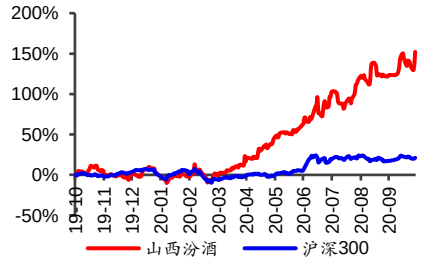
三季度加速增长，汾酒复兴正当时

投资评级：增持（维持）

报告日期：	2020-10-29
收盘价（元）	230.60
近 12 个月最高/最低（元）	234.69/74.99
总股本（百万股）	872
流通股本（百万股）	866
流通股比例（%）	99.3
总市值（亿元）	2,010
流通市值（亿元）	1,997

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com
联系人：姚启璠
执业证书号：S0010120040033
电话：13795262443
邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

《山西汾酒首次覆盖：国改新三年，看青花玻汾双轮驱动》2020-6-30

《山西汾酒点评报告：文化建设助青花向上，业务端持续高景气》2020-09-14

事件

公司发布三季报，前三季度营业总收入 104 亿（+13.1% YoY），归母净利 24.6 亿（+43.8% YoY）。3Q20 营业总收入 34.8 亿，+25.2%，归母净利 8.6 亿，+69.4%，利润端表现超预期。

主要观点

青花玻汾加速增长，双轮驱动持续。3Q20 公司延续“拔中高”战略效果明显，次高端青花系列深度开展核心终端建设、及核心消费者培育工作，结构中青花 20 约占 50%、青花 30 约占 40%、剩余为青花形象产品 50、40 及补充产品青花 25 等，**预计 Q3 青花同增超 40%，看好次高端青花持续快速增长，可展望北方高端白酒唯一品牌，看百亿单品**；3Q20 在市场建设带动下，省内占比约 8 成的巴拿马延续增长；玻汾作为高品质清香型高线光瓶酒代表，定位培育消费者清香型口感、引导消费升级、向中高端汾酒转化，战略上“控底部”自然动销，20 年规划约 10%增量，受益于提价预计 **3Q20 玻汾仍实现 15%+增长，中长期有望持续对低端光瓶酒进行消费升级，亦可看百亿单品**；老白汾省外占比约 6 成、主攻宴席市场，受益于中秋宴席市场超预期恢复，预计 3Q20 快速恢复。产品结构上，青花高增长带动公司产品结构持续上移，预计青花占比接近 35%，3Q20 毛利率 73.1%，同增 9.2pcts，环比 2Q 增 2.2pcts，产品结构上移带动大幅增长。

预收款现金流稳健，财务质量优益。3Q20 预收款余额 26.9 亿元，环比 2Q20 增 5.5 亿元，同比 3Q19 增 8.5 亿元，3Q20 经营净现金流 5.5 亿元，同增 67%；3Q20，销售费用同增 107%，或因青花品牌及渠道建设持续投入，管理费用同增 28.5%，营业税金同增 7.6%，基本正常。

省外占比持续提升，泛全国化正在路上。3Q20，省内市场实现营收 15.1 亿元，同增 14.1%，省外市场实现营收 19.5 亿元，同增 39.1%，省外占比提升至 56.3%，同增 4.9pct，区域质态持续提升，1357 战略持续发酵，环山西豫鲁、京津冀板块稳步增长，华东、华中、陕蒙板块快速增长，长三角、珠三角核心市场业绩实现大幅度，后续重点布局长江以南市场，我们看好汾酒在北方市场形成板块化，泛全国化进程有望持续。

新三年看青花玻汾双轮驱动，维持“增持”评级。基于 Q3 超预期增长，我们上调 2020~2022 年盈利预测，预计营收同增 19%、20%、18%，归母净利润同增 42%、25%、21%，EPS 3.15、3.92、4.72 元，对应 PE 73、59、49 倍。我们认为，产品端，聚焦次高端青花及高线光瓶酒玻汾，青花有望成为北方高端酒代表；渠道端，战略持续裂变、混改红利有望持续释放；区域端，省外扩张发力泛全国化，公司仍处于成长期核心阶段，业绩确定性高，中长期价值凸显，维持“增持”评级。

