品牌力持续提升，青花量价齐升

——山西汾酒 2020 年三季报点评

公司点评

● 业绩再超预期，盈利能力持续提升

公司 2020Q1-Q3 营收 103.74 亿(+13.05%)，归母净利润 24.61 亿(+43.78%)；其中 2020Q3 营收同增 25.15%至 34.75 亿（Q1：+1.71%，Q2：+18.44%），归母净利润同增 69.36%至 8.56 亿（Q1：+39.36%，Q2：+16.11%），业绩再超预期。2020Q1-Q3 毛利率为 72.17%（+2.98pct），其中 2020Q3 毛利率为 73.09%（+9.16pct），系提价效应及产品结构持续优化等所致。2020Q1-Q3 净利率为 23.87%（+4.02pct），其中 2020Q3 净利率 24.75%（+4.88pct），销售费用率 16.72%（+6.41pct），管理费用率 7.33%（+0.12pct）；2020Q3 合同负债期末 26.87 亿，环比增加 5.43 亿，同比增加 8.46 亿。2020Q1-Q3 经营性现金流净额为 17.81 亿（-6.07%），其中 2020Q3 为 5.56 亿（+171.22%），销售回款 29.33 亿（-0.88%）。

● 青花持续高增长，省外扩张顺利进行

分产品来看，2020Q1-Q3 汾酒系列营收同增 17.8%至 94.08 亿，占比近 91%，预计前三季度青花同增 30%以上、巴拿马同增近 20%（巴拿马+老白汾合计实现正增长）、玻汾同增 20%以上，老白汾下滑环比收窄；2020Q1-Q3 系列酒营收 4.17 亿（-39.8%），系公司整顿系列酒所致；2020Q1-Q3 配制酒营收 4.74 亿（+30.58%），预计竹叶青前三季度营收同增 30%以上，定位“健康国酒”新品类。分区域来看，2020Q1-Q3 省内外营收比重 45:55，其中 2020Q1-Q3 省内营收同增 3.8%至 46.46 亿（Q3 同增 14%），系前值高基数及老白汾消费场景受限所致；省外营收同增 23.8%至 56.53 亿（Q3 同增 39%），系前值高基数所致，公司布局的长三角（预计保持 50%以上增长）和珠三角（新布局区域个别保持翻倍增长）势头良好。

● 青花 30 提前布局高端，费用持续投放蓄势来年

当前公司坚持“抓两头、带中间”产品策略，近期追加 3 亿元市场费用用于“青花 30·复兴版”等高端产品布局，拉升品牌力。区域扩张，按照“1357”区域市场布局，推进省外规模型市场实现突破，推进渠道下沉和精细化管理。结合三季报，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 为 3.20/4.08/5.19 元（前值分别为 2.87/3.41/4.09 元），当前股价对应 PE 分别为 56/44/34 倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：疫情拖累白酒消费；国家政策对白酒调整；省外扩张不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	14,278	17,853	21,875
增长率(%)	55.4	26.6	20.2	25.0	22.5
净利润(百万元)	1,467	1,939	2,785	3,554	4,526
增长率(%)	55.4	32.2	43.7	27.6	27.3
毛利率(%)	66.2	71.9	72.0	72.1	72.2
净利率(%)	15.6	16.3	19.5	19.9	20.7
ROE(%)	24.1	26.9	30.2	29.1	28.1
EPS(摊薄/元)	1.68	2.22	3.20	4.08	5.19
P/E(倍)	105.6	79.9	55.6	43.6	34.2
P/B(倍)	24.9	20.8	16.4	12.5	9.5

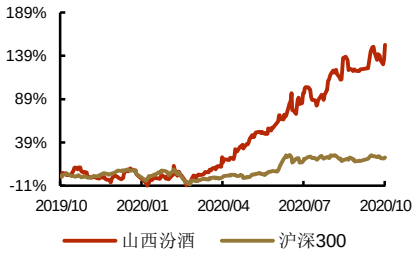
强烈推荐（维持评级）

王言海（分析师）
wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080003

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

市场数据	时间 2020.10.29
收盘价(元):	230.6
一年最低/最高(元):	75.5/234.69
总股本(亿股):	8.72
总市值(亿元):	2,009.74
流通股本(亿股):	8.66
流通市值(亿元):	1,996.65
近 3 月换手率:	33.56%

