证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

山西汾酒(600809)

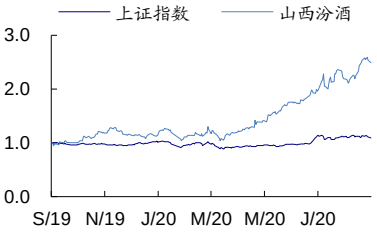
买入

2020 年中报点评

（维持评级）

2020 年 09 月 08 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	872/866
总市值/流通(百万元)	165,808/164,728
上证综指/深圳成指	3,293/13,284
12 个月最高/最低(元)	202.18/71.87

相关研究报告:

《山西汾酒-600809-2019 年三季报点评：业绩超预期，省外加速渗透》 ——2019-10-28

《山西汾酒-600809-2019 年中报点评：业绩超预期，产品策略显成效》 ——2019-08-27

《山西汾酒-600809-2018 年年报及 2019 年一季报点评：业绩稳定增长，内外兼修空间广》 ——2019-04-30

《山西汾酒-600809-2018 年三季报点评：业绩符合预期，内外兼修驱动发展》 ——2018-10-26

《山西汾酒-600809-2018 年中报点评：业绩符合预期，低档酒增速靓丽》 ——2018-08-28

证券分析师：陈梦瑶
电话：18520127266
E-MAIL：chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001

证券分析师：熊鹏
电话：13012858690
E-MAIL：xiongpeng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

财报点评

Q2 业绩超预期，全年高增长仍可期待

● **Q2 业绩超预期，省外贡献规模增长**

公司 2020H1 营收 69.00 亿元（+7.80%），归母净利润 16.05 亿元（+33.05%）。单 Q2 营收 27.60 亿元(+18.44%)；归母净利润 3.80 亿元（+16.11%），业绩超市场预期。20Q2 公司销售商品收到的现金 36.12 亿元，同比增长 131%，Q2 末公司合同负债 21.44 亿元，同比增长 45%，环比 Q1 增加 5.33 亿元，预计主要系 7 月份青花提价，6 月经销商回款较多所致。分区域看，公司规模增长主要由省外贡献，上半年省内收入 31.32 亿元，同比下滑 0.5%，省外收入 37.04 亿元，同比增长 17%，单二季度省内增速回正（+7%），省外加速增长增速接近 30%，全国化扩张稳步推进。同时公司二季度末经销商增加 191 家至 2679 家，主要为省外经销商增加及竹叶青经销商增加。

● **青花高增助力结构升级，税率波动略微拉低销售净利率**

2020H1 公司毛利率 71.7%，同比增长 0.24pct，其中单二季度毛利率 70.92%，同比增长 0.32pct，毛利率上行主要系产品结构改善，上半年青花增速超过 30%，玻汾二季度主动控量下上半年增速仅约 10%。Q2 公司销售费用率同比下滑 4.83pct 至 18.19%，主要原因为疫情影响下终端动销受阻公司投入减少，管理费用率 7.51%基本跟去年同期持平，税金及附加比例同比增长 2.91pct 至 24.23%，环比提升 17.68pct，主要系酒厂陆续恢复生产销售消费税增加，消费税率的季度波动导致单二季度公司净利率微降 0.07%至 13.81%。

● **动销持续改善，全年业绩向好确定性较高**

公司 Q1 受疫情影响较大，Q2 恢复较好业绩超出市场预期，根据最新渠道调研，省内及外阜地区经销商回款进度良好，青花批价稳中有升，同时受益于控货挺价策略，当前经销商普遍库存较低，中秋国庆旺季有较强的补库需求，预计下半年业绩环比改善明显。中长期看，公司内部改革持续进行，产品上聚焦高端青花，全国化扩张进展顺利，公司成长路径清晰。

● **投资建议：维持 “买入”评级。**

预计 2020-2022 年归母净利润 25.28/32.47/39.68 亿元，摊薄公司 EPS 为 2.88/3.70/4.52 元，当前股价对应 PE=62/48/39x。维持“买入”评级。

