

山西汾酒 (600809.SH)

三季度收入加速，大概率完成全年激励目标

● 三季度收入加速增长，提价及增值税率下调提升毛利率

公司公告 2019 前三季度收入 91.27 亿元，同比增长 25.72%，19Q3 收入 27.49 亿元，同比增长 34.45%，增速较上半年有所加快。主要得益于全国化渠道扩张：1) 前三季度汾酒系列收入 79.89 亿元；配制酒 3.63 亿元；系列酒 6.93 亿元（备注：公司报表重新划分产品种类，暂无同比增速数据）。2) 前三季度省内收入 44.76 亿元，同比增长 7.66%；省外收入 45.68 亿元，同比增长 68.42%。三季度预收款 8.41 亿元，同比大幅增长 133.94%。

2019 前三季度归母净利润 16.96 亿元，同比增长 33.36%，19Q3 归母净利润 5.06 亿元，同比增长 53.62%。利润增速高于收入增速主要因毛利率提升。前三季度公司毛利率同比上升 1.23pct 至 69.19%，主要因产品提价，另外二季度开始的增值税率下调预计也有所贡献。前三季度销售费用率因规模效应同比微幅下降 0.02pct 至 18.18%；管理费用率同比提升 0.23pct 至 5.71%。营业税金及附加占比收入同比下降 0.73pct 至 17.11%。

● 公司继续深化改革释放红利，全年有望完成激励目标

根据股权激励的要求，19 年收入目标同比增长 23%。我们认为随着公司改革继续深化释放红利，大概率完成激励目标。公司仍处在全国化扩张之中，费用率下降幅度有限，但提价和增值税率下调将提升毛利率。

● 盈利预测

我们预计 19-21 年公司收入分别为 117.78/135.48/153.14 亿元，同比增长 25.54%/15.03%/13.03%；净利润分别为 19.19/23.12/26.62 亿元，同比增长 30.81%/20.53%/15.11%；EPS 分别为 2.20/2.65/3.05 元/股，对应 PE 为 38/32/27 倍，白酒申万指数近 2 年 PE (TTM) 维持在 30 倍左右，且公司估值较行业有一定溢价，考虑到公司品牌底蕴深厚，业绩增长稳定性高，我们给予 2020 年 35 倍 PE，合理价值 92.75 元/股，维持买入评级。

● 风险提示：消费升级低于预期，结构升级不及预期，食品安全风险。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,361	9,382	11,778	13,548	15,314
增长率(%)	44.4	47.5	25.5	15.0	13.0
EBITDA(百万元)	1,496	2,298	2,947	3,513	4,016
净利润(百万元)	952	1,467	1,919	2,312	2,662
增长率(%)	57.4	54.0	30.8	20.5	15.1
EPS (元/股)	1.10	1.69	2.20	2.65	3.05
市盈率 (P/E)	51.81	20.69	38.09	31.60	27.45
市净率 (P/B)	9.20	4.88	9.82	8.35	7.15
EV/EBITDA	32.15	12.64	23.65	19.41	16.57

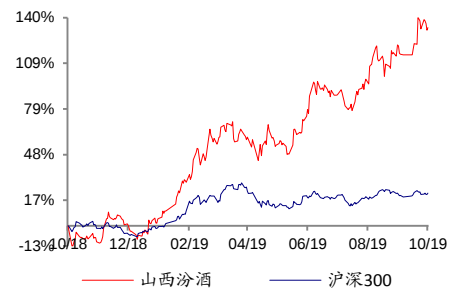
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	83.85 元
合理价值	92.75 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

山西汾酒 (600809.SH) :稳步 2019-08-26

推进全国化扩张，全年收入有望保持较快增长

山西汾酒 (600809.SH) :深化 2019-08-06

改革潜力较大，看好公司全国化扩张

山西汾酒 (600809.SH) :深化 2019-04-28

改革助力公司全国化扩张，19 年有望完成激励目标

联系人：

袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

公司公告2019前三季度营业收入91.27亿元，同比增长25.72%，单三季度收入27.49亿元，同比增长34.45%。2019前三季度归母净利润16.96亿元，同比增长33.36%，单三季度归母净利润5.06亿元，同比增长53.62%。收入和利润增速均超出预期。点评如下：

