山西汾酒（600809）

青花剑指全国，“汾老大”复兴在途

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

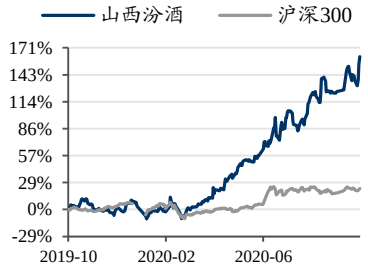
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,880	13,758	16,442	19,031
同比（%）	26.63%	15.81%	19.50%	15.75%
归母净利润（百万元）	1,939	2,658	3,272	4,070
同比（%）	32.16%	37.11%	23.09%	24.39%
每股收益（元/股）	2.22	3.05	3.75	4.67
P/E（倍）	103.67	75.61	61.43	49.38

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 103.74 亿元（+13.05%，调整前+13.67%），归母净利 24.61 亿元（+43.78%，调整前+45.13%），扣非净利 24.61 亿元（+43.94%，调整前+45.39%）。20Q3 实现营收 34.75 亿元（+25.15%，调整前+26.37%），归母净利 8.56 亿元（+69.36%，调整前+69.31%），扣非净利 8.57 亿元（+70.16%）。（除特殊说明外，同比均为调整后数据同比,19 年盈利预测与估值表中营收/归母净利增速取调整前同比）

投资要点

- **青花保持高增，全国化势头延续。**公司 20Q1-Q3 实现营收 103.74 亿（同+13.05%），20Q3 实现营收 34.75 亿（同+25.15%），营收符合预期保持高增。**分产品看，**前三季度公司汾酒/系列/配置酒分别实现营收 94/4/5 亿，同比分别+18/-40/+31%，20Q3 汾酒实现营收 31.4 亿（同比+33.4%），据调研反馈 20Q3 青花系列保持 30%+以上高增态势，玻汾在虽然以控量为主要目标，但单季度仍实现约 20%左右的增长，老白汾及金奖系列疫后环比加速恢复，同比实现正增长。**分渠道和地区看，**公司省内/外市场分别实现营收 46/57 亿，公司疫后继续延续全国化进程，省外市场占比达到 55%且前三季度省外市场营收同比+24%；同时公司 20Q3 直销/代理渠道同比分别-60/+59%，预计系全国化主要依靠大商制展开，此外，公司 20Q3 电商渠道营收破亿（同比+77%）。
- **产品结构优化+提价提振盈利，现金流稳定。**公司 20Q1-Q3 实现归母净利 24.61 亿（同+43.78%），20Q3 实现归母净利 8.56 亿（同+69.36%），20Q3 业绩实现超预期增长。公司 20Q3 净利率为 24.75%（同+4.87pct），主要系毛利率大幅提升 9.16pct 至 73.09%所致，预计毛利率提升与青花高增产品升级以及青花/玻汾逐步实现提价相关，同时 Q3 公司税收及附加率由于缴税节奏原因同-2.94pct 亦对净利率水平有所提振。此外，公司单季度销售费用率大增 6.42pct 至 16.72%，预计全国化背景下公司加强宣发与渠道建设投入所致（公司召开董事会，后续仍将追加约 3 亿元投入），而管理（含研发）费用为 7.44%（同+0.12pct）。**现金流方面**公司表现平稳，20Q3 销售收现 29.33 亿（同+0.67%），经营活动现金流净额为 5.6 亿（同比增加约 3.5 亿），Q3 合同负债为 26.9 亿（环比 20H1 增长约 5.4 亿），经销商积极性较高。
- **青花剑指全国，品牌驱动下“汾老大”复兴在途。**19 年公司国改完美收官后，未来将继续深化改革，加大混改力度，聚焦汾酒及竹叶青大健康产业，发展青花控制玻汾策略得当，经营活力仍有望持续释放。当前公司深耕环山西市场，长江以南推进成果显著，青花汾酒系列全国化持续推动中。本轮白酒周期以品牌为核心推动力，国窖批价上行打开青花天花板，未来渠道价值链增厚有望吸引全国更多优质经销商资源，“汾老大”复兴在途。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	230.60
一年最低/最高价	74.99/234.69
市净率(倍)	21.98
流通 A 股市值(百万元)	199664.61

基础数据

每股净资产(元)	10.49
资产负债率(%)	46.24
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）：20Q2 业绩优异，汾酒剑指全国》2020-08-25

2、《山西汾酒（600809）：青花放量优结构，龙头复兴潜力足》2020-04-28

3、《山西汾酒（600809）：坚定改革释红利，龙头复兴正当时》2020-03-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司营收为 137.6/164.4/190.3 亿，同比+15.8/19.5%/15.8%；归母净利为 26.6/32.7/40.7 亿，同比+37.1%/23.1%/24.4%，对应 PE 为 76/61/49X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情加剧，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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**12642**	**12308**	**18836**	**20037**
现金	3964	4470	8714	10389
应收账款	2734	2765	2739	2726
存货	5258	4732	6781	6163
其他流动资产	686	342	602	760
非流动资产	**3425**	**3562**	**3740**	**3885**
长期股权投资	0	0	0	1
固定资产	1620	1794	1969	2110
在建工程	511	468	462	453
无形资产	313	319	328	340
其他非流动资产	981	981	981	981
资产总计	**16068**	**15870**	**22577**	**23922**
流动负债	**8389**	**6153**	**9996**	**7663**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1974	1202	2458	1657
其他流动负债	6415	4951	7538	6006
非流动负债	**55**	**55**	**55**	**55**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	55	55	55	55
负债合计	**8443**	**6208**	**10050**	**7718**
少数股东权益	178	342	545	795
归属母公司股东权益	7447	9320	11982	15409
负债和股东权益	**16068**	**15870**	**22577**	**23922**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3077	1508	5076	2450
投资活动现金流	28	-302	-375	-374
筹资活动现金流	-847	-699	-457	-402
现金净增加额	2258	506	4244	1674
折旧和摊销	142	142	166	191
资本开支	161	136	178	145
营运资本变动	1175	-1395	1558	-1858

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11880**	**13758**	**16442**	**19031**
减:营业成本	3336	3746	4317	4854
营业税金及附加	2253	2275	2917	3212
营业费用	2581	2859	3328	3795
管理费用	855	1026	1186	1386
财务费用	-103	-85	-153	-241
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	-98	-24	-30	-38
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**2843**	**3914**	**4817**	**5987**
加:营业外净收支	2	-5	-3	-2
利润总额	**2845**	**3909**	**4814**	**5986**
减:所得税费用	792	1088	1339	1665
少数股东损益	115	164	203	251
归属母公司净利润	**1939**	**2658**	**3272**	**4070**
EBIT	2726	3783	4616	5699
EBITDA	2868	3925	4782	5890

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	2.22	3.05	3.75	4.67
每股净资产(元)	8.54	10.69	13.75	17.68
发行在外股份(百万股)	872	872	872	872
ROIC(%)	26.3%	29.2%	27.7%	26.6%
ROE(%)	26.93%	29.21%	27.74%	26.66%
毛利率(%)	71.9%	72.8%	73.7%	74.5%
销售净利率(%)	16.3%	19.3%	19.9%	21.4%
资产负债率(%)	52.5%	39.1%	44.5%	32.3%
收入增长率(%)	26.6%	15.8%	19.5%	15.7%
净利润增长率(%)	32.2%	37.1%	23.1%	24.4%
P/E	103.67	75.61	61.43	49.38
P/B	26.99	21.56	16.77	13.04
EV/EBITDA	68.76	50.16	40.33	32.50

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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