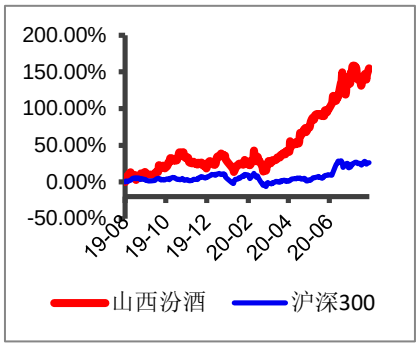
食品饮料 山西汾酒（600809.SH） 维持评级

报告原因：三季报点评 **青花汾酒发力，省外市场继续高歌猛进** **买入**

2020 年 10 月 29 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 29 日

收盘价(元)：250

年内最高/最低（元）：234.69/74.99

流通 A 股/总股本（亿）： 8.66/8.72

流通 A 股市值（亿）： 1997

总市值（亿）：2010

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：1.95

每股净资产(元)：8.32

净资产收益率：25.19%

分析师：和芳芳

执业登记编码： S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A 座太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

山西汾酒 2020 年 10 月 29 日晚间发布前三季度报告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润 24.61 亿元，同比增长 43.78%；营业收入 103.74 亿元，同比增长 13.05%；基本每股收益 2.8366 元，同比增长 43.84%。

事件点评

- **前三季度营收百亿，利润超市场预期。**2020 年前三季度实现营业收入 103.74 亿元，同比增长 13.05%，归母净利润 24.61 亿元，同比增长 43.78%。其中单 Q3 实现营业收入 34.75 亿元，同比+25.15%，归母净利润 8.56 亿元，同比+69.36%，利润环比大幅增长，主要是三季度需求恢复明显，且青花和玻汾提价，市场渠道信心增强。1）分产品来看，2020 前三季度汾酒营收 94.08 亿元，同比+17.77%；系列酒营收 4.17 亿元，同比减少 39.76；配制酒营收 4.74 亿元，同比+30.66%。 2）分区域来看，省外增速较快，全国化进程加速。2020 前三季度年省内实现营业收入 46.46 亿元，同比+3.80%，省外收入 56.53 亿元，同比+23.75%，截至 2020.9.30，汾酒经销商数量为 2825 家，净增长 336 家，主要是汾酒、杏花村系列酒省外经销商增加及竹叶青酒经销商增加。3）分渠道来看，公司加大电商销售渠道建设，推动直播带货、线上销售成为汾酒新增量。2020 前三季度直销渠道收入 8.62 亿元，同比减少 33.73%，代理收入 90.58 亿元，同比+19.47%，电商平台收入 3.80 亿元，同比+133.53%。
- **毛利增加、税负降低贡献盈利，预收账款环比增加。**公司 2020 前三季度销售净利率 23.87%，同比增加 4.02pct，其中单 Q3 净利率为 24.75%，同比增加 4.88pct。具体来看：1）2020 前三季度销售毛利率为 72.17%，同比增加 2.98pct，其中单 Q3 毛利率为 73.09%，同比增加 9.16pct，主要是三季度高毛利产品青花汾酒放量；2）2020 前三季度销售期间费用率 25.31%，同比增加 1.04pct，其中销售费用率为 18.98%，同比增加 0.8pct；管理费用率 6.76%，同比增加 0.92pct，主要是职工薪酬增加；财务费用率为-0.43%，同比减少 0.68pct。3）公司 2020 年前三季度税金及附加占营收比为 14.48%，同比-2.63pct。此外，2020Q3 末合同负债（原为预收账款）是 26.87 亿，同比+45.95%，环比 Q2 增长

本公司或其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上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

25.33%。

- **青花汾酒有望量价齐升，全国化路程继续前进。**今年公司产品策略由“抓两头，带中间”转为“控制中低端，拔高次高端”。疫情前，公司可以通过调节光瓶酒销售计划和节奏，平稳度过疫情，疫情后，重心回归青花，同时青花 30 控货、涨价及推出复兴版连贯动作使得渠道打款积极。中长期看，白酒行业将呈现结构性扩容，次高端以上及光瓶酒细分行业增速有望领先，基于 “汾老大 ”品牌形象回归的预期，青花汾渗透率存在较大提升空间。此外，公司同时发布公告，为提升汾酒主销产品的市场铺货率，进一步推进省外规模型市场的营销突破，夯实市场基础，推进渠道下沉和精细化管理，追加 3 亿元市场费用，主要用于“青花汾酒 30·复兴版”等高端产品的提前布局；长三角重点市场的资源配置和品牌传播；投入陈列、进店等费用，实现全国市场增加有效终端 10 余万家，全国化路程继续前进。

