公司研究

季报点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

增长提速 全国化趋势向好

——山西汾酒（600809.SH）三季报点评　　食品饮料/饮料制造

申港证券 SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布三季报，2020 年前三季度实现营收 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%。单 Q3 实现营收 34.74 亿元，同比增长 26.37%；归母净利润 8.56 亿元，同比增长 69.31%。业绩超市场预期。

投资摘要：

三季度增长提速，省外增速加快、占比持续扩大，全国化进程持续。第三季度营收、归母净利润分别同比增长 26.37%、69.31%，业绩增长较上半年提速。按区域看，前三季度省内外分别增长 3.8%、23.8%，其中 Q3 省内外增长 14.11%、39.07%，省内市场由上半年的同比微降转增，省外增长加速。前三季度省外销售占比 54.9%，较上半年占比进一步扩大。汾酒省外环山西市场增长提质、长江以南和华东市场快速增长，省外直属管理区营销组织架构有力，前三季度经销商增加 336 家，主要为汾酒、杏花村系列酒省外经销商增加及竹叶青酒经销商增加。随着省外市场招商和渗透率进一步提高，汾酒全国化进程将持续加速。

青花波汾提价、产品量价齐升，毛利率和净利率同比增长。前三季度销售毛利率同比增加 2.98pct、销售净利率同比增加 4.02%。主要原因在于青花及波汾产品年内的多次提价，培育青花、波汾控货推动毛利率提升，青花前三季度获得超过 35%的放量增长，青花复兴版上市叠加青花占比走高将促进利润率提升，拉升公司整体盈利水平。

销售费用率同比增加，税金及附加比率同比下降，预收款增加。Q3 销售费用率 16.72%，同比增加 6.42pct，主要因青花系列等产品全国化推广费用增加，较上半年下降 3.39pct，费用投放开始得到控制。Q3 管理费用率 7.33%，同比减少 0.1pct，较上半年提升 1.04pct。税金及附加比率同比下降 2.94pct，较上半年提升 2.55pct。三季度末合同负债 26.87 亿元，较年初小幅减少 1.53 亿元，较二季度末增加 5.43 亿元，与中秋国庆经销商提前打款备货增加有关。

品牌势能强劲，全国化下半程业绩增长可期。青花系列预计 Q3 增速提高到 35%以上，青花 30 终端价格站稳 650 元以上、提价和品牌活动带动青花品牌形象提升，青花在次高端地位突出。13313 全国化策略节奏明确，环山西市场降速提质、打造样板，布局长江以南市场，省外增长路径清晰、策略获得业绩证明，势头仍将延续到四季度及明年。

投资建议：公司全国化扩张顺利、省外快速增长，青花放量增长带动结构走高，公司盈利能力增强，经营形势持续向好。预计 20-22 年归母净利润至 28.95/36.80/47.08 亿元，每股收益 3.32/4.22/5.29 亿元，当前股价对应 PE 为 69.42/54.61/43.62 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响消费场景、全国化不及预期、产品培育不及预期

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,381.94	11,880.07	13,978.44	16,293.83	19,213.71
增长率（%）	55.39%	26.63%	17.66%	16.56%	17.92%
归母净利润（百万元）	1,466.73	1,938.51	2,895.02	3,680.00	4,607.55
增长率（%）	55.36%	32.16%	49.34%	27.11%	25.21%
净资产收益率（%）	23.60%	26.03%	28.07%	28.89%	29.23%
每股收益(元)	1.69	2.23	3.32	4.22	5.29
PE	136.13	103.23	69.42	54.61	43.62
PB	32.13	26.99	19.48	15.78	12.75

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级	买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

曹旭特　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据	时间 2020.10.29
总市值/流通市值（亿元）	2,009.74/1,996.65
总股本（万股）	87,152.83
资产负债率（%）	46.24
每股净资产（元）	10.49
收盘价（元）	230.6
一年内最低价/最高价（元）	75.5/234.69

