

## 收入利润加速增长，省外市场表现出色 ——2019 三季度报点评

山西汾酒(600809.SH)

**推荐** 维持评级

核心观点:

### 1. 事件

山西汾酒发布 2019 年三季度报。2019 前三季度公司实现营业收入 91.27 亿元，同比增长 25.72%；实现归母净利润 16.96 亿元，同比增长 33.36%，扣非归母净利润 16.93 亿元，同比增长 33.19%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) Q3 单季收入 47%，归母利润增速 55%

公司三季度单季收入、净利润加速增长。从单季度数据来看，2019 一至三季公司营业收入分别为 40.58、23.20、27.49 亿元，同比增速分别为 25.24、28.73、46.74%；归母净利润分别为 8.77、3.13、5.06 亿元，同比增速分别为 23.57、37.70、54.85%；扣非归母净利润分别为 8.77、3.12、5.04 亿元，同比增速分别为 23.49、35.92、54.11%。公司前三季度收入、利润环比持续提升，势头良好。

2019 前三季度汾酒、系列酒、配制酒分别实现收入 79.89、6.93、3.63 亿元，第三季度单季汾酒、系列酒、配制酒实现收入 23.55、2.12、1.62 亿元。

#### (二) 2019 预收账款环比持续增长，Q3 同比新高

公司预收账款环比继续增加，同比再创新高。19Q3 公司预收账款余额为 18.41 亿元，环比 Q2 增加 3.60 亿元，同比增长 133.94%，自 2017 年一季度小幅负增长之后，连续十个季度实现快速增长的基础上，同比增幅再创新高。公司 Q3 收到销售回款 29.59 亿元，经营性现金流量净额为 2.05 亿元，经营性现金流量净额/净利润的比例从 19Q2 的 -252.84% 回升至 19Q3 的 37.53%，去年 Q3 该比例为 105.61%。

分析师

周颖

☎: 010-86359281

✉: zhoying\_yj@ChinaStock.com.cn

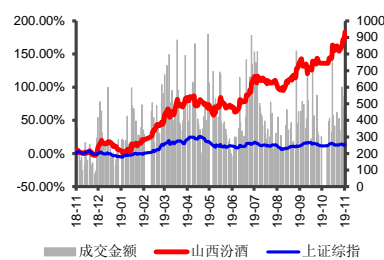
执业证书编号: S0130511090001

市场数据

2019-10-28

A 股收盘价(元)	85.80
A 股一年内最高价(元)	88.30
A 股一年内最低价(元)	30.39
上证指数	2980.05
市盈率	50.98
总股本(百万股)	87152.83
实际流通 A 股(百万股)	86584.83
限售的流通 A 股(百万股)	568.00
流通 A 股市值(亿元)	742.90

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### （三）单三季度销售费用率降至 2017 以来各季度新低

2019 前三季度公司毛利率为 69.19%，同比下降 0.25PCT，我们认为主要由公司主动的产品策略调整导致，玻汾的快速增长使得产品毛利结构有所变化。2019 前三季度公司销售费率 18.18%，同比上升 0.23PCT；管理费率为 5.71%，同比增长 0.37PCT，主要因职工薪酬增加和维修费用增加。所得税率的降低助力净利率提升 0.26PCT 至 19.85%。

就单季度而言，2019 第三季度毛利率 63.93%，同比下降 4.94PCT；三项费用率 17.05%，下降 7.32PCT，主要来自于销售费用率的大幅下降，19Q3 销售费用率通同比明显下降 7.50PCT 至 10.31%，为 2017 年以来各季度新低。19Q3 所得税率也出现明显下降，同比下降 2.09PCT 至 29.19%。两重因素助力 2019 三季度单季净利率提升 1.48PCT 至 19.87%。

### （四）直营占比显著提升，省外市场快速增长

2019 年公司确定了一个大本营市场（山西），三大重点板块（京津冀、豫鲁、陕蒙），三小市场板块（华东、两湖、东南），13 个机会型省外市场组成的市场格局，简称“13313”格局。通过市场分级筛选，按照市场特点分策打造、精耕细作，省内市场确保快速增量与良性发展，省外市场聚焦突破。

2019 年以来，为进一步聚焦核心品牌，深入推进“抓两头带中间”的产品策略，对全国市场进行全系列产品销售配额制管理，重点管控青花、玻汾系列产品；同时，加强渠道建设与消费者培育，针对华东、东南、两湖三小市场，以重点地级市、重点区县为推进主体，结合基础建设终端拓展为策略打造汾酒营销重点城市群。

从三季报的数据可以看到，公司的聚焦策略成效非常明显，在 19Q3 旺季体现尤甚。

省外发力卓有成效。2019 前三季度省外市场实现销售收入 45.68 亿元，同比增速达 68.42%；单三季度省外市场实现收入 14.02 亿元，同比增速达到 139.87%。1-3Q 省外市场占比 50.51%，同比增加 11.03PCT；19Q3 公司省外市场占比 51.37%，同比提升 20.14PCT，省外市场占比继续明显提升。

