

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

山西汾酒 (600809.SH)

维持评级

报告原因：事件点评

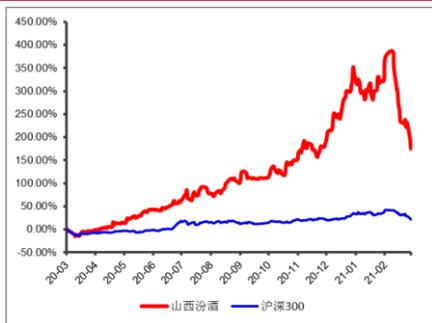
利润超市场预期，汾酒踏上新征程

买入

2020年3月10日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年3月9日

收盘价(元)：257.90

年内最高/最低(元)：464.97/257

流通A股/总股本(亿)：8.66/8.72

流通A股市值(亿)：2233

总市值(亿)：2248

基础数据：2020年9月30日

基本每股收益：2.84

每股净资产(元)：10.49

净资产收益率：27.42%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A 座
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

山西汾酒发布业绩快报，2020年实现营业收入139.96亿元，较上年同期增长17.69%，归属于上市公司股东的净利润31.06亿元，较上年同期增长57.75%。

事件点评

- **Q4 业绩环比加速增长，年度业绩超市场预期。**2020年实现营业收入139.96亿元，同比增长17.69%，归母净利润为31.06亿元，同比增长57.75%，超过年度业绩预告上限。其中Q4营业收入为36.22亿元，同比增长33.36%，Q4归母净利润为6.45亿元，同比增长150.76%，环比加速增长。主要在于2020年，面对突如其来的新冠疫情，公司高度重视防疫工作，按照省委、省政府及集团公司各项决策部署，多措并举、科学防控疫情，实现了高质量复工复产，公司全体员工抢时间、争速度，全力以赴把疫情影响降到最低。报告期内，公司大力弘扬“中国酒魂，活态为魂”发展战略，积极履行社会责任，品牌势能进一步聚集；统筹全国化市场布局，持续推进“1357”市场策略，江、浙、沪、皖、粤等市场实现高速增长；加速布局竹叶青大健康产业，配制酒系列实现广东市场亿元突破；坚持“抓两头、带中间”产品策略，优化产品结构，高端产品青花汾酒系列销售占比不断提升。
- **圆满收官的“十三五”，汾酒拼图雏形已现。**2020年是汾酒深耕细作“活态文化”，以“中国酒魂、活态为魂”为战略定位，全面实现汾酒复兴的关键之年。2020年，汾酒携手全球经销商伙伴拼搏进取、砥砺前行，疫情之下，目标不调，任务不减，实现了逆势增长，为“十三五”规划圆满收官，高质量稳步迈入“十四五”时期奠定了坚实基础。汾酒党委书记、董事长李秋喜指出，“如果将汾酒复兴比作拼图，“十三五”期间就是收集、整理、拼接的过程。2016年是汾酒改革的蓄势期，也是收集拼图块的过程；2017年至2019年，是汾酒改革的发力期，是大刀阔斧梳理、重树拼图的过程；2020年是汾酒改革的巩固期，拼接出了复兴的雏形。”
- **“十四五”分为三大阶段，发展战略清晰。**展望“十四五”，汾酒集团在营销改革时间点上将分为三个阶段进行调整，同时，全面推进“13344”营销改革作战计划，推动汾酒营销体系化建设再上新台阶。

具体来看，第一阶段：2021年是汾酒营销深入调整期，用一年时间解决三年汾酒营销改革中突出表现出的经销商问题；第二阶段：2022-2023年是汾酒改革的转型发展期，用两年时间实现省外市场高质量、高速度的发展，实现长江以南市场显著突破，实现杏花村个性化品牌销售规模和销售质量的不断提升，积极开拓国际市场，实现国际市场发展的新突破；第三阶段：2024-2025年是汾酒营销加速发展期，用两年时间，实现青花汾酒营收规模历史性的突破，基本实现汾酒、杏花村两大品牌相互支撑发展格局，全面完成“1357”的市场布局。为了确保“十四五”各阶段目标完美实现，汾酒配置了“13344”营销作战计划，其中“1”一个体系，营销体系一体化；第一个“3”三大战略；第二个“3”，三大任务；第一个“4”，四个原则；第二个“4”，四大保障。

- **大势已成，复兴在望。**经历了三年改革的汾酒，在内部管理、组织队伍、营销体系等方面均取得跨越式发展，凭借强大的品牌势能和市场化机制，汾酒全面复兴之路已在脚下。十四五是实现汾酒复兴的关键时期，重点做到四个升级：一是品牌和文化升级，构建“2+2”品牌结构，第一个“2”是指汾酒和竹叶青核心品牌“双轮驱动”，第二个“2”是指杏花村品牌和系列酒品牌作为汾酒产品创新、新业态和市场拓展的“两大尖兵”。二是市场和产品升级，加快“以结构提升为核心”的业务和产品组合调整，坚持中高端发展路线，提高省外市场占比。三是科研和技术升级。四是规模和产能升级。

投资建议

- 2020年在新的竞争形势下积极寻求新的突破。重点升级、打造“青花30复兴版”、“竹叶青”青享版、荣耀版”新品，汾酒与竹叶青“双轮驱动”战略效果明显，全国化品牌发展进程加速提档。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，确定性也很强，十四五期间有望实现规模进入行业前三。预计2020-2022年公司归母净利润为31亿、38亿、47亿，EPS分别为3.5元、4.4元、5.4元，对应当前股价PE分别为73倍、59倍、48倍。维持“买入”评级。

存在风险

疫情超预期的风险，国企改革进度不达预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,642	15,090	19,923	26,081	营业收入	11,880	13,982	16,918	20,301
现金	3,964	3,318	6,260	10,273	营业成本	3,336	3,409	4,074	4,848
应收账款	41	192	124	166	营业税金及附加	2,253	2,387	2,888	3,451
其他应收款	35	60	61	73	销售费用	2,581	2,844	3,390	4,068
预付账款	130	196	197	242	管理费用	855	909	1,066	1,218
存货	5,262	3,713	4,018	4,343	财务费用	(103)	(55)	(72)	(124)
其他流动资产	3,212	7,611	9,262	10,985	资产减值损失	0	(0)	0	(0)
非流动资产	3,425	3,118	3,113	3,059	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	3	2	2	投资净收益	(98)	1	1	1
固定资产	1,619	1,516	1,414	1,311	营业利润	2,843	4,489	5,573	6,841
无形资产	313	293	273	255	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	1,493	1,306	1,424	1,491	营业外支出	1	14	12	12
资产总计	16,068	18,207	23,036	29,140	利润总额	2,845	4,477	5,563	6,831
流动负债	8,389	8,468	10,631	13,480	所得税	792	1,231	1,530	1,878
短期借款	0	0	0	0	净利润	2,054	3,246	4,033	4,952
应付账款	1,974	1,546	1,785	2,397	少数股东损益	115	190	234	285
其他流动负债	6,415	6,922	8,846	11,083	归属母公司净利润	1,939	3,056	3,799	4,667
非流动负债	55	54	67	80	EBITDA	2,897	4,558	5,623	6,837
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.22	3.51	4.36	5.36
其他非流动负债	55	54	67	80					
负债合计	8,443	8,522	10,698	13,560	主要财务比率				
少数股东权益	178	368	602	887	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	872	872	872	872	成长能力				
资本公积	132	132	132	132	营业收入	26.63%	17.69%	21.00%	20.00%
留存收益	6,476	8,314	10,732	13,690	营业利润	30.61%	57.88%	24.13%	22.76%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	32.16%	57.65%	24.30%	22.87%
益	7,447	9,317	11,736	14,693	获利能力				
负债和股东权益	16,068	18,207	23,036	29,140	毛利率(%)	71.92%	75.62%	75.92%	76.12%
					净利率(%)	16.32%	21.86%	22.45%	22.99%
					ROE(%)	26.93%	33.52%	32.69%	31.79%
					ROIC(%)	38.48%	91.26%	44.20%	52.44%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	52.55%	46.81%	46.44%	46.53%
					净负债比率(%)	18.15%	52.92%	18.33%	2.73%
					流动比率	1.51	1.78	1.87	1.93
					速动比率	0.88	1.34	1.50	1.61
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.82	0.82	0.78
					应收账款周转率	1394.64	203.19	174.56	262.69
					应付账款周转率	8.40	7.95	10.16	9.71
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,077	549	4,253	5,596
净利润	2,054	3,056	3,799	4,667
折旧摊销	142	123	122	121
财务费用	(97)	(55)	(72)	(124)
投资损失	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(1,643)	(2,765)	171	648
其他经营现金流	2,620	190	234	285
投资活动现金流	28	(2)	1	2
资本支出	0	0	0	0
长期投资	4	(3)	0	1
其他投资现金流	24	1	1	1



筹资活动现金流	(847)	(1,164)	(1,308)	(1,586)	每股收益(最新摊薄)	2.22	3.51	4.36	5.36
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.53	0.63	4.88	6.42
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.54	10.69	13.47	16.86
普通股增加	6	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(150)	0	0	0	P/E	115.9	73.5	59.2	48.2
其他筹资现金流	(702)	(1,164)	(1,308)	(1,586)	P/B	30.2	24.1	19.2	15.3
现金净增加额	2,258	(616)	2,946	4,012	EV/EBITDA	25.62	49.24	39.54	32.06

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