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

1、《山西汾酒深度研究报告：全国化恰逢其时 业绩增路径明确》2020-09-02

公司单季度财务指标

指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
主营收入(百万元)	4057.61	2319.54	2749.38	2753.54	4139.84	2759.96	3474.51
增长率（%）	25.24%	28.73%	46.74%	11.64%	2.03%	18.99%	26.37%
毛利率（%）	71.94%	70.60%	63.93%	80.98%	72.22%	70.92%	73.09%
期间费用率（%）	26.28%	29.19%	17.16%	41.44%	26.63%	25.39%	23.67%
净利润（百万元）	943.56	321.97	546.42	241.63	1235.04	381.03	859.84
增长率（%）	23.56%	30.60%	58.51%	17.86%	30.89%	18.34%	57.36%
每股盈利（季度，元）	1.01	0.36	0.58	0.28	1.41	0.44	0.98
资产负债率（%）	42.69%	47.72%	45.95%	52.55%	40.72%	46.39%	46.24%
净资产收益率（%）	12.69%	4.55%	7.13%	3.17%	13.93%	4.50%	9.21%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					单位:百万元	资产负债表					单位:百万元
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	9382	11880	13978	16294	19214	**流动资产合计**	9016	12642	15481	18885	23184
营业成本	3170	3336	3870	4419	4990	货币资金	1296	3964	6718	8394	11476
营业税金及附加	1796	2253	2125	2444	2882	应收账款	11	6	12	11	15
营业费用	1627	2581	2796	3063	3540	其他应收款	34	35	41	48	56
管理费用	628	855	937	1092	1287	预付款项	104	130	138	158	179
研发费用	12	22	27	26	27	存货	3156	5258	4976	6324	6780
财务费用	-27	-103	-65	-84	-74	其他流动资产	719	522	843	982	1158
资产减值损失	2	0	0	0	0	**非流动资产合计**	2813	3425	3340	3397	3354
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	4	0	0	0	0
投资净收益	1	-98	-48	-73	-61	固定资产	1599	1619	1531	1529	1472
营业利润	2177	2843	4245	5266	6506	无形资产	223	313	301	288	277
营业外收入	1	3	5	4	4	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	4	1	2	2	2	其他非流动资产	83	113	128	149	176
利润总额	2174	2845	4248	5268	6508	**资产总计**	11829	16068	18822	22282	26538
所得税	615	792	1181	1370	1627	**流动负债合计**	5309	8389	8103	8921	9879
净利润	1560	2054	3067	3898	4881	短期借款	0	0	0	0	0
少数股东损益	93	115	172	218	273	应付账款	854	1974	1643	1876	2119
归属母公司净利润	1467	1939	2895	3680	4608	预收款项	1653	2840	2902	3383	3989
EBITDA	2514	3186	4330	5347	6600	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS（元）	1.69	2.23	3.32	4.22	5.29	**非流动负债合计**	38	55	55	55	55
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						**负债合计**	5347	8443	8158	8976	9934
营业收入增长	55.39%	26.63%	17.66%	16.56%	17.92%	少数股东权益	267	178	349	568	841
营业利润增长	57.20%	30.61%	49.29%	24.05%	23.54%	实收资本（或股本）	866	872	872	872	872
归属于母公司净利润增长	55.36%	32.16%	49.34%	27.11%	25.21%	资本公积	282	132	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	4533	6004	7898	10322	13347
毛利率(%)	66.21%	71.92%	72.32%	72.88%	74.03%	归属母公司股东权益合计	6214	7447	10314	12738	15763
净利率(%)	16.63%	17.29%	21.94%	23.93%	25.40%	**负债和所有者权益**	11829	16068	18822	22282	26538
总资产净利润(%)	12.40%	12.06%	15.38%	16.52%	17.36%	**现金流量表**					单位:百万元
ROE(%)	23.60%	26.03%	28.07%	28.89%	29.23%		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
偿债能力						**经营活动现金流**	966	3077	2831	3143	4778
资产负债率(%)	45%	53%	43%	40%	37%	净利润	1560	2054	3067	3898	4881
流动比率	1.70	1.51	1.91	2.12	2.35	折旧摊销	149	141	150	165	169
速动比率	1.10	0.88	1.30	1.41	1.66	财务费用	-27	-103	-65	-84	-74
营运能力						应付帐款减少	1	5	-5	1	-3
总资产周转率	0.90	0.85	0.80	0.79	0.79	预收帐款增加	741	1187	62	481	606
应收账款周转率	829	1395	1558	1428	1495	**投资活动现金流**	-361	28	-114	-294	-188
应付账款周转率	10.64	8.40	7.73	9.26	9.62	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	-1	4	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.69	2.23	3.32	4.22	5.29	投资收益	1	-98	-48	-73	-61
每股净现金流(最新摊薄)	-0.20	2.59	3.16	1.92	3.54	**筹资活动现金流**	-776	-847	38	-1173	-1509
每股净资产(最新摊薄)	7.18	8.54	11.83	14.62	18.09	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	136.13	103.23	69.42	54.61	43.62	普通股增加	0	6	0	0	0
P/B	32.13	26.99	19.48	15.78	12.75	资本公积增加	40	-150	868	0	0
EV/EBITDA	78.91	61.83	44.86	36.02	28.71	**现金净增加额**	-171	2258	2755	1676	3082

资料来源：公司财报，申港证券研究所

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上