



# 山西汾酒 (600809)

## 三季度增长加速，省外猛增140%

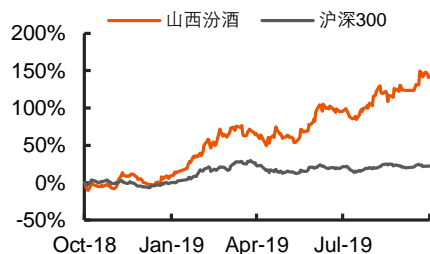
### 推荐 (维持)

现价: 83.85 元

#### 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.fenjiu.com.cn
大股东	山西杏花村汾酒集团/58.14%
实际控制人	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	872
流通 A 股(百万股)	866
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	730.78
流通 A 股市值(亿元)	726.01
每股净资产(元)	8.32
资产负债率(%)	45.95

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**文献** 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

**刘彪** 投资咨询资格编号  
S1060518070002  
0755-33547353  
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

**蒋寅秋** 投资咨询资格编号  
S1060519100001  
0755-33547523  
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**何沛滨** 一般从业资格编号  
S1060118100014  
0755-33547894  
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

### 投资要点

#### 事项:

公司发布三季报, 1-3Q19实现营业收入91.3亿元, 同比增长25.7%; 归属于上市公司股东净利润16.96亿元, 同比增长33.4%。其中, 3Q19实现营业收入25.5亿元, 同比增长35.5%; 归属于上市公司股东净利润5.06亿元, 同比增长53.6%。3Q19末预收款余额18.4亿元, 同比、环比分别增10.5亿元、3.6亿元。

#### 平安观点:

■ **3Q19 营收、净利增速超市场预期, 因高端产品青花汾酒营收增速超预期, 及销售费用率降幅超预期。**

■ **青花汾酒加速增长, 玻汾维持高速增长, 老白汾保持快速增长。**受益于3Q18基数低, 及渠道调研反馈出厂价上涨, 3Q19批发价200元/瓶以上的青花汾酒增长加速, 带动1-3Q19增速升到30%左右, 批发价40-50元/瓶的玻汾保持了上半年50-60%的高增速, 批发价100-200元/瓶的老白汾系列(含巴拿马)维持上半年10-20%的营收增速。配制酒竹叶青19年划归玻汾团队管理, 渠道调研反馈9月底出厂价上涨, 共同推动3Q19营收大增2.38倍至约1.62亿元, 1-3Q19合计3.63亿元, 同比增82%。包含汾牌和杏花村的系列酒营收6.93亿元, 估计同比大致稳定。3Q19末, 预收款余额18.4亿元, 同比、环比分别增10.5亿元、3.6亿元, 应为4Q19留了余力。

■ **省外猛增约140%, 省内增速继续放缓。**3Q19, 汾酒在山西省内、外分别实现营收14亿元、13.3亿元, 同比增长3.13%、140%。1-3Q19, 省内、外分别实现营收44.8亿元、45.7亿元, 同比增长7.66%、68.4%。2019年汾酒加大了省外扩张力度, 产品上突出青花和玻汾, 渠道上大力开拓核心终端, 效果良好。汾酒在山西省内市占率高, 7.66%的增速基本反映市场增速。展望2020年, 省外仍将是汾酒增长主要来源, 空间广阔。

■ **3Q19 毛利率、销售费用率双降。**3Q19毛利率63.9%, 同比降5Pct, 或因玻汾、配制酒等低毛利率产品占比提升。3Q19销售费用率10.3%, 同比大降7.5Pct, 或与费用确认季度间波动有关。3Q19管理费用率7.32%(含研发), 同比升0.26Pct, 基本正常。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,037	9,382	11,824	13,506	15,429
YoY(%)	37.1	55.4	26.0	14.2	14.2
净利润(百万元)	944	1,467	1,916	2,318	2,787
YoY(%)	56.0	55.4	30.6	21.0	20.2
毛利率(%)	69.8	66.2	69.5	69.5	69.2
净利率(%)	16.6	16.6	17.2	18.3	19.2
ROE(%)	18.9	25.6	28.1	28.7	29.5
EPS(摊薄/元)	1.08	1.68	2.20	2.66	3.20
P/E(倍)	76.9	49.5	38.1	31.5	26.2
P/B(倍)	14.0	11.8	9.8	8.4	7.2

