

强烈推荐-A (维持)

山西汾酒 600809.SH

目标估值: 92 元
当前股价: 83.85 元
2019 年 10 月 26 日

Q3业绩超出预期, 省外市场加速扩张

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	87153
已上市流通股(万股)	86585
总市值(亿元)	731
流通市值(亿元)	726
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	26.1
资产负债率	46.0%
主要股东	山西杏花村汾酒集团
主要股东持股比例	58.14%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《山西汾酒(600809)—Q2业绩超出预期, 改革红利持续释放》2019-08-27
- 2、《山西汾酒(600809)—19年砥砺前行, 期待改革深化》2019-04-28
- 3、《山西汾酒(600809)—2019年春季糖酒会见闻录之八》2019-04-01

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn
S1090519020001

公司 19Q3 收入利润增长 34.5%/53.6%, 收入环比提速, 业绩大超预期。分产品看, 三季度青花系列环比提速, 增长 30%+, 玻汾继续保持 50%+ 的高增长, 老白汾维持 15% 左右稳健增速; 分区域看, Q3 省内、省外分别增长 3.1%、140%, 省外市场加速扩张, Q3 新增 171 家经销商, 同时公司加强终端精细化建设, 不断提升终端的数量和质量。公司改革不断推进, 红利持续兑现, 全年有望超出股权激励增长目标。展望来年, 汾酒具备足够的品牌力, 本轮向省外拓展将享受经销商向优质品牌集中的红利, 来年有望继续保持稳健增速。考虑到竞争加剧, 期待公司能够维持合理库存水平, 同时与华润更紧密合作, 内部改制更进一步, 在市场纵深、战略扩张上能够稳步推进。小幅上调 19-20 年 EPS 至 2.25、2.64 元(前次 2.14、2.52 元), 给予 20 年 35X PE, 一年目标价 92 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

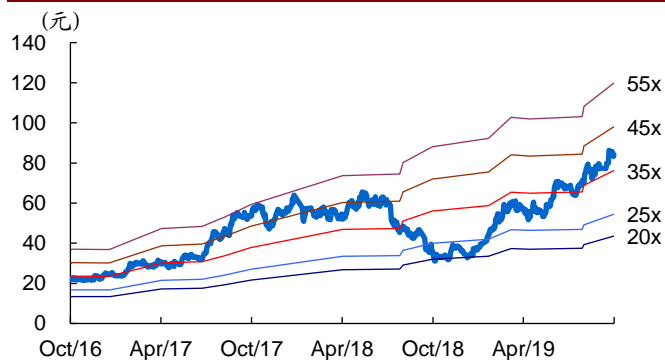
- **Q3 收入利润增长 34.5%/53.6%, 收入环比提速, 业绩大超预期。**公司 19 年前三季度营收 91.27 亿, 同比+25.72%, 归母净利润 16.96 亿, 同比+33.36%, 其中 Q3 单季营收 27.5 亿, 同比+34.45%, 归母净利润 5.06 亿, 同比+53.62%, 收入环比提速, 业绩大超预期(均为追溯调整后的收入和利润)。19Q3 末预收款 18.4 亿, 同比+134%, 环比 Q2 增加 3.6 亿, 19Q3 销售回款 29.6 亿, 同比+52.6%, 表现靓丽, 经营净现金流 2.05 亿, 同比下降-43.7%, 主要系 Q3 采购增加、职工工资增加所致。
- **玻汾维持高增, 青花增速环比提升, 推动 Q3 收入高增长。**草根调研反馈, 三季度玻汾继续保持 50%+ 的高增长, 老白汾维持 15% 左右的稳健增速, 青花系列则环比提速, 由上半年的 20%+ 提升至第三季度的 30%+ (上半年由于 3-4 月停货提价致青花增速较慢, 三季度青花恢复增长)。公司“抓两头带中间”的策略效果良好, 产品梯队明晰, 推动收入高增。
- **玻汾高增及系列酒整顿后恢复生产致 Q3 毛利率有所下降, 销售费用率大幅下降推升净利率。**公司 19 年前三季度毛利率 69.19%, 同比-0.25pct, 其中 Q3 毛利率 63.93%, 同比-4.94%, Q3 毛利率下降较多主要系两个原因: 一是低端玻汾维持高增长, 增速快于青花和老白汾; 二是二季度低毛利的系列酒停产整顿, 三季度开始恢复生产与销售, 一定程度上拉低了整体毛利率。19 年前三季度销售费用率 18.18%, 同比+0.24pct, 其中 Q3 销售费用率 10.31%, 同比-7.5pct, 主要系公司季度间费用投放节奏不同所致, 上半年公司加大省外市场拓展、基础市场前置性投入较多, 费用率提升明显, 三季度费用投入相对减少, 全年来看, 销售费用率整体保持相对稳定水平, 19Q3 管理费用率(含研发费用) 7.32%, 同比+0.35pct, 税金及附加比率 19%, 同比+1.53pct。销售费用率大幅下降, 推升 Q3 净利率提升 1.47% 至 19.87%。
- **省外市场加速扩张, 省内保持稳健增速。**分区域看, 19 年前三季度省内、省外营收分别为 44.8 亿、45.7 亿, 分别同比+7.7%、+68.4%, 其中 Q3 省内、省外增速分别为 3.1%、140%, 省外加速扩张, 增速提升明显, 当前占比已过半, 成为增长主力, 一方面 Q3 省外新增较多经销商, 截止 19 年 9 月底, 公司经销商数量 2432 家, 其中 Q3 净增加 171 家, 基本为省外经销商, 另一方面, 公司这两年在不断加强终端精细化建设, 会要求经销商做终端数量的增长和质量的提升(单店增长), 中秋旺季动销好于预期, 库存略低于去年同期。
- **期待公司与华润深度合作, 混改更进一步, 渠道持续深耕, 助力长远发展。**汾酒近年来持续保持较高增速, 有投资者对公司来年增长的持续性表示担忧, 我们认为, 汾酒具备全国化品牌基因, 本轮向省外拓展将享受经销商向优质品牌集中的红利, 省外招商会较为顺利, 来年有望继续保持稳健增速。但与此同时, 招商较多对公司的管理能力也是考验, 包括渠道库存、价盘稳定等一系列问题, 期待公司能够与华润更紧密合作, 机制更加市场化, 不断提升自身的管理能力, 除了横向拓展更多的经销商外, 更能够在纵向上不断深耕、加强终端建设、持续培育消费者, 在环山西优势市场继续巩固优势, 提升份额, 环山西以外市场加大铺市力度, 培育营造消费氛围, 助力公司未来健康可持续的发展。
- **Q3 业绩超出预期, 小幅上调全年盈利预测, 维持“强烈推荐-A”评级。**公司改革不断推进, 机制更加市场化, 省外环山西市场持续发力, 我们认为, 公司全年有望超过股权激励增长目标。展望来年, 汾酒具备足够的品牌力, 本轮向省外拓展将享受经销商向优质品牌集中的红利, 来年有望继续保持稳健增速。考虑到竞争加剧, 期待公司能够维持合理库存水平, 同时与华润更紧密合作, 内部改革更进一步, 在市场纵深、战略扩张上能够稳步推进。小幅上调 19-20 年 EPS 至 2.25、2.64 元(前次 2.14、2.52 元), 给予 20 年 35X PE, 一年目标价 92 元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 改革不达预期, 省外竞争激烈。**