2019 前三季度直营（含团购）占比显著提升。从公司披露的直营（含团购）占比变化来看，2018 年前三季度直营（含团购）占比为 3.89%，一至三季度单季均在 3-4% 上下；2019 前三季度直营占比 14.38%，同比提升 10.49PCT，而且二季度起大幅提升，二、三单季度直营占比分别为 20.92%、27.45%，同比增加 17.30、22.84PCT，成效非常明显。

## 3. 投资建议

预计公司 2019-2021 年度实现营业总收入 118.94、146.46、171.31 亿元，分别同比增长 26.78、23.13、16.97%，实现归母净利润 19.97、25.30、30.47 亿元，分别同比增长 36.12、26.75、20.39%，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.29、2.90、3.50 元，目前价格对应 PE 倍数为 39、31、25 倍，维持“推荐”评级。

## 4. 风险提示

食品安全风险；下游需求疲软风险；异地开拓不及预期风险。

## 附录

表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,404.95	6,037.48	9,381.94	11894.42	14645.60	17130.96
营业收入增长率	6.69%	37.06%	55.39%	26.78%	23.13%	16.97%
归属净利润 (百万元)	605.13	944.10	1,466.73	1996.52	2530.59	3046.57
净利润增长率	16.24%	56.02%	55.36%	36.12%	26.75%	20.39%
EPS (元) (摊薄)	0.69	1.08	1.68	2.29	2.90	3.50
P/E	128	82	53	39	31	25

资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院 (PE 对应 2019 年 10 月 17 收盘价)

图 1: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动

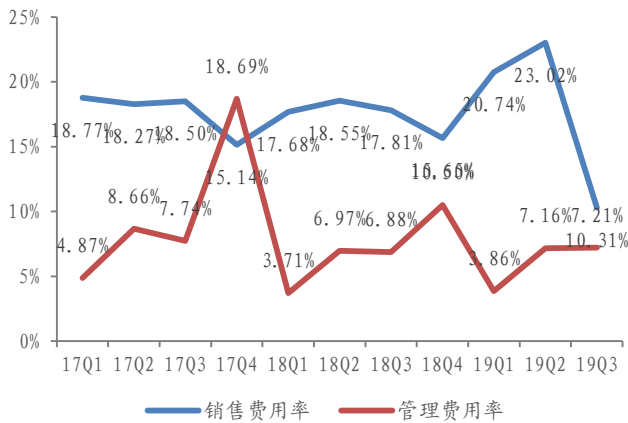
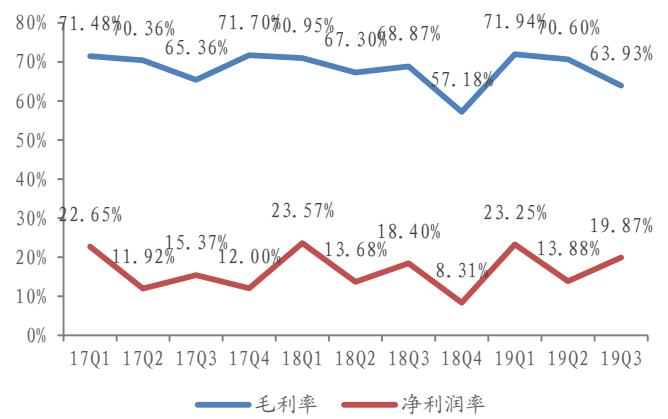


图 2: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 关键财务指标 (三季报比较)

	2014Q3	2015Q3	2016Q3	2017Q3	2018Q3	2019Q3
<b>成长能力</b>						
营业收入增速	-43.27%	2.20%	10.57%	42.80%	42.41%	25.72%
利润总额增速	-67.47%	-3.68%	33.80%	80.59%	52.94%	32.42%
归属净利润增速	-66.39%	-8.36%	23.52%	78.54%	56.89%	33.36%
归属扣除净利润增速	-65.73%	-10.74%	23.96%	78.70%	57.32%	33.19%
<b>盈利、营运能力</b>						
ROE	10.27%	8.95%	9.99%	16.34%	22.52%	25.19%
总资产周转率	0.53	0.52	0.50	0.61	0.72	0.70
净利率	13.65%	12.28%	13.96%	17.76%	19.59%	19.85%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (三季度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 关键财务指标 (年度比较)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>成长能力</b>						
营业收入增速	-6.04%	-35.67%	5.43%	6.69%	37.06%	47.48%
利润总额增速	-26.71%	-66.86%	59.17%	21.08%	50.34%	56.09%
归属净利润增速	-27.64%	-62.96%	46.34%	16.24%	56.02%	54.01%
归属扣除净利润增速	-27.55%	-62.28%	42.26%	16.13%	56.38%	55.24%
<b>盈利、营运能力</b>						

ROE	26.02%	9.22%	12.52%	13.18%	18.89%	25.62%
总资产周转率	1.02	0.68	0.66	0.62	0.74	0.90
净利率	16.19%	9.14%	13.12%	14.56%	16.63%	16.63%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**周颖，食品饮料行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)