■ **玻汾助力全国化加速，维持“推荐”评级。**汾酒在山西省根据地市场绝对领先，作为清香型龙头全国化基因突出。公司产品组合完善，初步完成了销售体系改革，“次高端青花+低端玻汾”的产品组合推动了省外高速扩张，尤其玻汾很可能助力全国化加速。考虑 2020 年可能是第二轮三年计划起始考核之年，维持 19、20 年 EPS2.20、2.66 元的预测，同比增约 30.6%、21%，PE 约 38.1、31.5 倍，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：1)白酒行业景气度下行风险。**白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。**2)管理层更换易导致业务波动风险。**白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动。**3)政策风险。**白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	9,016	11,553	13,826	16,629
现金	1,296	2,227	3,169	4,406
应收票据及应收账款	3,706	4,671	5,335	6,095
其他应收款	35	45	51	58
预付账款	104	118	135	156
存货	3,156	3,588	4,101	4,732
其他流动资产	719	906	1,035	1,182
<b>非流动资产</b>	2,813	2,755	2,828	2,810
长期投资	4	4	4	4
固定资产	1,599	1,643	1,694	1,723
无形资产	223	225	226	227
其他非流动资产	987	883	903	855
<b>资产总计</b>	11,829	14,309	16,654	19,439
<b>流动负债</b>	5,309	6,448	7,382	8,478
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,344	1,527	1,746	2,015
其他流动负债	3,966	4,921	5,636	6,463
<b>非流动负债</b>	38	38	38	38
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	38	38	38	38
<b>负债合计</b>	5,347	6,486	7,420	8,515
少数股东权益	267	390	538	715
股本	866	872	872	872
资本公积	282	386	386	386
留存收益	5,005	6,114	7,377	8,889
<b>归属母公司股东权益</b>	6,214	7,433	8,696	10,208
<b>负债和股东权益</b>	11,829	14,309	16,654	19,439

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	966	1774	2063	2556
净利润	1467	1916	2318	2787
折旧摊销	93	122	148	178
财务费用	-27	-40	-64	-92
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	1141	590	481	567
其他经营现金流	-1707	-814	-819	-884
<b>投资活动现金流</b>	-361	-186	-131	-136
资本支出	-331	176	121	127
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-30	-362	-252	-263
<b>筹资活动现金流</b>	-776	-657	-990	-1183
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	6	0	0
资本公积增加	0	104	0	0
其他筹资现金流	-776	-767	-990	-1183
<b>现金净增加额</b>	-171	931	942	1237

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	9,382	11,824	13,506	15,429
营业成本	3,170	3,603	4,119	4,753
营业税金及附加	1,796	2,247	2,566	2,932
营业费用	1,627	2,365	2,566	2,777
管理费用	628	804	878	926
研发费用	12	12	12	12
财务费用	-27	-40	-64	-92
资产减值损失	2	2	2	2
其他收益	2	2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2,177	2,834	3,428	4,121
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	2,174	2,831	3,425	4,119
所得税	615	793	959	1,154
<b>净利润</b>	1,560	2,038	2,466	2,965
少数股东损益	93	122	148	178
<b>归属母公司净利润</b>	1,467	1,916	2,318	2,787
<b>EBITDA</b>	2,298	2,910	3,484	4,149
<b>EPS (元)</b>	1.68	2.20	2.66	3.20

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	55.4	26.0	14.2	14.2
营业利润(%)	57.2	30.2	21.0	20.2
归属于母公司净利润(%)	55.4	30.6	21.0	20.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	66.2	69.5	69.5	69.2
净利率(%)	16.6	17.2	18.3	19.2
ROE(%)	25.6	28.1	28.7	29.5
ROIC(%)	26.0	28.0	28.3	28.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	45.2	45.3	44.6	43.8
净负债比率(%)	-19.4	-28.0	-33.9	-40.0
流动比率	1.70	1.79	1.87	1.96
速动比率	1.10	1.24	1.32	1.40
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.90	0.90	0.87	0.86
应收账款周转率	3.2	2.8	2.7	2.7
应付账款周转率	2.8	2.7	2.9	2.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.20	2.66	3.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	2.04	2.37	2.93
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.53	9.98	11.71
<b>估值比率</b>				
P/E	49.5	38.1	31.5	26.2
P/B	11.8	9.8	8.4	7.2
EV/EBITDA	31.5	25.1	21.0	17.7

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033