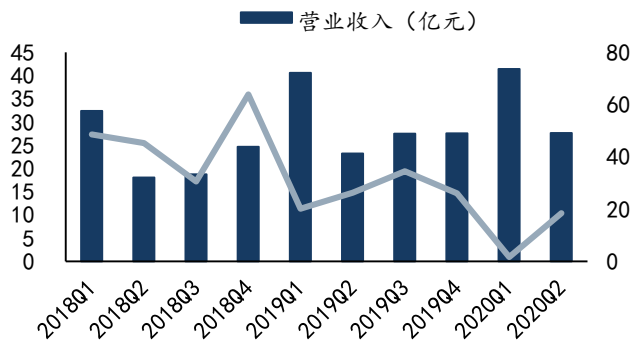
● **风险提示：**全国化扩张不及预期；疫情影响超预期

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,159	17,129	20,253	14,159
(+/-%)	26.6%	19.2%	21.0%	18.2%
净利润(百万元)	1,939	2,528	3,247	3,968
(+/-%)	32.2%	30.4%	28.5%	22.2%
摊薄每股收益(元)	2.22	2.88	3.70	4.52
EBIT Margin	9.5%	9.1%	9.3%	9.2%
净资产收益率(ROE)	26.0%	28.1%	30.1%	30.6%
市盈率(PE)	79.9	61.7	48.0	39.3
EV/EBITDA	25.3	41.2	32.5	27.6
市净率(PB)	20.8	17.3	14.5	12.0

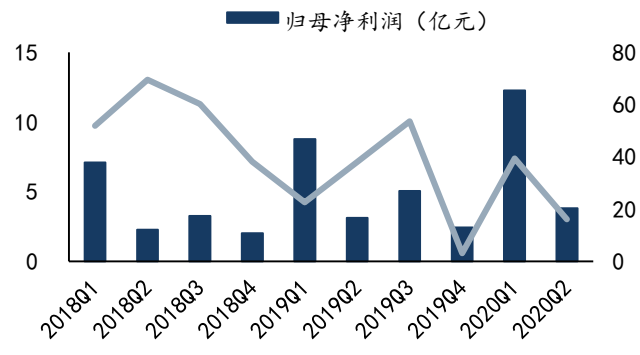
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：山西汾酒分季度营业收入及同比增速



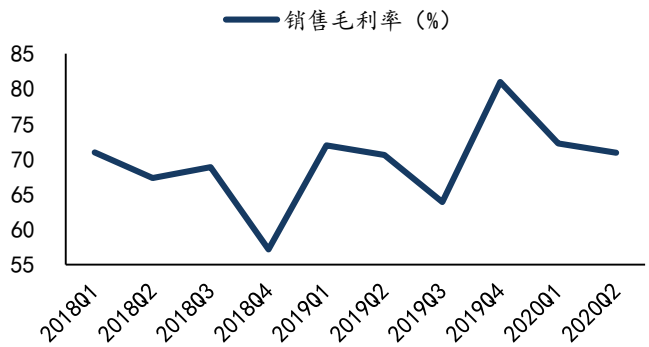
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：山西汾酒分季度归母净利润及同比增速



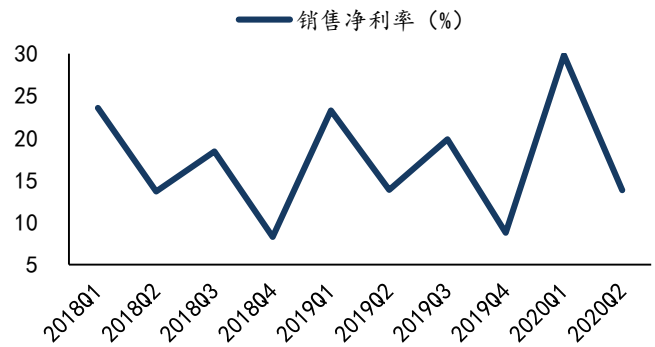
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：山西汾酒分季度毛利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：山西汾酒分季度净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 9 月 7 日）

股票代码	简称	PE（TTM）	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600519.SH	贵州茅台	49.4	21651	32.80	37.50	44.84	36.06	45.96	38.44	买入
000858.SZ	五粮液	46.5	8807	4.48	5.25	6.40	51.40	43.80	36.00	买入
000568.SZ	泸州老窖	43.5	2226	3.17	3.68	4.41	48.00	41.30	34.40	,买入
	平均	46.5	10895	13.48	15.48	18.55	45.15	43.69	36.28	
600809.SH	**山西汾酒**	**70.5**	**1658**	**2.22**	**2.88**	**3.70**	**79.90**	**61.70**	**48.00**	**买入**

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3964	1133	8854	3170
应收款项	7586	8260	8653	7571
存货净额	5258	2415	6995	3680
其他流动资产	1422	1797	2157	1422
流动资产合计	10745	5435	18141	8373
固定资产	1599	1620	1689	1813
无形资产及其他	1187	1792	1365	1400
投资性房地产	14	13	13	13
长期股权投资	4	3	4	5
资产总计	**16068**	**16713**	**21434**	**20355**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1486	4423	2547	1486
其他流动负债	2965	5824	4438	2965
流动负债合计	**4451**	**10247**	**6985**	**4451**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	54.5	36.5	43.0	44.7
长期负债合计	**2523**	**2596**	**2747**	**2659**
负债合计	**14561**	**15533**	**17544**	**18604**
少数股东权益	28	38	50	66
股东权益	1479	1142	3840	1685
负债和股东权益总计	**16068**	**16713**	**21434**	**20355**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.22	2.88	3.70	4.52
每股红利	0.75	1.30	1.67	2.04
每股净资产	8.54	10.25	12.29	14.78
ROIC	43.9%	48.2%	50.4%	57.2%
ROE	26.0%	28.1%	30.1%	30.6%
毛利率	68.0%	68.1%	68.4%	68.0%
EBIT Margin	9%	9%	9%	9%
EBITDA Margin	11%	11%	11%	11%
收入增长	26.6%	19.2%	21.0%	18.2%
净利润增长率	32.2%	30.4%	28.5%	22.2%
资产负债率	52.5%	44.0%	48.0%	34.5%
息率	0.8%	0.8%	0.3%	0.1%
P/E	79.9	61.7	48.0	39.3
P/B	20.8	17.3	14.5	12.0
EV/EBITDA	38.4	34.4	30.4	27.6

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11880**	**14159**	**17129**	**20253**
营业成本	3336	4528	5464	6405
营业税金及附加	2253	2492	3083	3605
销售费用	2581	2662	3254	3747
管理费用	855	821	993	1175
财务费用	(103)	(112)	(112)	(112)
投资收益	11	2	2	2
资产减值及公允价值变动	94	54	64	89
其他收入	(209)	(107)	(127)	(178)
营业利润	2843	3768	4446	5434
营业外净收支	2	3	2	2
利润总额	**2845**	**3771**	**4448**	**5436**
所得税费用	792	1056	1201	1468
少数股东损益	9	8	8	8
归属于母公司净利润	**1939**	**2528**	**3247**	**3968**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**1939**	**2528**	**3247**	**3968**
资产减值准备	2	4	4	9
折旧摊销	142	159	184	203
公允价值变动损失	(94)	(6)	(19)	(40)
财务费用	(103)	(112)	(112)	(112)
营运资本变动	(482)	(1540)	215	(714)
其它	(48)	(1155)	(3198)	(2891)
经营活动现金流	**483**	**(1388)**	**(1424)**	**(1774)**
资本开支	(300)	(200)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(300)**	**(220)**	**(100)**	**(100)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	743	0	0	0
支付股利、利息	(416)	(438)	(553)	(649)
其它融资现金流	1069	21	(119)	59
融资活动现金流	**1723**	**1658**	**(4219)**	**3709**
现金净变动	**1906**	**122**	**856**	**186**
货币资金的期初余额	6172	6354	7125	8235
货币资金的期末余额	8079	8564	9268	9876
企业自由现金流	1520	1575	1873	2222
权益自由现金流	809	1004	1257	1517

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032