

食品饮料

2019年06月21日

山西汾酒 (600809)

——青花与玻汾维持高增，改革活力持续释放

报告原因：有新的信息需要补充

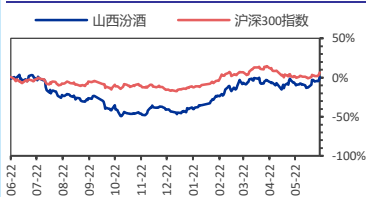
买入 (维持)

市场数据:	2019年06月20日
收盘价(元)	62.3
一年内最高/最低(元)	65.94/30.39
市净率	7.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	53942
上证指数/深证成指	2917.80/8925.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2019年03月31日
每股净资产(元)	8.2
资产负债率%	42.69
总股本/流通A股(百万)	872/866
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《山西汾酒(600809)点评:2018年报&19Q1点评:青花规模创新高 业绩符合预期》2019/04/29

《山西汾酒(600809)点评:2018业绩快报点评 业绩符合预期 公司对19年仍有信心》2019/01/29

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

周缘
(8621)23297818×转
zhouyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **事件:** 公司召开 2018 年年度股东大会, 传递积极信心。
- **投资评级与估值:** 维持盈利预测, 预测 2019-2021 年 EPS 分别为 2.19 元、2.69 元、3.28 元, 同比增长 30%、23%、22%, 当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 28x、23x、19x, 维持买入评级。我们看好公司的核心逻辑是: 1、品牌上, 汾酒是清香鼻祖, 具有深厚的品牌底蕴, 品质得到行业及消费者一致认可, 具备快速恢复的基础; 2、产品上, 2018 年青花的收入规模与销量均创历史新高, 2019 年仍然维持高增, 中长期我们始终看好青花成长为次高端价位段全国化大单品的潜质; 3、营销上, 公司强化费用的执行和落地, 强化销售团队建设 with 消费者培育, 通过省外扩张与省内精耕形成巨大增长空间; 4、国企改革使公司迎来重要发展机遇, 公司在品牌、产品、渠道和团队建设、激励方面已发生积极变化, 并且注重发展的质量和过程, 未来改革红利将持续释放, 激发中长期增长潜力。
- **“抓两头, 带中间”, 青花玻汾维持高增。** 产品上, 19 年公司坚持“抓两头, 带中间”的产品策略, 青花高举高打, 玻汾进一步放量, 腰部产品巴拿马金奖与老白汾稳健增长。结合渠道反馈, 预计 18 年青花收入实现 60%以上增长, 规模创新高, 预计 2019 年青花仍有望实现 30%以上高增, 由于青花具备全国化的品牌基因与良好的品质, 青花 20 占位 300-400 元次高端刚需价格带, 青花 30 占位 600-800 元次高端空白价格带, 青花中国装拉升青花品牌价值, 我们始终看好青花成长为次高端价位段全国化大单品的潜质。预计 2018 年玻汾实现 30%以上增长且基本是销量贡献, 2019 年随着玻汾在省外区域的放开布局, 玻汾进一步放量, 预计 2019 年加速增长, 我们认为玻汾强大的品牌力与纯粮固态发酵的品质赋予其在百元价位带以下极强的竞争力, 具备持续放量和成长为大单品的能力。
- **区域扩张稳步推进, 省外占比持续提升。** 2018 年汾酒省外收入占比 43%, 预计 2019 年省外收入占比将超 50%, 省外增速快于省内。从区域布局看, 山西市场是汾酒的大本营市场, 在 2018 年实现 30%以上快速增长后, 2019 年稳扎稳打增速有所放缓, 山西市场通过实施渠道共建工程实现扁平化与精细化营销和管理, 青花 30 规模快速增长, 巴拿马金奖 20 经过换装提价今年处于控货状态因此增长明显放缓, 近两年山西市场的窜货也明显减少, 增长的质量与精细化程度均有所提升, 虽然汾酒在山西市场占有率已经很高, 未来仍可通过产品的升级实现增长。省外不同区域增长的阶段不同, 河南市场经过连续几年的高增长突破 10 亿规模后增长有所放缓, 预计调整后仍将继续发力, 北京市场经过一年调整今年恢复两位数增长, 天津市场今年处于调整阶段持续控货, 山东、河北、陕蒙市场均实现高增长。目前汾酒的主要收入仍靠山西市场以及省外三大重点板块市场贡献, 但全国化布局已经铺开, 中长期我们看好汾酒全国化的增长空间。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,382	4,058	11,616	13,971	16,498
同比增长率(%)	47.5	20.1	23.8	20.3	18.1
净利润(百万元)	1,467	877	1,907	2,347	2,857
同比增长率(%)	54.0	22.6	30.0	23.1	21.7
每股收益(元/股)	1.69	1.01	2.19	2.69	3.28
毛利率(%)	66.2	71.9	66.8	67.2	67.9
ROE(%)	23.6	12.4	24.8	24.9	24.8
市盈率	37		28	23	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- **时间过半任务过半，渠道库存良性价盘稳定。**结合渠道反馈，青花 30 将于 6 月、7 月分两步走进行提价，提价幅度大约 5% 左右，5 月渠道打款积极性高，预计整体回款已经完成 50%左右。由于今年春节后渠道有一定库存积压，自 2 月起公司进行控货挺价，严查窜货，目前渠道表现有所改善。价格方面，青花 20 批价 320 左右成交价 350 左右，青花 30 批价 530 左右成交价 550 左右，相比春节后有所提升。库存方面，不同区域不同产品存在库存差异，整体渠道库存较为良性。我们认为，单月波动不改全年增长趋势，更应关注渠道表现的改善。
- 股价上涨的催化剂：业绩超预期
- 核心假设风险：经济下行影响中高端白酒需求

