

山西汾酒(600809)/饮料制造

青花提速、玻汾高增，Q3 再超预期

评级：买入(维持)

市场价格：83.85

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

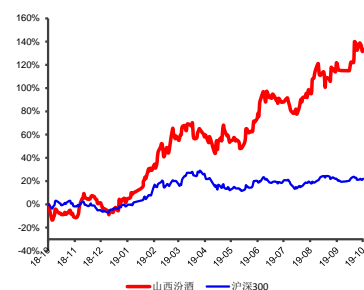
Email：gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email：fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	872
流通股本(百万股)	866
市价(元)	83.85
市值(百万元)	73,100
流通市值(百万元)	72,600

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 山西汾酒_公司点评：持续保持高速增长，后劲仍足
- 2 山西汾酒_公司点评：业绩略超预期，清香鼻祖加速回归
- 3 山西汾酒_公司点评：业绩高增符合预期，改革红利有望持续释放

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,037	9,382	11,655	13,828	16,242
增长率 yoy%	37.06%	55.39%	24.23%	18.65%	17.45%
净利润	944	1,467	1,920	2,387	2,885
增长率 yoy%	56.02%	55.36%	30.91%	24.33%	20.86%
每股收益(元)	1.08	1.68	2.22	2.76	3.33
每股现金流量	1.03	1.11	3.29	0.54	5.03
净资产收益率	18.03%	23.60%	15.22%	15.41%	16.61%
P/E	77.40	49.82	37.81	30.41	25.16
PEG	2.14	1.97	0.80	0.84	0.99
P/B	13.96	11.76	5.75	4.69	4.18

备注：

投资要点

- **事件：2019 年前三季度公司实现收入 91.27 亿元，同比增长 25.72%，实现归母净利润 16.96 亿元，同比增长 33.36%，基本每股收益 1.95 元，同比增长 32.64%。**
- **青花提速&玻汾发力，泛全国化进程加速催生 Q3 业绩超预期。**19Q3 公司收入和利润增速为 34.45%/53.62%，业绩超市场预期，且环比上半年继续加速，主要是青花提速、玻汾延续高增长，省外市场持续表现靓丽。19Q3 公司预收账款 18.41 亿元，同比增长 133.93%，环比增长 24.31%，考虑预收款实际表现更优。分产品来看，公司继续坚持“抓两头带中间”，其中三季度青花系列明显提速，主要得益于 20 年快速放量，30 年延续控货挺价策略，我们预计前三季度青花系列增速达到 30%；玻汾延续上半年高增势头，主要是公司全面放开玻汾，将玻汾推向全国后导入快、动销快，我们预计前三季度玻汾增速超 50%；老白汾和巴拿马系列产品预计取得双位数增长，增速相对慢于整体水平。分市场来看，19 年前三季度省内和省外市场收入增速分别为 7.66%和 68.42%，省外市场占比环比 Q2 继续提升 0.37pct 至 50.51%，表明公司泛全国化进程继续加速，省外市场基本都完成了全年任务的四分之三以上，部分市场已完成全年任务，我们预计很多省份全年将实现翻倍增长。从经销商情况来看，19Q3 公司经销商达到 2432 家，环比增加 171 家，公司对经销商结构进行调整优化的同时，进一步加强了省外市场的渠道建设力度。
- **玻汾放量致单季度毛利率回落，费用率下行促进利润加速释放。**19Q3 公司毛利率为 63.93%，同比下降 4.94pct，主要是去年同期青花系列增速快(全年增速约 60%)、占比高，今年玻汾高增长下产品结构有所回落所致，从前三季度来看毛利率基本保持平稳(同比下降 0.25pct)；期间费用率为 17.16%，同比下降 7.39pct，其中销售费用率为 10.31%，同比下降 7.50pct，主要是公司季度间投放节奏存在差异，公司上半年投入很多前置性费用，预计全年销售费用率随着持续拓展省外终端而稳中有升；管理费用率为 7.32%，同比提升 0.26pct，财务费用率为-0.46%，同比下降 0.14pct；净利率为 19.87%，同比提升 1.48pct，盈利能力稳步提升。19 年前三季度公司经营活动现金流量净额为 18.96 亿元，同比增长 443%，主要是收入大幅增长以及票据贴现所致。
- **品牌势能持续放大，内外兼修助力清香鼻祖回归。**公司今年以来业绩逐季加速，且业绩持续超市场预期，一方面公司内部经营动力十足，改革红利

加速释放，另一方面省外市场经过两年调整今年厚积薄发，从前三季度来看省外开拓顺利，费用投放积极，公司规划 15 个过亿市场，为未来业绩增长提供保障。短期来看，我们认为四季度公司将延续双轮驱动，青花仍是公司重点培育对象，玻汾在 50 元价格带占据明显优势，预计全年公司利润增速有望超 30%。中长期来看，我们认为汾酒品牌优势在持续放大，省外市场加速增长，空白市场有待进一步开发，未来发展潜力仍旧充足，在华润协同和内部股权激励等机制改善下，完成业绩考核目标值得期待。

■ **投资建议：维持“买入”评级。**我们小幅调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 116.55/138.28/162.42 亿元，同比增长 24.23%/18.65%/17.45%；净利润分别为 19.20/23.87/28.85 亿元（前值为 18.60/23.18/28.05 亿元），同比增长 30.91%/24.33%/20.86%，对应 EPS 分别为 2.22/2.76/3.33 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**三公消费限制力度加大；次高端酒竞争加剧；食品品质事故。

图表 1: 山西汾酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,037	9,382	11,655	13,828	16,242
增长率	37.1%	55.4%	24.2%	18.6%	17.5%
营业成本	-1,821	-3,170	-3,822	-4,397	-5,059
%销售收入	30.2%	33.8%	32.8%	31.8%	31.1%
毛利	4,216	6,212	7,833	9,431	11,183
%销售收入	69.8%	66.2%	67.2%	68.2%	68.9%
营业税金及附加	-1,238	-1,796	-2,075	-2,489	-2,972
%销售收入	20.5%	19.1%	17.8%	18.0%	18.3%
营业费用	-1,080	-1,627	-2,156	-2,531	-2,924
%销售收入	17.9%	17.3%	18.5%	18.3%	18.0%
管理费用	-546	-628	-758	-899	-1,023
%销售收入	9.0%	6.7%	6.5%	6.5%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	1,353	2,161	2,844	3,513	4,264
%销售收入	22.4%	23.0%	24.4%	25.4%	26.3%
财务费用	15	27	18	19	20
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-17	2	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,352	2,192	2,869	3,538	4,290
营业利润率	22.4%	23.4%	24.6%	25.6%	26.4%
营业外收支	-2	-3	3	3	2
税前利润	1,350	2,189	2,872	3,541	4,292
利润率	22.4%	23.3%	24.6%	25.6%	26.4%
所得税	-379	-615	-820	-992	-1,213
所得税率	28.1%	28.1%	28.5%	28.0%	28.3%
净利润	1,004	1,560	2,042	2,539	3,068
少数股东损益	60	93	122	152	183
归属于母公司的净利润	944	1,467	1,920	2,387	2,885
净利率	15.6%	15.6%	16.5%	17.3%	17.8%
现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,004	1,560	2,042	2,539	3,068
加: 折旧和摊销	140	149	153	156	158
资产减值准备	-17	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	-20	-18	-19	-20
投资收益	-1	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	60	93	122	152	183
营运资金的变动	-254	-488	692	-2,200	1,177
经营活动现金净流	896	966	2,868	474	4,382
固定资本投资	96	166	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-305	-361	-57	-58	-50
股利分配	-520	-520	-672	-836	-1,010
其他	12	-256	5,889	2,159	-1,391
筹资活动现金净流	-507	-776	5,217	1,323	-2,401
现金流量	84	-171	8,028	1,739	1,931
资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,222	1,296	9,324	11,063	12,993
应收款项	2,238	3,740	3,686	5,125	5,224
存货	2,299	3,156	3,422	4,146	4,561
其他流动资产	484	824	969	877	1,030
流动资产	6,244	9,016	17,400	21,210	23,807
%总资产	69.8%	76.2%	86.5%	89.0%	90.5%
长期投资	12	27	32	38	46
固定资产	1,651	1,599	1,483	1,365	1,245
%总资产	18.5%	13.5%	7.4%	5.7%	4.7%
无形资产	230	223	209	194	179
非流动资产	2,696	2,813	2,717	2,620	2,512
%总资产	30.2%	23.8%	13.5%	11.0%	9.5%
资产总计	8,940	11,829	20,117	23,830	26,320
短期借款	0	0	715	1,531	120
应付款项	2,527	3,581	4,629	4,499	6,342
其他流动负债	1,057	1,728	1,728	1,728	1,728
流动负债	3,584	5,309	7,072	7,758	8,190
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	38	38	38	38
负债	3,601	5,347	7,110	7,796	8,228
普通股股东权益	5,236	6,214	12,618	15,493	17,368
少数股东权益	103	267	389	541	724
负债股东权益合计	8,940	11,829	20,117	23,830	26,320
比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	1.08	1.68	2.22	2.76	3.33
每股净资产 (元)	6.01	7.13	14.57	17.89	20.06
每股经营现金净流 (元)	1.03	1.11	3.29	0.54	5.03
每股股利 (元)	0.60	0.60	0.78	0.96	1.17
回报率					
净资产收益率	18.03%	23.60%	15.22%	15.41%	16.61%
总资产收益率	11.23%	13.19%	10.15%	10.65%	11.66%
投入资本收益率	29.35%	41.41%	44.99%	67.94%	52.53%
增长率					
营业总收入增长率	37.06%	55.39%	24.23%	18.65%	17.45%
EBIT增长率	50.26%	57.62%	31.51%	23.53%	21.42%
净利润增长率	56.02%	55.36%	30.91%	24.33%	20.86%
总资产增长率	20.54%	32.32%	70.07%	18.46%	10.45%
资产管理能力					
应收账款周转天数	4.1	1.8	1.8	1.8	1.8
存货周转天数	125.8	104.7	101.6	98.5	96.5
应付账款周转天数	163.2	100.1	131.7	115.9	123.8
固定资产周转天数	100.2	62.3	47.6	37.1	28.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-24.28%	-143.85%	-79.55%	-71.49%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-94.2	-79.0	-156.3	-180.5	-214.3
资产负债率	40.28%	45.21%	35.34%	32.72%	31.26%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。