山西汾酒（600809）

公司研究/点评报告

省外扩张进展顺利，营收业绩加速增长

——山西汾酒（600809）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 30 日

一、事件概述

10 月 29 日公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 103.74 亿元，同比+13.05%；实现归母净利润 24.61 亿元，同比+43.78%。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 34.75/8.56 亿元，同比分别+25.15%/+69.36%。

二、分析与判断

➢ 省外扩张进展顺利，汾酒带动营收加速增长

20Q3 单季度公司营收 34.75 亿元，同比+25.15%，增速环比+7.34ppt，呈现提速增长态势。**分产品看，**20Q3 汾酒/系列酒/配制酒实现营收 31.41/1.19/2.03 亿元，同比+33.39%/-43.53%/+25.03%，主要系青花汾酒消费氛围渐入佳境、玻汾作为百元下光瓶酒大单品优势明显，先前涨价通知提高打款积极性、Q3 陆续发货使得公司把握住旺季动销机会。**分市场看，**20Q3 单季度公司省内/省外实现收入 15.15/19.50 亿元，分别同比+14.11%/+39.07%，省外市场占比提升 4.91ppt 至 56.28%，省外拓展顺利，同时 Q3 增加的 146 位经销商主要为汾酒、杏花村系列酒的省外经销商。**从合同负债看，**20Q3 期末合同负债为 26.87 亿元，同比+45.97%，环比+25.30%，主要系厂家控货带动补库存需求叠加渠道提前打款所致。

➢ 公司业绩同比大幅增长，销售费用率大幅下降提高盈利能力

毛利率大幅提高：前三季度公司销售毛利率为 72.17%，同比+2.26ppt(Q3 为 73.09%，同比+9.03ppt)，主要系青花汾酒增长优化产品结构，同时玻汾提价提高了产品盈利能力所致。**销售费用提高推动旺季动销及库存去化：**前三季度公司整体期间费用率为 25.31%，同比+1.75ppt(Q3 为 23.67%，同比+6.66ppt)。其中销售费用率 18.98%，同比+0.78ppt(Q3 为 16.72%，同比+6.42ppt)，其他费用率变化较小，20Q3 销售费用同增 103.11%，预计是公司加快投放上半年受疫情影响未能使用的相关费用，把握旺季消费推动终端动销及库存去化。**从净利率看，**20Q3 单季度公司归母净利率为 24.65%，同比+6.43ppt，盈利能力上升主要得益于 20Q3 单季度税金占比同降 2.94ppt 至 16.18%。

➢ 青花势能有望持续兑现，看好公司未来竞争优势

青花汾酒批价年内批价持续上行，公司推出青花 30 复兴版，定价千元，同时公司董事会决定追加汾酒销售公司 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、长三角市场布局及有效终端布局，预计未来将再次推出青花 40，意在拉动青花汾酒整个产品体系价格持续上行，提高品牌力，站稳次高端并向高端进发。汾酒拥有厚重的历史文化，在高端白酒消费中具备先天优势，同时产品拥有独特的香型优势，在未来的竞争中有望通过差异化的特点实现新时代汾酒复兴。

三、盈利预测与投资建议

预计 2020-2022 年收入 134.84/162.08/186.87 亿元，同比+13.5%/+20.2%/15.3%。归属上市公司净利润 27.46/32.32/37.38 亿元，同比+41.7%/+17.7%/+15.6%，折合 EPS 为 3.15 元/3.71 元/4.29 元，对应 PE 分别为 73X/62X/54X。公司估值水平高于 2020 年白酒板块整体预期的 46 倍 PE，但考虑到公司省外扩张态势良好，长期成长确定性较高，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

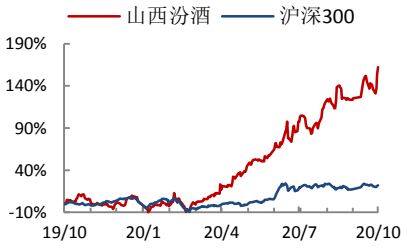
经济下滑拖累需求，省外扩张不及预期、业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

