

# 山西汾酒 (600809)

公司研究/点评报告

## 省外市场收入大增，全国化扩张加速进行

——山西汾酒 (600809) 2019 三季度报点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 10 月 28 日

### 一、事件概述

2019 前三季度公司实现营业收入 91.27 亿元，同比+25.72%；归母净利润 16.96 亿元，同比+33.36%；Q3 实现营业收入 27.49 亿元，同比+34.45%；归母净利润 5.06 亿元，同比+53.62%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 玻汾和青花系列齐发力，省外市场收入大增

前三季度收入接近 2018 全年收入，归母净利已超过 2018 全年水平，均创上市以来最好成绩。分区域看，前三季度省内/省外收入 44.8/45.7 亿元，同比+7.7%/+68.4%，Q3 省内/省外增速+3.1%/+140%，省外扩张经营效果显著，收入占比已超过 50%。目前公司在北方市场发展顺利，品牌、渠道具备优势，在长江以南仍有较大发展空间。分产品看，公司采取“抓两头，带中间”策略，加大玻汾地推力度终端动销好，全年预计能保持 50% 的高增长；青花系列控货模式下预计全年同比增长 35% 左右。Q3 末，公司经销商数量增加至 2432 家，Q3 增加 78 家。预收账款 18.4 亿元，环比+3.6 亿元，同比+10.5 亿元 (+134%)，收入能持续释放。

#### ➤ 费用率下降高于毛利率致净利率提升，总体看报表质量颇高

前三季度毛利率 69.19%，同比-0.25ppt，Q3 毛利率 63.93%，同比-4.94ppt，主要是低毛利率玻汾增速快于其他品类。前三季度销售/管理/财务费率分别为 18.18%/5.71%/0.25%，同比+0.24/+0.37/+0.4ppt。Q3 销售费用率 10.31%，同比-7.5ppt，主要是因为公司已在上半年加大省外及终端市场拓展、基础市场前置性投入较多，三季度费用投放放缓。前三季度净利率为 18.58%，同比+0.31ppt。经营现金净流量 18.96 亿元，同比+449.36%，销售回款良好。

#### ➤ 继续推进与华润全方位合作，协同效应将不断显现

公司目前仅对接了华润 5% 的渠道，还在加快与华润在管理、营销等方面有效对接、资源共享、协同发展，年内有望在管理、营销等方面的协同取得关键性突破，真正实现双方资源共享、市场共建和合作共赢，有效提升混改的质量与效率。

### 三、盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年收入 118.3 /139.62 /160.2 亿元，同比+26.1%/18%/14.7%。归属上市公司净利润 19.14/23.79 /28.3 亿元，同比+30.5%/24.3%/19%，折合 EPS 2.21 /2.75/3.27 元，对应 PE 分别为 38X/31X/26X。目前行业估值 32 倍，公司估值高于行业估值，但考虑公司业务扩张具备成长性，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	9,382	11,830	13,962	16,020
增长率 (%)	55.4%	26.1%	18.0%	14.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,467	1,914	2,379	2,830
增长率 (%)	55.4%	30.5%	24.3%	19.0%
每股收益 (元)	1.69	2.21	2.75	3.27
PE (现价)	49.5	37.9	30.5	25.7
PB	11.7	9.7	7.9	6.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

当前价格：

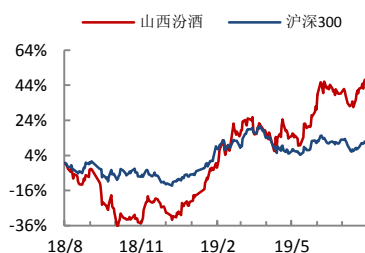
83.85

#### 交易数据

2019-10-25

近 12 个月最高/最低	70.74/31.17
总股本 (百万股)	871.53
流通股本 (百万股)	865.85
流通股比例 (%)	99%
总市值 (亿元)	730.78
流通市值 (亿元)	726.01

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004  
 电话：010-85127513  
 邮箱：yujie@mszq.com

#### 研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078  
 电话：010-85127433  
 邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

#### 相关研究

- 【民生食品饮料】行业深度报告：高端酒增速换挡，重点关注次高端名酒及优质地产酒
- 民生食品饮料 2019 年年度策略：关注调味品、啤酒成长机会，精选白酒、大众品个股

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	9,382	11,830	13,962	16,020
营业成本	3,170	3,792	4,369	4,904
营业税金及附加	1,796	2,330	2,742	3,136
销售费用	1,627	2,078	2,450	2,807
管理费用	628	951	1,083	1,229
研发费用	12	8	11	13
EBIT	2,149	2,672	3,307	3,932
财务费用	(27)	(5)	(7)	(14)
资产减值损失	2	5	2	1
投资收益	1	1	1	1
营业利润	2,177	2,672	3,313	3,945
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	2,174	2,670	3,311	3,943
所得税	615	756	932	1,113
净利润	1,560	1,914	2,379	2,830
归属于母公司净利润	1,467	1,914	2,379	2,830
EBITDA	2,298	2,792	3,437	4,072

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1296	2027	3926	5375
应收账款及票据	3706	4491	5408	6143
预付款项	104	258	220	291
存货	3198	4433	4643	5535
其他流动资产	719	719	719	719
流动资产合计	9016	11969	14910	18127
长期股权投资	4	5	6	7
固定资产	1599	1754	1909	2064
无形资产	223	214	204	194
非流动资产合计	2813	2747	2672	2590
资产合计	11829	14716	17582	20717
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1344	2309	2582	2654
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	5309	6932	8068	9022
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
非流动负债合计	38	38	38	38
负债合计	5347	6970	8106	9060
股本	866	866	866	866
少数股东权益	267	267	267	267
股东权益合计	6482	7746	9476	11657
负债和股东权益合计	11829	14716	17582	20717

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	55.4%	26.1%	18.0%	14.7%
EBIT 增长率	58.8%	24.3%	23.8%	18.9%
净利润增长率	55.4%	30.5%	24.3%	19.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	66.2%	67.9%	68.7%	69.4%
净利率	15.6%	16.2%	17.0%	17.7%
总资产收益率 ROA	12.4%	13.0%	13.5%	13.7%
净资产收益率 ROE	23.6%	25.6%	25.8%	24.8%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.7	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.1	1.1	1.3	1.4
现金比率	0.2	0.3	0.5	0.6
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	312.2	360.0	370.0	370.0
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.69	2.21	2.75	3.27
每股净资产	7.2	8.6	10.6	13.2
每股经营现金流	1.1	1.7	3.0	2.5
每股股利	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>估值分析</b>				
PE	49.5	37.9	30.5	25.7
PB	11.7	9.7	7.9	6.4
EV/EBITDA	31.1	25.4	20.1	16.6
股息收益率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,560	1,914	2,379	2,830
折旧和摊销	151	125	132	142
营运资金变动	(481)	(604)	92	(815)
经营活动现金流	966	1,437	2,604	2,158
资本开支	75	56	57	59
投资	(310)	0	0	0
投资活动现金流	(361)	(56)	(57)	(59)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(776)	(649)	(649)	(649)
现金净流量	(171)	731	1,898	1,449

## 分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。