（因公司将集团未上市资产并入上市公司并追溯调整了去年同期数据，导致难以直接计算出同比增速，以下数据均按照最新口径计算同比增速）

1. 三季度收入加速增长，提价及增值税率下调提升毛利率

公司公告2019前三季度营业收入91.27亿元，同比增长25.72%，单三季度收入27.49亿元，同比增长34.45%，增速较上半年有所加快。公司收入实现高速增长主要得益于全国化渠道扩张：1）前三季度汾酒系列收入79.89亿元，我们预计青花系列前三季度同比增长30%左右；预计金奖和老白汾系列同比增长10%-20%左右；预计波汾系列同比增长50%以上，波汾增长较快我们预计主要是因为公司在省外铺货培育清香型消费者。前三季度配制酒3.63亿元；系列酒6.93亿元（备注：公司报表重新划分产品种类，暂无同比增速数据）。2）分区域来看，前三季度省内收入44.76亿元，同比增长7.66%，19Q3同比增长3.13%；前三季度省外收入45.68亿元，同比增长68.42%，19Q3同比增长139.87%。（备注：因公司未披露同一口径下同比增速情况，我们按照原始数据计算，但基本能够反应公司各区域增长趋势）。公司省内市场已经较为成熟，依赖结构升级自然增长；受益全国化扩张，省外市场增长迅速，前三季度收入占比已达50.51%。截止三季度末公司经销商数量为2432家，较年初增加78家，预计是公司省外招商所致。

公司2019年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金104.31亿元，同比增长66.31%，主要和公司应收票据减少和预收款增长有关。前三季度应收票据较年初环比大幅下降9.56亿元至27.39亿元，同比下降15.96%，主要是票据贴现增加所致。三季度预收款较年初环比增长1.88亿至18.41亿元，同比大幅增长133.94%，说明下游需求旺盛，经销商积极性高。前三季度经营活动产生的现金流量净额18.96亿元，同比大幅增长449.36%，主要是因上半年现金流入大幅增长。

2019前三季度归母净利润16.96亿元，同比增长33.36%，单三季度归母净利润5.06亿元，同比增长53.62%。利润增速高于收入增速主要因毛利率提升。前三季度公司毛利率同比上升1.23pct至69.19%，主要因产品提价，公司自3月份以来对部分主力产品提价3%-8%不等，另外二季度开始的增值税率下调预计也有所贡献。前三季度销售费用率因规模效应同比微幅下降0.02pct至18.18%；管理费用率微幅同比提升0.23pct至5.71%。营业税金及附加占比收入同比下降0.73pct至17.11%。

2. 继续深化改革释放红利，全年有望完成激励目标

据中国网，汾酒继续加大力度深化改革：（1）动力的变革，包括三项制度、干部人才和股权激励三个层面，未来将建立岗位的优胜劣汰机制，优化干部人才考

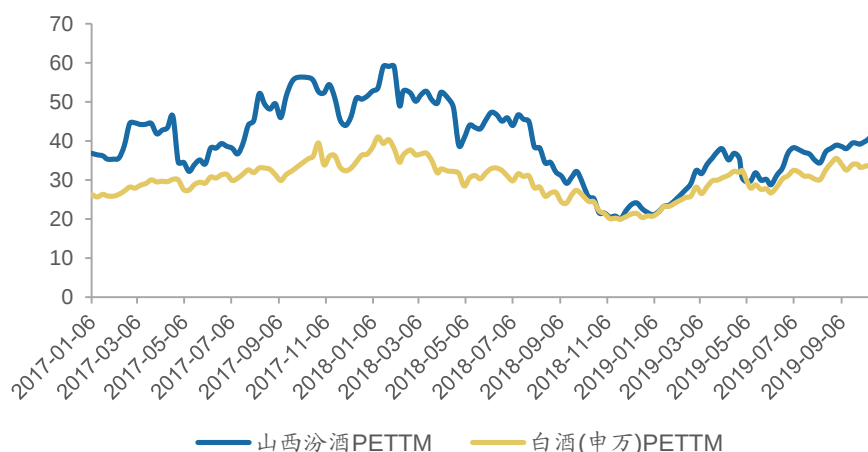
核机制，进一步探索股权激励制度。我们认为完善销售人员激励制度，给予销售人员职业上升空间，有利于公司推进全国化扩张。（2）效率的变革，一方面未来要落实与华润的战略协同，提升管理和营销水平；另一方面是要通过上线信息化系统为企业赋能。我们认为华润集团具有丰富的渠道资源，目前公司在部分市场已经试点将产品导入华润渠道，未来有望在全国范围内铺开。

根据股权激励的要求，2019年收入目标为115亿元左右，相较于18年同比增长23%。我们认为随着公司改革继续深化进一步释放红利，大概率完成股权激励目标。我们认为公司仍处在在全国化扩张的进程之中，费用率下降幅度有限，但公司今年以来相继提升部分主力产品出厂价，叠加增值税率下调相当于提价2.3%，将提升公司毛利率。

3. 盈利预测

我们认为公司品牌底蕴深厚，近期改革提速，渠道管理能力提升潜力大，两大单品青花、波汾卡位次高端和光瓶酒赛道，收入有望保持稳健增长，我们长期看好公司全国化扩张。我们略微上调盈利预测，预计19-21年公司收入分别为117.78/135.48/153.14亿元，同比增长25.54%/15.03%/13.03%；净利润分别为19.19/23.12/26.62亿元，同比增长30.81%/20.53%/15.11%；EPS分别为2.20/2.65/3.05元/股，对应PE为38/32/27倍，白酒申万指数近2年PE（TTM）维持在30倍左右，且公司估值较行业有一定溢价，考虑到公司品牌底蕴深厚，业绩增长稳定性高，我们给予2020年35倍PE，合理价值92.75元/股，维持买入评级。