推荐　　维持评级

当前价格：　230.6 元

交易数据	2020-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	230.6/79.21
总股本（百万股）	872
流通股本（百万股）	866
流通股比例（%）	99
总市值（亿元）	2010
流通市值（亿元）	1997

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：郝宇新

执业证号：　S0100120070030

电话：　021-60876735

邮箱：　haoyuxin@mszq.com

相关研究

1.山西汾酒（600809）:持续全国化推动 Q2 高增，未来看点十足

2.山西汾酒（600809）2019 年报及 2020 一季报点评：19 年经营迈上新台阶，20Q1 省外扩张对冲作用显著

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,880	13,484	16,208	18,687
增长率（%）	26.6%	13.5%	20.2%	15.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,939	2,746	3,232	3,738
增长率（%）	32.2%	41.7%	17.7%	15.6%
每股收益（元）	2.23	3.15	3.71	4.29
PE（现价）	103.2	73.2	62.2	53.8
PB	27.0	16.5	13.7	11.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,880	13,484	16,208	18,687
营业成本	3,336	3,753	4,459	5,066
营业税金及附加	2,253	2,569	3,081	3,557
销售费用	2,581	2,534	3,219	3,719
管理费用	855	895	1,055	1,202
研发费用	22	18	21	24
EBIT	2,832	3,716	4,373	5,120
财务费用	(103)	(119)	(140)	(99)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	(98)	0	0	0
营业利润	2,843	3,836	4,515	5,221
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	2,845	3,836	4,515	5,221
所得税	792	1,067	1,256	1,453
净利润	2,054	2,769	3,259	3,769
归属于母公司净利润	1,939	2,746	3,232	3,738
EBITDA	2,974	3,863	4,519	5,269

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3964	7010	6612	13603
应收账款及票据	2734	4215	4398	5456
预付款项	130	134	166	185
存货	5258	2704	7650	3607
其他流动资产	522	522	522	522
流动资产合计	12642	17373	22121	26184
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1620	1605	1609	1603
无形资产	313	344	398	438
非流动资产合计	3425	3364	3412	3397
资产合计	16068	20737	25533	29581
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2727	2329	3207	3394
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8389	8267	10596	11744
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	55	55	55	55
负债合计	8443	8322	10650	11799
股本	872	872	872	872
少数股东权益	178	200	227	258
股东权益合计	7625	12415	14883	17782
负债和股东权益合计	16068	20737	25533	29581

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	26.6%	13.5%	20.2%	15.3%
EBIT 增长率	31.8%	31.2%	17.7%	17.1%
净利润增长率	32.2%	41.7%	17.7%	15.6%
盈利能力				
毛利率	71.9%	72.2%	72.5%	72.9%
净利润率	16.3%	20.4%	19.9%	20.0%
总资产收益率 ROA	12.1%	13.2%	12.7%	12.6%
净资产收益率 ROE	26.0%	22.5%	22.1%	21.3%
偿债能力				
流动比率	1.5	2.1	2.1	2.2
速动比率	0.9	1.8	1.4	1.9
现金比率	0.5	0.8	0.6	1.2
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	454.0	381.9	418.0	399.9
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	2.2	3.2	3.7	4.3
每股净资产	8.5	14.0	16.8	20.1
每股经营现金流	3.5	4.4	0.7	9.2
每股股利	0.9	0.8	0.9	1.0
估值分析				
PE	103.2	73.2	62.2	53.8
PB	27.0	16.5	13.7	11.5
EV/EBITDA	65.7	50.0	42.8	35.4
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,054	2,769	3,259	3,769
折旧和摊销	147	147	146	148
营运资金变动	1,235	922	(2,817)	4,077
经营活动现金流	3,087	3,838	587	7,994
资本开支	140	73	194	133
投资	71	0	0	0
投资活动现金流	28	(73)	(194)	(133)
股权募资	110	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(847)	(719)	(791)	(870)
现金净流量	2,268	3,046	(397)	6,991

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

郝宇新，食品饮料行业研究助理，约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。