消费升级与娱乐研究中心

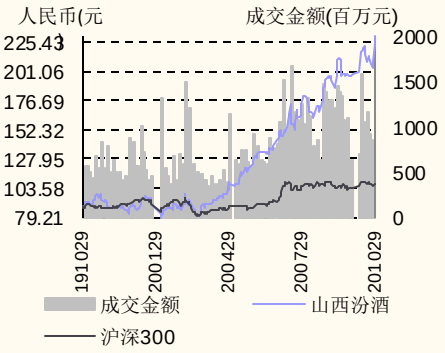
山西汾酒 (600809.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：230.60 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.72
已上市流通 A 股(亿股)	8.66
总市值(亿元)	2,009.74
年内股价最高最低(元)	230.60/79.21
沪深 300 指数	4773
上证指数	3273



相关报告

1.《Q2 业绩超预期，清香龙头笃定前行-山西汾酒中报点评》，2020.8.25

2.《疫情不改 20 年增长趋势，清香龙头笃定前行-疫情不改 20 年增长...》，2020.4.28

3.《19 年业绩略超预期，20 年青花加速放量-山西汾酒公司点评》，2020.2.7

4.《国改助力，清香崛起，汾酒复兴正当时-山西汾酒首次覆盖报告》，2019.12.25

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

Q3 业绩超预期，清香龙头量价齐升

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.694	2.224	3.07	4.14	5.47
每股净资产(元)	7.18	8.54	10.38	12.87	16.15
每股经营性现金流(元)	1.12	3.54	3.55	4.83	6.36
市盈率(倍)	20.69	40.33	57.91	42.89	32.49
净利润增长率(%)	55.36%	32.16%	38.02%	35.01%	32.02%
净资产收益率(%)	23.60%	26.03%	29.58%	32.21%	33.88%
总股本(百万股)	865.85	865.85	871.53	871.53	871.53

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20Q1-3 收入 103.74 亿元，同比+13.05%，归母净利 24.61 亿元，同比+43.78%；其中 20Q3 收入 34.75 亿元，同比+25.15%，归母净利 8.56 亿元，同比+69.36%。

经营分析

- **高端青花实现高增长，产品结构持续提升。**20Q1-3 收入 103.74 亿元，同比+13.05%，其中 20Q3 收入 34.76 亿元，同比+25.15%。分产品来看，我们预计 20Q1-Q3 青花收入增长约 30%，玻汾约 20%，巴拿马及老白汾增长约 5-10%。渠道反馈，青花系列库存为 2 个月左右，批价稳中向上，渠道积极性较高。公司 10 月开始推广复兴版，整体品牌势能有望进一步提升。
- **业绩超预期，盈利能力显著提升。**20Q3 毛利率为 73.09%，同比+9.18pcts，主要系产品结构升级及提价。三季度终端需求稳步恢复，预计高端青花系列收入占比同增 5-7%。此外，6 月底青 30 提价 100 元带动毛利率显著提升。20Q3 净利率为 24.75%，同比+4.89pcts，主要系毛利率大幅改善。费用角度，20Q3 销售费用率同比+6.42pcts，主要系省外推广费用较高，管理费率同比+0.14pct。
- **全国化布局节奏加快，长江以南市场重点突破。**分地区看，20Q3 省内/省外增速分别为 14%/39%，收入占比分别为 45%/55%。预计“1+3”板块市场略有增长，5 小板块市场的拓展力度加大，长三角、珠三角核心市场业绩实现大幅增长。公司今年新增上百家省外经销商，并在省外选取 10 个销售额破 5000 万元的地级市设立直属管理区，建立“31 个省区+10 个直属管理区”的区域营销组织构架，清香龙头全国化布局节奏加快。
- **清香龙头笃定前行，20 年力争营收增长 15-20%。**2020 年是汾酒“十四五”发展规划的构想和布局之年，公司规划营收增长 15-20%。“青花需求复苏+省外扩张加速”，公司有望实现业绩加速，全年收入目标完成可期。20 年汾酒的国改关键措施有望持续落地，产品上聚焦青花系列放量，区域上长江以南市场实现突破。

盈利预测

考虑公司业绩的超预期表现，我们预计 20-22 年营收增长 15%、20%、18%；净利润增速 38%、35%、32%；eps 分别为 3.07/4.14/5.47 元（较上次盈利预测调整+6%/+6%/+6%），对应 PE 为 58/43/32X。