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,405	6,037	9,382	11,616	13,971	16,498
营业收入同比增长率 (yoy)	6.69%	37.06%	55.39%	23.80%	20.30%	18.10%
减: 营业成本	1,380	1,821	3,170	3,852	4,589	5,299
毛利率 (%)	68.68%	69.84%	66.21%	66.80%	67.20%	67.90%
减: 税金及附加	869	1,238	1,796	2,190	2,667	3,145
主营业务利润	2,156	2,979	4,417	5,573	6,718	8,057
主营业务利润率 (%)	48.95%	49.34%	47.07%	47.98%	48.09%	48.84%
减: 销售费用	775	1,080	1,627	1,975	2,375	2,805
减: 管理费用	442	546	628	697	863	1,023
减: 财务费用	-18	-15	-27	-21	-122	-155
经营性利润	956	1,367	2,188	2,922	3,598	4,381
经营性利润同比增长率 (yoy)	23.15%	42.97%	60.05%	33.52%	23.13%	21.76%
经营性利润率 (%)	21.71%	22.65%	23.33%	25.15%	25.75%	26.55%
减: 资产减值损失	26	-17	2	0	0	0
加: 投资收益及其他	-1	1	1	0	0	0
营业利润	930	1,385	2,177	2,924	3,598	4,381
加: 营业外净收入	-10	-2	-3	1	1	0
利润总额	920	1,383	2,174	2,925	3,600	4,382
减: 所得税	278	379	615	907	1,116	1,358
净利润	642	1,004	1,560	2,018	2,484	3,023
少数股东损益	36	60	93	111	137	166
归属于母公司所有者的净利润	605	944	1,467	1,907	2,347	2,857
净利润同比增长率 (yoy)	16.24%	56.02%	55.36%	30%	23.10%	21.70%
全面摊薄总股本	866	866	866	872	872	872
每股收益 (元)	0.70	1.09	1.69	2.19	2.69	3.28
归属母公司所有者净利润率 (%)	13.74%	15.64%	15.63%	-	-	-
ROE	12.71%	18.03%	23.60%	24.80%	24.90%	24.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。