股价一年走势



相关报告

《业绩超预期，品牌势能持续释放》2020-08-24

《品牌驱动下自我加压，全国化深度扩张进行时》2020-04-27

《业绩持续高增，短期疫情冲击不改加速“全国化”趋势》2020-02-06

《业绩增长超预期，渠道端优选稀缺品牌》2019-10-27

《“抓两头”顺势而为，省外高增，彰显汾酒品牌张力》2019-08-27

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**9016**	**12642**	**13948**	**17724**	**18906**
现金	1296	3964	5566	6501	7604
应收票据及应收账款合计	3706	6	22	10	29
其他应收款	35	35	68	54	94
预付账款	104	130	214	172	327
存货	3156	5258	4827	7738	7602
其他流动资产	719	3250	3250	3250	3250
非流动资产	**2813**	**3425**	**4118**	**5053**	**5921**
长期投资	4	0	-4	-8	-12
固定资产	1599	1620	2273	3129	3930
无形资产	223	313	319	328	340
其他非流动资产	987	1491	1530	1605	1662
资产总计	**11829**	**16068**	**18066**	**22778**	**24827**
流动负债	**5309**	**8389**	**8214**	**9761**	**7649**
短期借款	0	0	2802	2358	287
应付票据及应付账款合计	1344	2727	0	0	0
其他流动负债	3966	5661	5412	7403	7362
非流动负债	**38**	**55**	**55**	**55**	**55**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	55	55	55	55
负债合计	**5347**	**8443**	**8268**	**9816**	**7703**
少数股东权益	267	178	349	570	849
股本	866	872	872	872	872
资本公积	282	132	132	132	132
留存收益	5005	6476	8127	10281	13023
归属母公司股东权益	6214	7447	9448	12392	16275
负债和股东权益	**11829**	**16068**	**18066**	**22778**	**24827**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	1144	**1296**	**1131**	**1795**	**1550**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**966**	**3077**	**423**	**3171**	**4904**
净利润	1560	2054	2957	3775	4804
折旧摊销	149	142	137	195	261
财务费用	-27	-103	-15	24	-79
投资损失	-1	98	24	30	38
营运资金变动	-481	1175	-2679	-851	-120
其他经营现金流	-234	-289	-0	-0	-0
投资活动现金流	**-361**	**28**	**-853**	**-1160**	**-1166**
资本支出	75	161	697	939	871
长期投资	-310	71	4	4	4
其他投资现金流	-596	260	-152	-216	-290
筹资活动现金流	**-776**	**-847**	**-769**	**-634**	**-564**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	6	0	0	0
资本公积增加	40	-150	0	0	0
其他筹资现金流	-816	-702	-769	-634	-564
现金净增加额	**-171**	**2258**	**-1199**	**1378**	**3174**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**9382**	**11880**	**14278**	**17853**	**21875**
营业成本	3170	3336	3998	4981	6081
营业税金及附加	1796	2253	2185	2714	3303
营业费用	1627	2581	2970	3660	4419
管理费用	628	855	999	1196	1444
研发费用	12	22	20	27	33
财务费用	-27	-103	-15	24	-79
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	0	1	1	1
投资净收益	1	-98	-24	-30	-38
营业利润	**2177**	**2843**	**4099**	**5222**	**6637**
营业外收入	1	3	5	5	3
营业外支出	4	1	8	6	5
利润总额	**2174**	**2845**	**4096**	**5221**	**6636**
所得税	615	792	1139	1446	1832
净利润	**1560**	**2054**	**2957**	**3775**	**4804**
少数股东损益	93	115	172	220	279
归属母公司净利润	**1467**	**1939**	**2785**	**3554**	**4526**
EBITDA	2285	2868	4175	5391	6766
EPS（元）	1.68	2.22	3.20	4.08	5.19

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	55.4	26.6	20.2	25.0	22.5
营业利润(%)	57.2	30.6	44.2	27.4	27.1
归属于母公司净利润(%)	55.4	32.2	43.7	27.6	27.3
获利能力					
毛利率(%)	66.2	71.9	72.0	72.1	72.2
净利率(%)	15.6	16.3	19.5	19.9	20.7
ROE(%)	24.1	26.9	30.2	29.1	28.1
ROIC(%)	31.6	58.2	44.3	46.1	53.1
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	52.5	45.8	43.1	31.0
净负债比率(%)	-19.5	-51.5	-27.8	-31.7	-42.5
流动比率	1.7	1.5	1.7	1.8	2.5
速动比率	0.9	0.5	0.7	0.7	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	3.2	6.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.4	1.6	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.22	3.20	4.08	5.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	4.65	0.49	3.64	5.63
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.54	10.84	14.22	18.67
估值比率					
P/E	105.6	79.9	55.6	43.6	34.2
P/B	24.9	20.8	16.4	12.5	9.5
EV/EBITDA	67.4	52.7	36.5	28.1	22.0

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王言海，现任职于新时代证券，首席分析师，从事于食品饮料方向研究，从业证书编号为：S0280520080003。7 年酒类消费品专业咨询经验，2 年证券从业经验，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/