风险提示

- 宏观经济下行；行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,037**	**9,382**	**11,880**	**13,662**	**16,395**	**19,346**
增长率		55.4%	26.6%	15.0%	20.0%	18.0%
主营业务成本	-1,821	-3,170	-3,336	-3,825	-4,427	-5,030
%销售收入	30.2%	33.8%	28.1%	28.0%	27.0%	26.0%
毛利	4,216	6,212	8,544	9,837	11,968	14,316
%销售收入	69.8%	66.2%	71.9%	72.0%	73.0%	74.0%
营业税金及附加	-1,238	-1,796	-2,253	-1,978	-2,584	-2,927
%销售收入	20.5%	19.1%	19.0%	14.5%	15.8%	15.1%
销售费用	-1,080	-1,627	-2,581	-3,052	-3,279	-3,676
%销售收入	17.9%	17.3%	21.7%	22.3%	20.0%	19.0%
管理费用	-546	-628	-855	-1,003	-1,159	-1,257
%销售收入	9.0%	6.7%	7.2%	7.3%	7.1%	6.5%
研发费用	0	-12	-22	-61	-20	-27
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	0.1%
息税前利润（EBIT）	1,353	2,149	2,832	3,742	4,927	6,429
%销售收入	22.4%	22.9%	23.8%	27.4%	30.1%	33.2%
财务费用	15	27	103	98	139	196
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.9%	-0.7%	-0.8%	-1.0%
资产减值损失	17	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	-98	-50	-10	1
%税前利润	0.1%	0.0%	n.a	n.a	n.a	0.0%
营业利润	1,385	2,177	2,843	3,790	5,055	6,625
营业利润率	22.9%	23.2%	23.9%	27.7%	30.8%	34.2%
营业外收支	-2	-3	2	2	2	2
税前利润	**1,383**	**2,174**	**2,845**	**3,791**	**5,057**	**6,627**
利润率	22.9%	23.2%	23.9%	27.8%	30.8%	34.3%
所得税	-379	-615	-792	-986	-1,315	-1,723
所得税率	27.4%	28.3%	27.8%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	1,004	1,560	2,054	2,806	3,742	4,904
少数股东损益	60	93	115	130	130	135
归属于母公司的净利润	**944**	**1,467**	**1,939**	**2,676**	**3,612**	**4,769**
净利率	15.6%	15.6%	16.3%	19.6%	22.0%	24.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,004	1,560	2,054	2,806	3,742	4,904
少数股东损益	60	93	115	130	130	135
非现金支出	124	151	142	138	149	175
非经营收益	-168	-264	-349	132	58	47
营运资金变动	-63	-481	1,235	18	261	415
经营活动现金净流	**896**	**966**	**3,082**	**3,093**	**4,211**	**5,541**
资本开支	-67	-75	-140	-195	-527	-338
投资	-240	-310	71	19	-22	-12
其他	1	24	97	-50	-10	1
投资活动现金净流	**-305**	**-361**	**28**	**-226**	**-559**	**-349**
股权募资	0	0	110	5	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-507	-776	-956	-1,082	-1,445	-1,908
筹资活动现金净流	**-507**	**-776**	**-847**	**-1,076**	**-1,445**	**-1,908**
现金净流量	**84**	**-171**	**2,263**	**1,790**	**2,207**	**3,285**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,222	1,296	3,964	5,754	7,960	11,245
应收款项	2,241	3,742	2,769	2,785	3,342	3,943
存货	2,299	3,156	5,258	5,345	6,064	6,752
其他流动资产	481	823	652	645	683	711
流动资产	6,244	9,016	12,642	14,529	18,049	22,652
%总资产	69.8%	76.2%	78.7%	81.0%	82.9%	85.5%
长期投资	12	27	26	26	27	29
固定资产	2,070	1,904	2,131	2,169	2,526	2,657
%总资产	23.2%	16.1%	13.3%	12.1%	11.6%	10.0%
无形资产	237	233	322	324	328	332
非流动资产	2,696	2,813	3,425	3,399	3,731	3,848
%总资产	30.2%	23.8%	21.3%	19.0%	17.1%	14.5%
资产总计	**8,940**	**11,829**	**16,068**	**17,928**	**21,780**	**26,499**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,617	1,934	3,554	3,160	3,504	3,834
其他流动负债	1,966	3,375	4,835	5,359	6,569	7,963
流动负债	3,584	5,309	8,389	8,519	10,074	11,797
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	38	55	55	55	55
负债	**3,601**	**5,347**	**8,443**	**8,574**	**10,129**	**11,852**
普通股股东权益	**5,236**	**6,214**	**7,447**	**9,046**	**11,213**	**14,075**
其中：股本	866	866	872	872	872	872
未分配利润	3,603	4,533	6,004	7,610	9,777	12,638
少数股东权益	103	267	178	308	438	573
负债股东权益合计	**8,940**	**11,829**	**16,068**	**17,928**	**21,780**	**26,499**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.090	1.694	2.224	3.070	4.145	5.472
每股净资产	6.047	7.177	8.545	10.379	12.866	16.149
每股经营现金净流	1.035	1.116	3.536	3.549	4.831	6.358
每股股利	0.436	0.678	0.890	1.228	1.658	2.189
回报率						
净资产收益率	18.03%	23.60%	26.03%	29.58%	32.21%	33.88%
总资产收益率	10.56%	12.40%	12.06%	14.92%	16.59%	18.00%
投入资本收益率	18.39%	23.77%	26.76%	29.56%	31.25%	32.44%
增长率						
主营业务收入增长率	37.06%	55.39%	26.63%	15.00%	20.00%	18.00%
EBIT增长率	44.11%	58.85%	31.79%	32.13%	31.65%	30.49%
净利润增长率	56.02%	55.36%	32.16%	38.02%	35.01%	32.02%
总资产增长率	20.54%	32.32%	35.83%	11.57%	21.49%	21.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	422.7	314.1	460.3	510.0	500.0	490.0
应付账款周转天数	165.5	101.5	154.7	160.0	150.0	140.0
固定资产周转天数	99.8	62.2	49.8	39.0	38.2	33.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.90%	-20.00%	-51.98%	-61.52%	-68.33%	-76.77%
EBIT利息保障倍数	-93.0	-78.6	-27.6	-38.4	-35.5	-32.9
资产负债率	40.28%	45.21%	52.55%	47.83%	46.51%	44.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH