




食品饮料/必需消费

山西汾酒 (600809)

自我加压有望挺近行业前五

——山西汾酒 2019 年三季度报点评

	瞿猛 (分析师)	方勇 (分析师)
	021-38676442	0755-23976166
	zimeng@gjjas.com	fangyong019027@gjjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880519080016

本报告导读:

Q3 业绩超出预期, 青花停货调整巩固后再加速, 玻汾在省外市场加速增长, 省外收入占比进一步提高。国改目标达成无虞, 公司自我加压有望挺近行业前五。

投资要点:

- **投资建议:** 因 Q3 青花增 30%以上、玻汾增 60%以上, 环比 Q2 均加速, 上调 2019-21EPS 预测至 2.23、2.83、3.41 元 (前次 2.22、2.78、3.35 元), 国改红利有望持续释放, 参考可比公司给予 2020 年倍 34 PE, 给予一定龙头溢价, 上调目标价至 97 元 (前次 82 元), 增持。
- **业绩超出预期。** 2019 前三季度营收 91.3 亿元、增 25.7%, 扣非前后归母净利润 16.96、16.93 亿元, 增 33.4%、增 33.2%; Q3 单季营收 27.5 亿元、增 34.5%; 扣非前后归母净利润 5.06、5.04 亿元, 增 53.6%、增 54.1%。Q3 单季净利率升 0.97pct 至 18.4%, 其中毛利率降 4.94pct 至 63.93%, 主因玻汾及系列酒增长更快, 上半年销售费用投放较大, Q3 控费下销售费用率大幅降 7.5 pct、管理及研发率降 0.26pct, 营业税金率升 1.53pct, 预收账款环比升 3.6 亿下商品收现增 52.6%。
- **青花巩固后再加速, 玻汾继续高速。** 1) Q1-Q3 汾酒收入 79.9 亿元、系列酒 6.9 亿 (杏花村及汾牌等)、配制酒 3.6 亿元, 分品牌看 Q3 单季青花因 4-5 月控货 Q2 增速放缓, Q3 恢复供货后加速增长, 预计增 30%以上, 预计老白汾及金奖合计保持双位数增长, 玻汾在省外市场加大前期铺货导流, 预计增 60%以上, 环比 Q2 加速。2) 省外大幅增 140%以上, 省内增 3%, 省外的收入占比稳步提升。
- **自我加压挺近前五。** H1 高费用投入为全年增长打下良好基础, 全年高增长确定性高, 公司挺近行业前七无虞, 自我加压向前五迈进。
- **核心风险:** 高端酒价格下行, 行业竞争加剧, 食品安全

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,361	9,382	11,804	14,349	16,677
(+/-)%	44%	47%	26%	22%	16%
经营利润 (EBIT)	1,355	2,149	2,687	3,401	4,100
(+/-)%	44%	59%	25%	27%	21%
净利润 (归母)	952	1,467	1,935	2,451	2,954
(+/-)%	57%	54%	32%	27%	20%
每股净收益 (元)	1.10	1.69	2.23	2.83	3.41
每股股利 (元)	1.30	1.70	1.15	1.39	1.62

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	21.3%	22.9%	22.8%	23.7%	24.6%
净资产收益率 (%)	17.7%	23.6%	27.1%	29.2%	29.7%
投入资本回报率 (%)	22.8%	29.8%	41.9%	51.8%	62.0%
EV/EBITDA	32.15	12.64	17.52	13.49	10.80
市盈率	76.23	49.50	37.52	29.62	24.58
股息率 (%)	0.0%	0.0%	1.4%	1.7%	1.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 97.00

上次预测: 82.00

当前价格: 83.85

2019.10.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	30.39-88.30
总市值 (百万元)	73,078
总股本/流通 A 股 (百万股)	872/866
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	4.85
日均成交值 (百万元)	364.67

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,253
每股净资产	8.32
市净率	10.1
净负债率	-46.58%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.83	1.01
Q2	0.26	0.36
Q3	0.38	0.58
Q4	0.23	0.28
全年	1.69	2.23

