

## 业绩加速彰显实力，清香龙头香飘全国

买入（维持）

2019年10月27日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001  
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,382	11,727	13,580	15,427
同比（%）	55.39%	25.00%	15.80%	13.60%
归母净利润（百万元）	1,467	1,895	2,267	2,610
同比（%）	55.36%	29.20%	19.62%	15.12%
每股收益（元/股）	1.68	2.17	2.60	2.99
P/E（倍）	49.82	38.56	32.24	28.00

### 事件

公司发布2019年三季报，19Q1-Q3实现营收91.27亿元（+25.72%），归母净利16.96亿元（+33.36%），扣非净利16.93亿元（未调整同比+33.64%）。19Q3实现营收27.49亿元（+34.45%），归母净利5.06亿元（+53.62%），扣非净利5.04亿元（未调整同比+54.11%）。公司报告期内由于收购并表进行财务指标追溯调整，除特殊说明外本文数据均为调整后数据。

### 投资要点

■ **青花+玻汾表现亮眼，Q3省外扩张持续加速：**公司19Q1-Q3营收91.27亿元（+25.72%），19Q3实现营收27.94亿元（+34.45%），公司前三季度营收即超去年总和。**1）分产品看，**19Q3汾酒、系列酒、配制酒分别实现营业收入23.5/2.1/1.6亿元。公司青花系列控货挺价，在去年高基数下仍实现较快增长（约+29%），预计青花20增速较快，30以提升价盘为今年工作重点，预计增速较慢；玻汾加快渠道扩张，Q3增速进一步提速至60%。要求终端铺市率达80%，随着与华润合作的深入预计玻汾将通过华润的渠道与资源继续扩大影响范围，公司“两头带中间”的产品策略运营效果显著；金奖预计保持20%增速，老白汾平稳增长5-10%。**2）分地区看，**19Q3省内收入13.3亿元，同比+3.13%；省外收入14亿元，同比+139.9%，凭借青花及玻汾发力实现大幅增长，省外占比51.4%（环比上半年+0.86pct）占比持续提升。19年6月公司确定了“13313”的布局目标，渠道跟踪显示省外多个市场实现超50%增长，部分如上海等市场收入翻番。

■ **上半年广宣投入前置，Q3销售费用率下行：**国改后公司改革销售体系，薪资激励提升明显，招商进展迅速。Q3经销商数量较H1末增加171家，大部分为省外经销商。公司19Q1-Q3毛利率69.2%，其中Q3毛利率63.9%（同比-0.7pct），19Q1-Q3销售费用率-0.02pct，Q3销售费用率-7.8pct，我们判断毛利率降低主要受到集团酒类并表及产品结构变化的影响，由于公司上半年前置性费用投入如广宣等确认较多，三季度销售费用率大幅下降驱动盈利能力提振。Q3管理费用率（含研发）7.3%，同比+0.7pct。综上，19Q3净利率19.87%（+3.07pct）。19Q1-Q3经营活动产生的现金流量净额19亿元（同比+449%），高质量现金流彰显公司次高端龙头地位。

■ **清香龙头香飘全国。**公司股权激励计划解禁要求公司19-21年增速分别要求为22.3/15.8/13.6%，收入目标分别为114.7/132.8/150.9亿元，目前Q1-Q3已完成19年目标近80%，预计完成全年目标无虑。激励到位，乘次高端增长东风，公司经营活力有望进一步释放。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	83.85
一年最低/最高价	30.07/88.30
市净率(倍)	10.08
流通A股市值(百万元)	72601.38

### 基础数据

每股净资产(元)	8.32
资产负债率(%)	45.95
总股本(百万股)	871.53
流通A股(百万股)	865.85

### 相关研究

- 1、《山西汾酒（600809）：时间过半任务过半，清香龙头香飘全国》2019-08-27
- 2、《山西汾酒（600809）：白酒国改兑现标的，19年开局余力十足》2019-04-29
- 3、《山西汾酒（600809）：山西汾酒：节奏控制得当，兼具潜力与确定性》2018-10-26

**盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年公司营收为 117.3/135.8/154.3 亿，同比 +25.0%/15.8%/13.6%；归母净利为 19.0/22.7/26.1 亿，同比+29.2%/19.6%/15.1%，对应 PE 为 39/32/28X，维持“买入”评级。

**风险提示：**白酒竞争加剧，省外竞争激烈，宏观经济消费需求疲软。

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>9190</b>	<b>11005</b>	<b>13189</b>	<b>15602</b>	<b>营业收入</b>	<b>9382</b>	<b>11727</b>	<b>13580</b>	<b>15427</b>
现金	1344	2978	3990	6115	减:营业成本	3170	3835	4359	4952
应收账款	15	19	20	24	营业税金及附加	1796	2330	2698	3065
存货	3260	4813	4364	6061	营业费用	1627	1941	2253	2565
其他流动资产	4570	3195	4814	3402	管理费用	628	833	951	1080
<b>非流动资产</b>	<b>2885</b>	<b>3093</b>	<b>3197</b>	<b>3286</b>	财务费用	-27	-13	-43	-103
长期股权投资	4	5	6	8	资产减值损失	2	0	0	0
固定资产	1646	1831	1944	2037	加:投资净收益	1	0	0	1
在建工程	306	329	324	321	其他收益	0	0	0	0
无形资产	243	241	236	233	<b>营业利润</b>	<b>2177</b>	<b>2802</b>	<b>3362</b>	<b>3868</b>
其他非流动资产	686	687	687	688	加:营业外净收支	-3	-10	-9	-8
<b>资产总计</b>	<b>12075</b>	<b>14098</b>	<b>16386</b>	<b>18888</b>	<b>利润总额</b>	<b>2174</b>	<b>2792</b>	<b>3353</b>	<b>3861</b>
<b>流动负债</b>	<b>5455</b>	<b>6119</b>	<b>6486</b>	<b>6753</b>	减:所得税费用	615	789	948	1091
短期借款	0	531	0	0	少数股东损益	93	108	138	160
应付账款	893	1287	1191	1624	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1467</b>	<b>1895</b>	<b>2267</b>	<b>2610</b>
其他流动负债	4563	4301	5295	5129	EBIT	2134	2743	3264	3709
<b>非流动负债</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	EBITDA	2283	2883	3425	3889
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	38	38	38	38	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5493</b>	<b>6157</b>	<b>6524</b>	<b>6791</b>	每股收益(元)	1.68	2.17	2.60	2.99
少数股东权益	299	407	546	705	每股净资产(元)	7.21	8.64	10.69	13.07
归属母公司股东权益	6282	7534	9317	11391	发行在外股份(百万股)	866	872	872	872
<b>负债和股东权益</b>	<b>12075</b>	<b>14098</b>	<b>16386</b>	<b>18888</b>	ROIC(%)	24.2%	24.3%	25.0%	23.3%
					ROE(%)	23.70%	25.22%	24.39%	22.89%
					毛利率(%)	66.2%	67.3%	67.9%	67.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	15.6%	16.2%	16.7%	16.9%
经营活动现金流	966	2081	2248	2825	资产负债率(%)	45.5%	43.7%	39.8%	36.0%
投资活动现金流	-361	-346	-265	-268	收入增长率(%)	55.4%	25.0%	15.8%	13.6%
筹资活动现金流	-776	-631	-441	-432	净利润增长率(%)	55.4%	29.2%	19.6%	15.1%
现金净增加额	-171	1104	1543	2125	P/E	49.82	38.56	32.24	28.00
折旧和摊销	149	139	161	180	P/B	11.63	9.70	7.84	6.42
资本开支	75	206	103	87	EV/EBITDA	31.56	24.66	20.34	17.41
营运资本变动	-481	-48	-275	-21					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