风险提示：1）青花、玻汾动销不及预期；2）省内下沉、省外扩展不及预期等。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11880	14091	16944	19968
收入同比(%)	25.8%	18.6%	20.2%	17.8%
归属母公司净利润	1939	2742	3415	4115
净利润同比(%)	28.6%	41.5%	24.5%	20.5%
毛利率(%)	71.9%	73.4%	74.4%	75.3%
ROE(%)	26.0%	26.9%	25.1%	23.2%
每股收益(元)	2.22	3.15	3.92	4.72
P/E	40.33	73.29	58.86	48.84
P/B	10.50	19.72	14.77	11.34
EV/EBITDA	24.95	49.99	39.73	32.63

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12642	15537	20956	27284
现金	3964	3588	7936	13673
应收账款	6	26	21	24
其他应收款	35	64	65	76
预付账款	130	206	185	224
存货	5258	4845	5781	6896
其他流动资产	3250	6808	6967	6391
非流动资产	3425	3425	3425	3425
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1620	1620	1620	1620
无形资产	313	313	313	313
其他非流动资	1491	1491	1491	1491
资产总计	16068	18963	24381	30709
流动负债	8389	8379	10180	12149
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1974	1670	1915	2427
其他流动负债	6415	6709	8265	9722
非流动负债	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	55	55	55	55
负债合计	8443	8433	10235	12203
少数股东权益	178	340	543	787
股本	872	872	872	872
资本公积	132	132	132	132
留存收益	6443	9185	12600	16715
归属母公司股东	7447	10189	13604	17719
负债和股东权	16068	18963	24381	30709

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	3077	-262	4485	5898
净利润	1939	2742	3415	4115
折旧摊销	142	0	0	0
财务费用	-97	0	0	0
投资损失	0	116	139	164
营运资金变动	1235	-3280	731	1378
其他经营现金	561	6182	2883	2978
投资活动现金	28	-113	-136	-161
资本支出	-140	3	3	3
长期投资	71	0	0	0
其他投资现金	97	-116	-139	-164
筹资活动现金	-847	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	6	0	0	0
资本公积增加	-207	0	0	0
其他筹资现金	-646	0	0	0
现金净增加额	2258	-376	4348	5737

利润表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11880	14091	16944	19968
营业成本	3336	3747	4344	4926
营业税金及附加	2253	2395	2965	3694
销售费用	2581	2987	3592	4233
管理费用	855	986	1152	1338
财务费用	-103	-189	-288	-460
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-98	-116	-139	-164
营业利润	2843	4023	5010	6038
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	2845	4024	5012	6040
所得税	792	1120	1394	1680
净利润	2054	2905	3617	4359
少数股东损益	115	163	203	244
归属母公司净利润	1939	2742	3415	4115
EBITDA	2974	3948	4859	5740
EPS（元）	2.22	3.15	3.92	4.72

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	25.8%	18.6%	20.2%	17.8%
营业利润	27.2%	41.5%	24.5%	20.5%
归属于母公司净利	28.6%	41.5%	24.5%	20.5%
获利能力				
毛利率(%)	71.9%	73.4%	74.4%	75.3%
净利率(%)	16.3%	19.5%	20.2%	20.6%
ROE(%)	26.0%	26.9%	25.1%	23.2%
ROIC(%)	26.8%	27.1%	24.8%	22.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.5%	44.5%	42.0%	39.7%
净负债比率(%)	110.7%	80.1%	72.3%	65.9%
流动比率	1.51	1.85	2.06	2.25
速动比率	0.86	1.25	1.47	1.66
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.74	0.69	0.65
应收账款周转率	1905.67	546.26	815.60	837.65
存货款周转率	1.69	2.24	2.27	2.03
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	2.22	3.15	3.92	4.72
每股经营现金流	3.53	-0.30	5.15	6.77
每股净资产(最新	8.54	11.69	15.61	20.33
估值比率				
P/E	40.33	73.29	58.86	48.84
P/B	10.50	19.72	14.77	11.34
EV/EBITDA	24.95	49.99	39.73	32.63

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。