表 1、山西汾酒单季度利润表

单位：百万元	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	2017	2018
一、营业总收入	1182	3240	1802	1874	2466	4058	2320	2749	6037	9382
二、营业总成本	1049	2177	1453	1368	2202	2763	1848	1983	4654	7196
其中：营业成本	334	941	589	583	1056	1138	682	992	1821	3170
营业税金及附加	335	529	416	327	523	545	495	522	1238	1796
营业费用	179	573	334	334	386	842	534	283	1080	1627
管理费用	221	120	126	129	259	157	166	198	546	628
研发费用	0	0	0	3	3	4	5	3	0	12
财务费用	-5	-4	-1	-6	-17	64	-28	-13	-15	-27
资产减值损失	-16	17	-11	1	-5	18	0	0	-17	2
三、其他经营收益	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1
四、营业利润	133	1063	349	505	265	1294	471	766	1385	2187
加：营业外收入	7	0	1	0	0	0	1	3	9	1
减：营业外支出	5	1	4	0	-1	0	1	0	11	4
五、利润总额	135	1062	346	505	266	1295	471	769	1383	2185
减：所得税	-7	299	99	157	60	347	155	225	379	615
六、净利润	142	764	247	348	207	947	316	544	1004	1570
减：少数股东损益	3	54	19	18	2	66	9	41	60	93
七、归属母公司净利润	139	710	227	327	201	877	303	499	944	1467
EPS	0.16	0.82	0.26	0.38	0.23	1.01	0.35	0.58	1.09	1.68
主要比率										
毛利率	71.7%	70.9%	67.3%	68.9%	57.2%	71.9%	70.6%	63.9%	69.8%	66.2%
主营税金率	28.4%	16.3%	23.1%	17.5%	21.2%	13.4%	21.3%	19.0%	20.5%	19.1%
营业费率	15.1%	17.7%	18.5%	17.8%	15.7%	20.7%	23.0%	10.3%	17.9%	17.3%
管理费率	18.7%	3.7%	7.0%	6.9%	10.5%	3.9%	7.2%	7.2%	9.0%	6.7%
研发费率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%
营业利润率	11.3%	32.8%	19.4%	27.0%	10.7%	31.9%	20.3%	27.9%	22.9%	23.3%
实际税率	-5.4%	28.1%	28.8%	31.1%	22.4%	26.8%	33.0%	29.3%	27.4%	28.1%
净利率	11.7%	21.9%	12.6%	17.4%	8.2%	21.6%	13.1%	18.2%	15.6%	15.6%
YoY										
收入增长率	17.6%	48.6%	45.3%	30.6%	108.8%	25.2%	28.7%	46.7%	37.1%	55.4%
营业利润增长率	-42.5%	42.1%	47.1%	89.5%	99.2%	21.8%	35.1%	51.7%	49.0%	57.9%
净利润增长率	-10.0%	51.8%	69.5%	60.2%	45.1%	23.6%	33.3%	51.3%	56.0%	55.4%

资料来源：公司报表

图 1：山西汾酒历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：山西汾酒历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《山西汾酒（600809）—Q2 业绩超出预期，改革红利持续释放》2019-08-27
- 2、《山西汾酒（600809）—19 年砥砺前行，期待改革深化》2019-04-28
- 3、《山西汾酒（600809）—2019 年春季糖酒会见闻录之八》2019-04-01

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6244	9016	11081	12842	14917
现金	1222	1296	1477	1877	2510
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2188	3695	4488	5176	5609
应收款项	12	11	5	5	6
其它应收款	38	34	44	51	58
存货	2299	3156	4018	4527	5354
其他	484	824	1049	1206	1380
非流动资产	2696	2813	2687	2584	2489
长期股权投资	3	4	4	4	4
固定资产	1651	1599	1497	1415	1340
无形资产	230	223	201	181	163
其他	812	987	985	983	982
资产总计	8940	11829	13768	15425	17406
流动负债	3584	5309	6541	7368	8389
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	909	0	0	0	0
预收账款	912	444	547	616	702
其他	1763	4866	5994	6751	7687
长期负债	17	38	38	38	38
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	38	38	38	38
负债合计	3601	5347	6579	7405	8427
股本	866	866	866	866	866
资本公积金	242	282	282	282	282
留存收益	4125	5005	5589	6274	7066
少数股东权益	103	267	391	537	704
归属于母公司所有者权益	5236	6214	6798	7483	8275
负债及权益合计	8940	11829	13768	15425	17406

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	896	966	1593	2048	2529
净利润	944	1465	1947	2284	2639
折旧摊销	0	0	166	155	146
财务费用	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	0	0	(646)	(538)	(428)
其它	(48)	(499)	127	148	173
投资活动现金流	(305)	(361)	(50)	(50)	(50)
资本支出	0	0	(50)	(50)	(50)
其他投资	(305)	(361)	0	0	0
筹资活动现金流	(507)	(776)	(1362)	(1598)	(1846)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(1363)	(1599)	(1847)
其他	(507)	(776)	1	1	1
现金净增加额	84	(171)	181	401	633

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6037	9382	12005	13843	15850
营业成本	1821	3170	3906	4400	5010
营业税金及附加	1238	1796	2298	2649	3034
营业费用	1080	1627	2142	2504	2947
管理费用	546	628	828	969	1125
研发费用	0	12	16	18	21
财务费用	(15)	(27)	0	0	0
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
营业利润	1385	2175	2812	3299	3710
营业外收入	9	1	1	1	1
营业外支出	11	4	4	4	4
利润总额	1383	2172	2809	3296	3707
所得税	379	615	739	867	901
净利润	1004	1558	2071	2429	2807
少数股东损益	60	93	124	145	168
归属于母公司净利润	944	1465	1947	2284	2639
EPS (元)	1.09	1.69	2.25	2.64	3.05

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	37%	55%	28%	15%	14%
营业利润	49%	57%	29%	17%	12%
净利润	56%	55%	33%	17%	16%
获利能力					
毛利率	69.8%	66.2%	67.5%	68.2%	68.4%
净利率	15.6%	15.6%	16.2%	16.5%	16.6%
ROE	18.0%	23.6%	28.6%	30.5%	31.9%
ROIC	18.6%	23.8%	28.8%	30.3%	31.3%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	45.2%	47.8%	48.0%	48.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0
应收帐款周转率	164.4	829.4	1549.2	2738.6	2729.6
应付帐款周转率	2.2	7.0			
每股资料 (元)					
EPS	1.09	1.69	2.25	2.64	3.05
每股经营现金	1.04	1.12	1.84	2.37	2.92
每股净资产	6.05	7.18	7.85	8.64	9.56
每股股利	0.76	0.55	1.57	1.85	2.13
估值比率					
PE	76.9	49.6	37.3	31.8	27.5
PB	13.9	11.7	10.7	9.7	8.8
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。