投资建议

- 短期来看，Q3 业绩环比改善，同时伴随着省内市场的恢复以及省外市场拓展，有望实现年度目标。三年国改，公司完成思想、体制、机制等全面升级，中长期看，作为白酒清香型龙头，山西汾酒聚焦青花及玻汾、发力全国化战略明确，业绩确定性较高。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 25.08 亿、31.86 亿、40.62 亿，EPS 分别为 2.88 元、3.66 元、4.66 元，对应当前股价 PE 分别为 80 倍、63 倍、49 倍。维持“买入”评级。

存在风险

疫情超预期的风险，国企改革进度不达预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,642	15,393	19,832	25,661
现金	3,964	2,851	5,494	9,157
应收账款	41	195	125	167
其他应收款	35	61	62	74
预付账款	130	207	208	258
存货	5,262	4,283	4,569	4,888
其他流动资产	3,212	7,796	9,375	11,117
非流动资产	3,425	3,119	3,114	3,060
长期投资	0	3	2	2
固定资产	1,619	1,516	1,414	1,311
无形资产	313	293	273	255
其他非流动资产	1,493	1,308	1,425	1,493
资产总计	16,068	18,513	22,947	28,722
流动负债	8,389	9,136	11,332	14,273
短期借款	0	200	192	174
应付账款	1,974	1,783	2,030	2,698
其他流动负债	6,415	7,153	9,110	11,400
非流动负债	55	55	68	81
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	55	55	68	81
负债合计	8,443	9,191	11,400	14,354
少数股东权益	178	334	530	778
股本	872	872	872	872
资本公积	132	132	132	132
留存收益	6,476	7,984	10,013	12,587
归属母公司股东权益	7,447	8,988	11,017	13,590
负债和股东权益	16,068	18,513	22,947	28,722

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,077	(327)	3,757	5,066
净利润	2,054	2,508	3,186	4,062
折旧摊销	142	123	122	121
财务费用	(97)	(46)	(53)	(101)
投资损失	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(1,643)	(3,068)	305	738
其他经营现金流	2,620	156	197	248
投资活动现金流	28	(2)	1	2
资本支出	0	0	0	0
长期投资	4	(3)	0	1
其他投资现金流	24	1	1	1

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,880	14,256	17,107	20,529
营业成本	3,336	3,932	4,633	5,457
营业税金及附加	2,253	2,704	3,245	3,894
销售费用	2,581	2,928	3,428	4,011
管理费用	855	1,026	1,146	1,273
财务费用	(103)	(46)	(53)	(101)
资产减值损失	0	0	0	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	(98)	1	1	1
营业利润	2,843	3,712	4,709	5,996
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	14	12	12
利润总额	2,845	3,700	4,699	5,986
所得税	792	1,036	1,316	1,676
净利润	2,054	2,664	3,383	4,310
少数股东损益	115	156	197	248
归属母公司净利润	1,939	2,508	3,186	4,062
EBITDA	2,897	3,789	4,778	6,016
EPS（元）	2.22	2.88	3.66	4.66

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	26.63%	20.00%	20.00%	20.00%
营业利润	30.61%	30.55%	26.85%	27.34%
归属于母公司净利润	32.16%	29.38%	27.05%	27.47%
获利能力				
毛利率(%)	71.92%	72.42%	72.92%	73.42%
净利率(%)	16.32%	17.59%	18.63%	19.78%
ROE(%)	26.93%	28.58%	29.30%	29.99%
ROIC(%)	38.48%	74.87%	35.73%	44.71%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.55%	49.65%	49.68%	49.97%
净负债比率(%)	18.15%	59.99%	30.29%	14.27%
流动比率	1.51	1.68	1.75	1.80
速动比率	0.88	1.22	1.35	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.82	0.83	0.79
应收账款周转率	1394.64	203.36	173.58	262.69
应付账款周转率	8.40	7.59	8.97	8.68
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(847)	(754)	(1,112)	(1,405)	每股收益(最新摊薄)	2.22	2.88	3.66	4.66
短期借款	0	200	(7)	(18)	每股经营现金流(最新摊薄)	3.53	(0.38)	4.31	5.81
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.54	10.31	12.64	15.59
普通股增加	6	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	(150)	0	0	0	P/E	103.7	80.1	63.1	49.5
其他筹资现金流	(702)	(954)	(1,105)	(1,387)	P/B	27.0	22.4	18.2	14.8
现金净增加额	2,258	(1,083)	2,645	3,663	EV/EBITDA	25.62	53.14	41.74	32.69

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336