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	24%	142%
相对指数	6%	23%	129%

相关报告

《业绩超预期, 巩固提高再创佳绩》2019.08.27

《国改奋进, 清香复兴》2019.06.28

《战略执行效果明显, 现金激励大幅改善》2019.04.29

《目标达成, 改革加速》2019.01.29

《业绩符合预期, 全年目标完成难度不大》2018.10.26

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

必需消费
食品饮料

山西汾酒 (600809)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **97.00**

上次预测: 82.00

当前价格: 83.85

公司网址

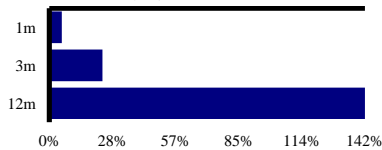
www.fenjiu.com.cn

公司简介

公司是生产国家名酒汾酒、竹叶青酒、玫瑰汾酒、白玉汾酒等系列产品的大型一档企业。

公司主要遵循研-产-供-销一体化发展模式。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

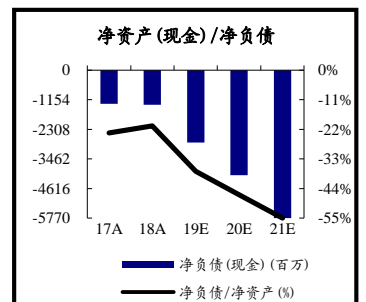
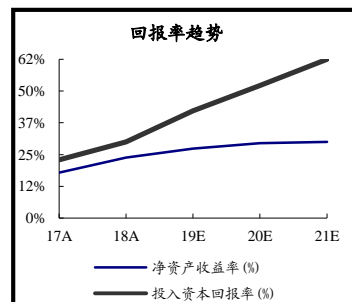
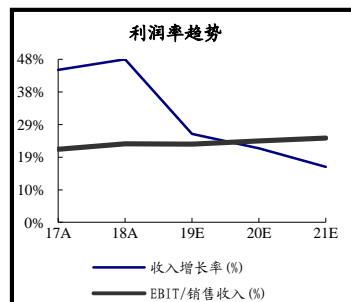
30.39-88.30

市值 (百万)

73,078

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	6,361	9,382	11,804	14,349	16,677
营业成本	2,078	3,170	3,947	4,764	5,473
税金及附加	1,240	1,796	2,243	2,726	3,169
销售费用	1,140	1,627	2,207	2,583	2,918
管理费用	539	628	708	861	1,001
EBIT	1,355	2,149	2,687	3,401	4,100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
财务费用	-22	-27	0	0	0
营业利润	1,395	2,177	2,687	3,401	4,100
所得税	382	615	698	884	1,065
少数股东损益	59	93	52	65	79
归母净利润	952	1,467	1,935	2,451	2,954
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,259	1,296	2,708	3,911	5,510
其他流动资产	5,539	7,720	8,103	9,663	11,057
长期投资	3	4	4	4	4
固定资产合计	1,652	1,599	1,600	1,603	1,606
无形及其他资产	1,049	1,210	1,200	1,190	1,180
资产合计	9,504	11,829	13,615	16,372	19,356
流动负债	3,902	5,309	6,112	7,551	8,904
非流动负债	17	38	38	38	38
股东权益	5,585	6,482	7,466	8,782	10,415
投入资本(IC)	4,316	5,177	4,749	4,862	4,896
现金流量表					
NOPLAT	984	1,542	1,988	2,517	3,034
折旧与摊销	141	149	0	1	1
流动资金增量	96	650	-419	121	41
资本支出	-67	-75	6	7	4
自由现金流	1,154	2,266	1,575	2,645	3,079
经营现金流	975	966	2,408	2,396	2,995
投资现金流	-360	-361	6	7	4
融资现金流	-507	-776	-1,003	-1,200	-1,400
现金流净增加额	109	-171	1,412	1,203	1,599
财务指标					
成长性					
收入增长率	44.4%	47.5%	25.8%	21.6%	16.2%
EBIT 增长率	44.3%	58.7%	25.0%	26.6%	20.6%
净利润增长率	57.4%	54.0%	31.9%	26.7%	20.5%
利润率					
毛利率	67.3%	66.2%	66.6%	66.8%	67.2%
EBIT 率	21.3%	22.9%	22.8%	23.7%	24.6%
归母净利润率	15.0%	15.6%	16.4%	17.1%	17.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	17.7%	23.6%	27.1%	29.2%	29.7%
总资产收益率(ROA)	10.0%	12.4%	14.2%	15.0%	15.3%
投入资本回报率(ROIC)	22.8%	29.8%	41.9%	51.8%	62.0%
运营能力					
存货周转天数	384	323	322	322	322
应收账款周转天数	108	116	116	116	116
总资产周转天数	485	415	393	381	391
净利润现金含量	102.4%	65.9%	124.5%	97.8%	101.4%
资本支出/收入	1.1%	0.8%	-0.1%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	41.2%	45.2%	45.2%	46.4%	46.2%
净负债率	-23.5%	-20.9%	-37.9%	-46.6%	-55.4%
估值比率					
PE(现价)	76.23	49.50	37.52	29.62	24.58
PB	9.20	4.88	6.97	5.93	5.00
EV/EBITDA	32.15	12.64	17.52	13.49	10.80
P/S	11.41	7.74	6.15	5.06	4.35
股息率	0.0%	0.0%	1.4%	1.7%	1.9%



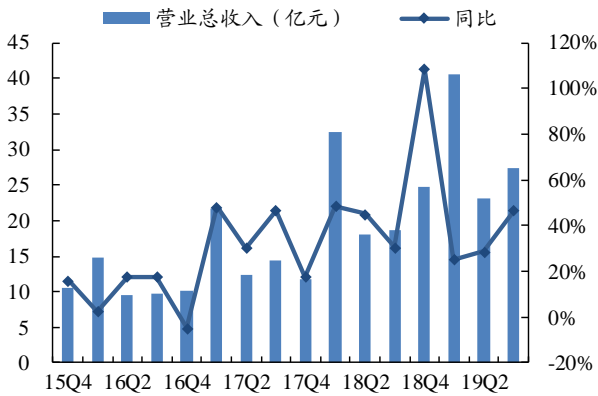
业绩超出预期。2019 前三季度营收 91.3 亿元、增 25.7%，扣非前后归母净利润 16.96、16.93 亿元，增 33.4%、增 33.2%；Q3 单季营收 27.5 亿元、增 34.5%；扣非前后归母净利润 5.06、5.04 亿元，增 53.6%、增 54.1%。Q3 单季净利率升 0.97pct 至 18.4%，其中毛利率降 4.94pct 至 63.93%，主因玻汾及系列酒增长更快，上半年销售费用投放较大、Q3 控费下销售费用率大幅降 7.5 pct、管理及研发率降 0.26pct，营业税金率升 1.53pct，预收账款环比升 3.6 亿下商品收现增 52.6%

青花巩固后再加速，玻汾继续高速。Q1-Q3 汾酒收入 79.9 亿元，系列酒 6.9 亿（杏花村及汾牌等）、配制酒 3.6 亿元。Q3 单季汾酒收入 23.6 亿元、系列酒 2.1 亿元、配制酒 1.6 亿元。分品牌看青花因 4-5 月停货 Q2 增速放缓，Q3 恢复供货后加速增长，预计 Q3 单季青花增 30%以上，预计老白汾及金奖合计保持双位数增长，巴拿马系列省外增长较好带动增速恢复至双位数，玻汾凭借高性价比在省外市场尤其华东市场加大前期铺货，Q3 单季预计增 60%以上，环比 Q2 加速。

区域结构优化，省外市场占比持续提升。分区域看 Q1-Q3 省外市场营收 45.68 亿，增 68.4%，而 Q3 单季省外市场 14.02 亿元，大幅增 140%，主因青花及玻汾等品牌在省外高速增长贡献。Q1-Q3 省内市场营收 44.76 亿元、增 7.7%，Q3 单季省内市场 13.27 亿元、增 3.1%。区域结构上，省外市场规模自 Q2 超过省内市场开始仍保持快于省内市场的增速，区域结构持续优化，省外的收入占比稳步提升，向全国化挺进，未来省内与省外市场比例有望向 4:6 甚至 3:7 结构改善。

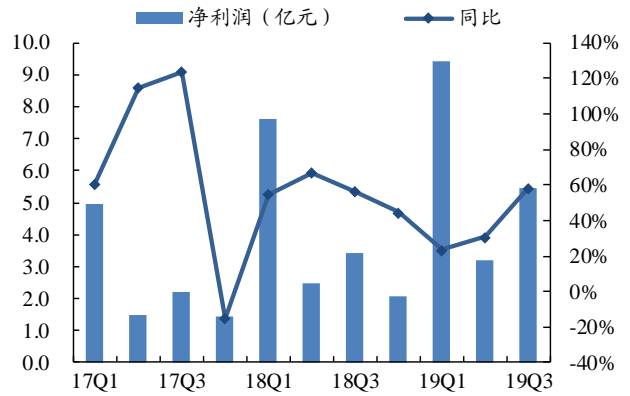
全年高增长确定，自我加压挺近前五，期待来年开门红。上半年高费用投入为全年增长打下良好基础，Q3 预收款环比提升确保全年业绩高增以及 2020 年开门红。集团作为首批山西省国企改革试点单位之一，于 2017 年与省政府签订三年责任状，2019 年时国改成果收官之年。在“三年目标，两年完成”的指引下国改财务指标早已于 2018 年提前完成，员工持股试点及集团整体上市稳步推进，挺近行业前七无虞，自我加压向前五迈进。展望未来 2020 年之后，在现有国改成果的基础之上公司治理改善、机制放活经营活力释放的红利、员工持股等有望持续支撑清香白酒持续复兴。

图 1: Q3 单季营业收入继续加速



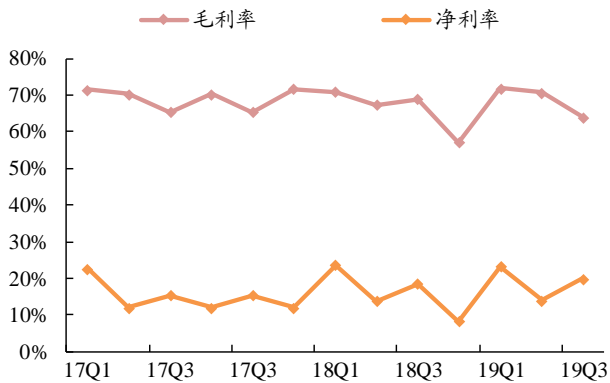
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: Q3 单季归母净利润增长超预期



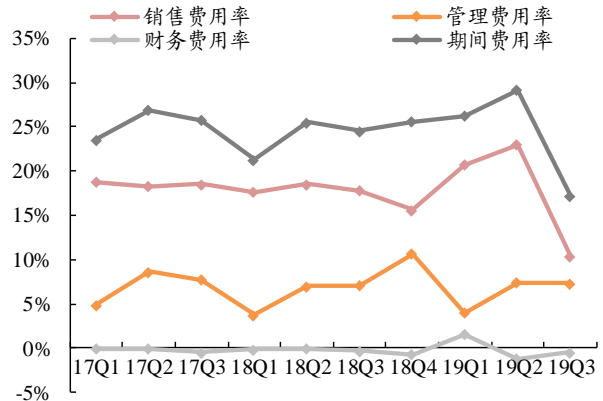
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

图 3: Q3 单季毛利率下降, 但净利率同比提升



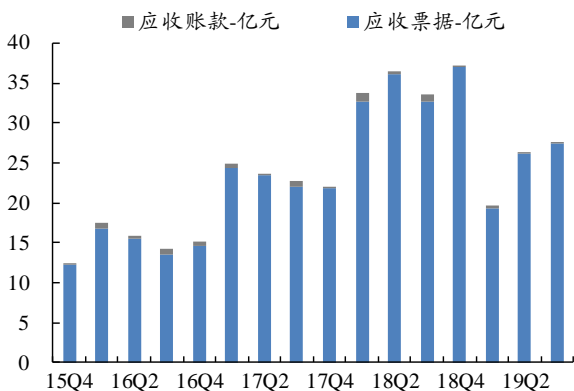
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: Q3 单季期间费用率同比下降



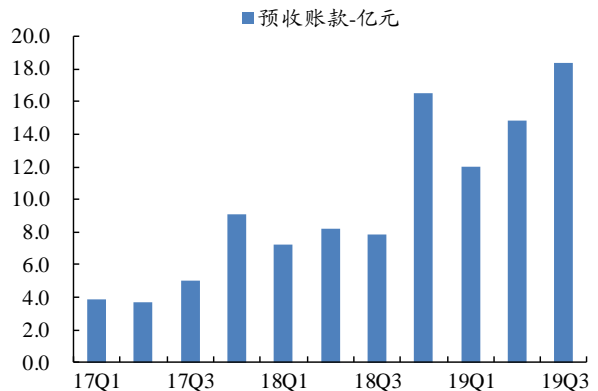
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

图 5: Q3 应收账款及票据环比上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6: Q3 预收账款继续提升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

表 1: 集团签订的 2017-2019 年目标: 保值增值率、酒类收入及利润为重要指标

考核指标	目标	分值权重
国有资本保值增值率	107.60%	40 分
酒类营业收入	103.74 亿	20 分
酒类利润总额 (含税)	16.38 亿	20 分
资产质量及风险控制	合理范围	20 分
安全生产	杜绝重大生产责任事故	否决指标
其他指标	积极推行员工持股改制试点, 任期内力推汾酒集团整体上市	

数据来源: 汾酒官网, 山西省政府网站, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gtjas.com		