图 1：白酒申万近两年PE（TTM）走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，备注：PE 估值规则为 TTM，即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和。

风险提示：宏观经济放缓超出预期，会影响白酒商务消费需求。消费升级低于预期，次高端扩容受影响。食品安全风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,799	9,016	11,696	14,229	16,955	经营活动现金流	975	966	2,827	2,544	2,848
货币资金	1,259	1,296	3,387	4,902	6,521	净利润	1,012	1,560	2,041	2,459	2,831
应收及预付	2,454	3,810	3,869	4,450	5,027	折旧摊销	141	149	151	154	157
存货	2,448	3,156	3,666	4,097	4,619	营运资金变动	14	-481	804	-69	-140
其他流动资产	638	754	774	780	789	其它	-191	-262	-168	0	0
非流动资产	2,705	2,813	2,861	2,737	2,611	投资活动现金流	-360	-361	-29	-30	-30
长期股权投资	3	4	4	4	4	资本支出	-67	-75	-30	-30	-30
固定资产	1,652	1,599	1,509	1,415	1,318	投资变动	-302	-310	0	0	0
在建工程	419	306	276	246	216	其他	9	24	1	1	1
无形资产	230	223	223	223	222	筹资活动现金流	-507	-776	-707	-1,000	-1,200
其他长期资产	400	681	850	850	850	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	9,504	11,829	14,558	16,967	19,566	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	3,902	5,309	6,704	7,654	8,622	其他	-507	-776	-707	-1,000	-1,200
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	109	-171	2,091	1,515	1,618
应付及预收	2,376	2,997	3,835	4,365	4,922	期初现金余额	1,151	1,259	1,296	3,387	4,902
其他流动负债	1,526	2,313	2,869	3,289	3,700	期末现金余额	1,259	1,089	3,387	4,902	6,521
非流动负债	17	38	24	24	24						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	17	38	24	24	24						
负债合计	3,919	5,347	6,728	7,678	8,646						
股本	866	866	866	866	866						
资本公积	389	282	282	282	282						
留存收益	4,058	5,005	6,224	7,536	8,998						
归属母公司股东权益	5,366	6,214	7,440	8,753	10,215						
少数股东权益	219	267	389	536	705						
负债和股东权益	9,504	11,829	14,558	16,967	19,566						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,361	9,382	11,778	13,548	15,314	成长能力					
营业成本	2,078	3,170	3,901	4,449	4,981	营业收入增长	44.4%	47.5%	25.5%	15.0%	13.0%
营业税金及附加	1,240	1,796	2,179	2,439	2,756	营业利润增长	50.0%	56.1%	29.3%	20.5%	15.1%
销售费用	1,140	1,627	2,120	2,439	2,756	归母净利润增长	57.4%	54.0%	30.8%	20.5%	15.1%
管理费用	539	628	766	881	980	获利能力					
研发费用	11	12	15	18	20	毛利率	67.3%	66.2%	66.9%	67.2%	67.5%
财务费用	-22	-27	-19	-33	-46	净利率	15.9%	16.6%	17.3%	18.2%	18.5%
资产减值损失	-17	2	2	0	1	ROE	17.7%	23.6%	25.8%	26.4%	26.1%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0						
投资净收益	1	1	1	1	1	偿债能力					
营业利润	1,395	2,177	2,815	3,392	3,905	资产负债率	41.2%	45.2%	46.2%	45.3%	44.2%
营业外收支	-2	-3	0	0	0	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	1,393	2,174	2,815	3,392	3,905	流动比率	1.74	1.70	1.74	1.86	1.97
所得税	382	615	774	933	1,074	速动比率	1.07	1.08	1.17	1.30	1.40
净利润	1,012	1,560	2,041	2,459	2,831	营运能力					
少数股东损益	59	93	122	147	169	总资产周转率	0.75	0.88	0.89	0.86	0.84
归属母公司净利润	952	1,467	1,919	2,312	2,662	应收账款周转率	3.37	3.14	3.22	3.19	3.20
EBITDA	1,496	2,298	2,947	3,513	4,016	存货周转率	0.95	1.13	1.06	1.09	1.08
EPS (元)	1.10	1.69	2.20	2.65	3.05	每股指标 (元)					
						每股收益	1.10	1.69	2.20	2.65	3.05
						每股经营现金流	1.13	1.12	3.26	2.94	3.29
						每股净资产	6.20	7.18	8.54	10.04	11.72
						估值比率					
						P/E	51.81	20.69	38.09	31.60	27.45
						P/B	9.20	4.88	9.82	8.35	7.15
						EV/EBITDA	32.15	12.64	23.65	19.41	16.57

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。

王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。

刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。

陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。