890	3412
无形资产	223	313	319	328	340
其他非流动资产	987	1491	1517	1558	1566
资产总计	11829	16068	19062	22310	25191
流动负债	5309	8389	9045	9013	7667
短期借款	0	0	2229	0	0
应付票据及应付账款	1344	2727	1847	2982	2194
其他流动负债	3966	5661	4969	6031	5473
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	9099	9068	7722
少数股东权益	267	178	196	220	250
股本	866	872	872	872	872
资本公积	282	132	132	132	132
留存收益	5005	6476	7902	9719	12221
归属母公司股东权益	6214	7447	9766	13022	17218
负债和股东权益	11829	16068	19062	22310	25191

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	966	3077	-1678	8161	202
净利润	1560	2054	3122	3998	4978
折旧摊销	149	142	135	185	236
财务费用	-27	-103	-19	-65	-178
投资损失	-1	98	0	0	0
营运资金变动	-481	1175	-4917	4043	-4835
其他经营现金流	-234	-289	0	0	0
投资活动现金流	-361	28	-749	-912	-774
资本支出	75	161	619	731	542
长期投资	-310	71	4	4	4
其他投资现金流	-596	260	-126	-176	-227
筹资活动现金流	-776	-847	-766	-654	-574
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	6	0	0	0
资本公积增加	40	-150	0	0	0
其他筹资现金流	-816	-702	-766	-654	-574
现金净增加额	-171	2258	-3193	6595	-1146

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9382	11880	14044	16918	19656
营业成本	3170	3336	3748	3957	4241
营业税金及附加	1796	2253	2570	3215	3735
营业费用	1627	2581	2598	3215	3735
管理费用	628	855	857	1100	1278
研发费用	12	22	15	24	28
财务费用	-27	-103	-19	-65	-178
资产减值损失	2	0	0	0	0
其他收益	2	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-98	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	2177	2843	4276	5475	6818
营业外收入	1	3	4	4	4
营业外支出	4	1	3	2	2
利润总额	2174	2845	4277	5477	6820
所得税	615	792	1155	1479	1841
净利润	1560	2054	3122	3998	4978
少数股东损益	93	115	19	24	30
归母净利润	1467	1939	3104	3974	4948
EBITDA	2285	2868	4375	5574	6852
EPS(元)	1.68	2.22	3.56	4.56	5.68

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	55.4	26.6	18.2	20.5	16.2
营业利润(%)	57.2	30.6	50.4	28.0	24.5
归属于母公司净利润(%)	55.4	32.2	60.1	28.1	24.5
获利能力					
毛利率(%)	66.2	71.9	73.3	76.6	78.4
净利率(%)	15.6	16.3	22.1	23.5	25.2
ROE(%)	24.1	26.9	31.3	30.2	28.5
ROIC(%)	24.5	26.3	25.7	30.1	28.0
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	52.5	47.7	40.6	30.7
净负债比率(%)	-19.5	-51.5	-7.3	-55.3	-35.4
流动比率	1.7	1.5	1.7	1.9	2.6
速动比率	0.9	0.5	0.8	0.9	1.5
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	6.4	6.4	6.4
应付账款周转率	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.22	3.56	4.56	5.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	3.53	-1.93	9.36	0.23
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.54	11.21	14.94	19.76
估值比率					
P/E	223.0	168.7	105.4	82.3	66.1
P/B	52.6	43.9	33.5	25.1	19.0
EV/EBITDA	142.7	112.7	74.6	57.4	46.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn