

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年10月16日
市场数据

目前股价	221.72
总市值(亿元)	1,932.35
流通市值(亿元)	1,919.76
总股本(万股)	87,153
流通股本(万股)	86,585
12个月最高/最低	226.6074.99

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

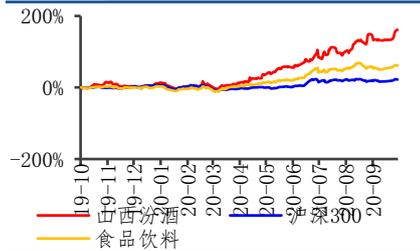
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

联系人(研究助理)：董影 S1070120050027

☎ 021-31829852

✉ dongyingyjs@cgws.com

股价表现


数据来源：wind

相关报告

- <<“行走的汾酒”注入国改新活力，文化IP建设加速全国化布局>> 2020-09-04
- <<青花高速增长，全国化稳步推进>> 2020-08-27
- <<加大混改力度，迸发资本活力>> 2020-08-16

“两个深化” 强化营销动能，筑牢发展根基

——山西汾酒（600809）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9382	11880	14256	18533	25019
(+/-%)	55.4%	26.6%	20.0%	30.0%	35.0%
净利润(百万元)	1467	1939	2460	3467	4966
(+/-%)	55.4%	32.2%	26.9%	40.9%	43.3%
摊薄EPS	1.68	2.22	2.82	3.98	5.70
PE	132	100	79	56	39

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事项：**10月10日，以“坚定品牌自信，筑牢发展根基”为主题的2020全国汾酒核心经销商大会在山东青岛召开。召开此次会议是为了进一步凝聚核心经销商力量，坚定汾酒品牌自信，共同开启汾酒市场工作的新篇章。
- **牢固的根基是疫情承压下逆势而上的基础。**汾酒销售公司总经理李俊提出汾酒正面临的六大挑战，包括重大风险应对能力、内部改革速度、人才队伍建设、渠道专业化运作、价格维护和消费者培育。在内外挑战并存的疫情时代，汾酒在以市场为导向，保持增速稳定的“汾酒速度”的同时，以（1）有条不紊的全国化战略；（2）IP联动催化品牌复兴；（3）产品双轮驱动，抓两头带中间实现量价齐升等工作，实现逆势而上的增长。据云酒数据，截止9月份，汾酒前三季度的计划任务已经完成，即在第一季度因为疫情所带来的销售下滑，在第二、三季度已经加速补回。
- **全面强化营销动能，助力市场高质量发展。**在本次会议上，刘卫华将今后汾酒营销工作的开展，概括为“两个深化”：（1）深化营销改革，巩固全员营销氛围。一要加速推进营销改革进程；二要文化自信照亮汾酒营销；三要科技赋能转变营销模式。（2）深化沟通协作，助力市场高质量发展。一要贯通上下联动的工作机制；二要落实以营销为中心的反向考核机制；三要围绕两个优化，优化市场结构、优化产品结构。第一部分主要是持续推进今年以来的工作重点，把握好充满机遇和挑战的一个年份。第二部分主要是针对厂商关系，多方面进行沟通协作，对渠道进行畅通，并优化产品结构，助力市场的高质发展。同时，汾酒在今后工作仍会继续坚持“固六稳、抓六保、推六新”的方针，全面强化营销动能，扎实展开各项营销改革工作。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司20、21、22年分别收入为143、185、250亿，增速分别为20%、30%、35%，预计20-22年净利润分别为24.6、34.7、49.7亿，同比26.9%、40.9%、43.3%，对应的EPS为2.82、3.98、5.70，当前股价对应20-22年PE为79/56/39。维持“推荐”评级。

- **风险提示:** 品牌宣传不及预期，省外竞争激烈，经济复苏速度慢，食品安全问题。

附：盈利预测表

利润表 (百万港币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9381.94	11880.07	14256.09	18532.91	25019.43	成长性					
营业成本	3169.83	3335.71	3947.51	5003.89	6555.09	营业收入增长	55.4%	26.6%	20.0%	30.0%	35.0%
销售费用	1626.98	2581.29	3092.15	3854.85	4998.88	营业成本增长	74.1%	5.2%	18.3%	26.8%	31.0%
管理费用	628.43	855.40	1002.20	1283.96	1718.33	营业利润增长	57.2%	30.6%	27.2%	39.9%	43.6%
研发费用	12.15	22.25	25.66	26.13	27.52	利润总额增长	57.2%	30.8%	27.2%	40.0%	43.5%
财务费用	-27.34	-102.69	-154.89	-233.19	-338.85	净利润增长	55.4%	32.2%	26.9%	40.9%	43.3%
其他收益	1.66	0.49	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
投资净收益	1.00	-97.80	0.50	0.50	0.50	毛利率	66.2%	71.9%	72.3%	73.0%	73.8%
营业利润	2177.02	2843.42	3618.19	5061.70	7270.23	销售净利率	16.6%	17.3%	18.3%	19.9%	21.1%
营业外收支	-2.60	1.68	1.50	6.00	1.90	ROE	24.1%	26.9%	27.6%	29.4%	30.7%
利润总额	2174.42	2845.10	3619.69	5067.70	7272.13	ROIC	31.6%	58.2%	93.9%	130.0%	179.2%
所得税	614.53	791.53	1008.45	1386.02	1999.84	营运效率					
少数股东损益	93.16	115.07	151.69	215.06	306.13	销售费用/营业收入	17.3%	21.7%	21.7%	20.8%	20.0%
净利润	1466.73	1938.51	2459.55	3466.63	4966.16	管理费用/营业收入	6.7%	7.2%	7.0%	6.9%	6.9%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
					(百万)	财务费用/营业收入	-0.3%	-0.9%	-1.1%	-1.3%	-1.4%
流动资产	9016.19	12642.41	15889.41	20683.52	28120.65	投资收益/营业利润	0.0%	-3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
货币资金	1296.11	3963.60	6362.10	9184.13	13407.74	所得税/利润总额	28.3%	27.8%	27.9%	27.4%	27.5%
应收票据及应收账款合计	3706.10	2734.20	3098.10	4636.98	6376.20	应收账款周转率	3.18	3.69	4.89	4.79	4.54
其他应收款	35.42	34.74	49.45	60.00	87.76	存货周转率	1.16	0.79	0.72	0.85	0.97
存货	3156.05	5258.12	5707.19	6066.66	7448.99	流动资产周转率	1.23	1.10	1.00	1.01	1.03
非流动资产	2812.77	3425.36	3703.06	4282.85	5182.20	总资产周转率	0.90	0.85	0.80	0.83	0.86
固定资产	1598.57	1620.39	1926.39	2458.76	3251.34	偿债能力					
资产总计	11828.96	16067.77	19592.46	24966.37	33302.85	资产负债率	45.2%	52.5%	51.8%	49.8%	48.5%
流动负债	5309.49	8388.66	10094.81	12392.95	16102.02	流动比率	1.70	1.51	1.57	1.67	1.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.95	0.80	0.94	1.12	1.23
应付款项	1343.59	2727.30	4333.66	4106.72	5853.54	每股指标 (元)					
非流动负债	37.86	54.52	46.19	50.35	48.27	EPS	1.68	2.22	2.82	3.98	5.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	7.13	8.54	10.47	13.74	18.71
负债合计	5347.35	8443.18	10141.00	12443.31	16150.29	每股经营现金流	0.52	4.65	3.97	4.55	6.52
股东权益	6481.61	7624.59	9451.46	12523.06	17152.58	每股经营现金/EPS	0.31	2.09	1.41	1.15	1.15
股本	865.85	871.53	871.53	871.53	871.53	估值					
留存收益	5005.01	6476.05	7661.16	9553.73	12348.73	PE	131.75	99.68	78.57	55.74	38.91
少数股东权益	267.45	177.64	329.34	544.40	850.53	PEG	3.12	2.10	2.09	1.68	1.05
负债和权益总计	11828.96	16067.77	19592.46	24966.37	33302.85	PB	31.10	25.95	21.18	16.13	11.85
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	84.14	66.06	51.82	36.73	25.13
经营活动现金流	965.92	3076.55	3456.69	3969.44	5686.31	EV/SALES	20.49	15.95	13.13	9.96	7.22
其中营运资本减少	-973.34	2120.44	857.66	326.06	495.54	EV/IC	30.77	25.31	20.44	15.37	11.06
投资活动现金流	-360.94	28.17	-425.81	-771.96	-1158.02	ROIC/WACC	2.99	5.50	8.88	12.29	16.93
其中资本支出	75.07	161.26	286.69	580.97	904.44	REP	10.29	4.60	2.30	1.25	0.65
融资活动现金流	-775.56	-847.06	-632.38	-375.45	-304.67						
净现金总变化	-170.58	2257.75	2398.50	2822.03	4223.62						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cqws.com>