开源证券

山西汾酒（600809.SH）

2020 年 08 月 24 日

二季度成绩靓丽，旺季顺利过渡可期

——公司信息更新报告

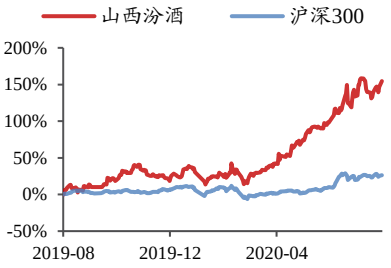
投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

日期	2020/8/24
当前股价(元)	177.79
一年最高最低(元)	183.60/68.00
总市值(亿元)	1,549.49
流通市值(亿元)	1,539.39
总股本(亿股)	8.72
流通股本(亿股)	8.66
近 3 个月换手率(%)	39.28

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2019 年圆满收官，2020 年稳中求进》-2020.4.28

《公司首次覆盖报告-改革进行时，成长好阶段》-2020.4.13

● 公司成长路径清晰，成长速度仍快，维持“买入”评级。

公司发布 2020 年上半年报告，营业收入 69.0 亿元，同比增长 7.8%，归属于母公司净利润 16.0 亿元，同比增长 33.1%,其中 Q2 实现营收 27.6 亿元，同比增长 18.4%，实现归属于母公司净利润 3.8 亿元，同比增长 16.1%。公司品牌底蕴深厚，内部市场化改革持续进行，高端青花放量、玻汾势能提速，全国化持续推进，成长速度仍快，维持推荐。我们维持盈利预测，预计 2020-2022 EPS 分别为 2.79 元、3.44 元、4.22 元，同比分别增长 25%、23%、23%，当前股价对应 PE 分别为 64、52、42 倍，维持“买入”评级。

● 价格杠杆效应体现，青花系列 Q2 增长提速，玻汾增速主动放缓

2020H1 年汾酒系列实现营收为 62.3 亿，同比增长 11%，其中 Q2 公司主动控制玻汾发货，玻汾增速较一季度放缓；青花系列由于提价计划，渠道回款积极性增加，提速明显。2020Q2 公司省内营收 11.0 亿，同比增长 7%，省外市场实现营收 16.2 亿，同比增长 29%，均较一季度明显提速，省外速度更快，全国化扩张持续进行。

● 二季度末预收款大增，单二季度现金流情况表现靓丽

青花提价政策下，二季度经销商回款积极性强大增，单二季度销售商品收到现金 36.1 亿元，较同期增长 100%。一部分回款未在二季度确认形成预收款，公司二季度末预收账款 21.4 亿，环比一季度末增加 5.3 亿元。

● 毛利率微增，税率增幅较大，期间费用率保持稳定，净利率略有提升

2020Q2 公司实现毛利率 71.0%，二季度产品结构大幅改善下毛利率微增原因是原材料、工人工资等成本有所上升。营业税金比率幅增长 6.3pct 至 24.2%,主要系二季度恢复生产，应缴纳消费税等其他税费增加所致；销售费用率较同期下降 1.2pct 至 18.1%，主要原因是二季度营收主要靠提价政策带动。管理费用率增长 1.5pct 至 7.5%，主要系整合汾酒集团酒类业务后职工人数增加所致。上述因素共同推动净利率略增 0.3pct 至 13.8%。往下半年展望，费用率以及成本可能仍维持较高水平，但考虑到少数股权收回、青花系列提价等因素，预计下半年利润率仍维持升势。

风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	13,800	15,985	18,341
YOY(%)	55.4	26.6	16.2	15.8	14.7
归母净利润(百万元)	1,467	1,939	2,430	2,997	3,674
YOY(%)	55.4	32.2	25.3	23.4	22.6
毛利率(%)	66.2	71.9	71.6	73.3	74.6
净利率(%)	15.6	16.3	17.6	18.8	20.0
ROE(%)	24.1	26.9	26.2	26.0	25.4
EPS(摊薄/元)	1.68	2.22	2.79	3.44	4.22
P/E(倍)	105.6	79.9	63.8	51.7	42.2
P/B(倍)	24.9	20.8	17.0	13.6	10.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9016	12642	15329	16552	18113
现金	1296	3964	2947	6265	3954
应收票据及应收账款	3706	6	4306	689	5042
其他应收款	35	35	47	48	61
预付账款	104	130	141	172	188
存货	3156	5258	4638	6127	5617
其他流动资产	719	3250	3250	3250	3250
非流动资产	2813	3425	3959	4481	4933
长期投资	4	0	-4	-9	-13
固定资产	1599	1620	2142	2651	3094
无形资产	223	313	319	328	340
其他非流动资产	987	1491	1502	1511	1511
资产总计	11829	16068	19288	21033	23046
流动负债	5309	8389	9959	9419	8502
短期借款	0	0	2620	0	0
应付票据及应付账款	1344	2727	2060	3148	2534
其他流动负债	3966	5661	5279	6272	5968
非流动负债	38	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	55	55	55	55
负债合计	5347	8443	10014	9474	8557
少数股东权益	267	178	183	189	196
股本	866	872	872	872	872
资本公积	282	132	132	132	132
留存收益	5005	6476	7588	8952	10803
归属母公司股东权益	6214	7447	9092	11371	14293
负债和股东权益	11829	16068	19288	21033	23046

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	966	3077	-2191	7316	-1020
净利润	1560	2054	2434	3003	3682
折旧摊销	149	142	133	175	217
财务费用	-27	-103	-6	-38	-129
投资损失	-1	98	0	0	0
营运资金变动	-481	1175	-4752	4175	-4789
其他经营现金流	-234	-289	0	0	0
投资活动现金流	-361	28	-666	-697	-669
资本支出	75	161	538	526	456
长期投资	-310	71	4	4	4
其他投资现金流	-596	260	-124	-166	-208
筹资活动现金流	-776	-847	-778	-681	-623
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	6	0	0	0
资本公积增加	40	-150	0	0	0
其他筹资现金流	-816	-702	-778	-681	-623
现金净增加额	-171	2258	-3636	5938	-2311

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9382	11880	13800	15985	18341
营业成本	3170	3336	3923	4268	4656
营业税金及附加	1796	2253	2553	3037	3485
营业费用	1627	2581	2967	3517	4035
管理费用	628	855	994	1039	1192
研发费用	12	22	15	23	27
财务费用	-27	-103	-6	-38	-129
资产减值损失	2	0	0	0	0
其他收益	2	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-98	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	2177	2843	3357	4141	5076
营业外收入	1	3	4	4	4
营业外支出	4	1	3	2	2
利润总额	2174	2845	3358	4143	5078
所得税	615	792	923	1139	1396
净利润	1560	2054	2434	3003	3682
少数股东损益	93	115	5	6	7
归母净利润	1467	1939	2430	2997	3674
EBITDA	2285	2868	3466	4258	5142
EPS(元)	1.68	2.22	2.79	3.44	4.22

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	55.4	26.6	16.2	15.8	14.7
营业利润(%)	57.2	30.6	18.0	23.4	22.6
归属于母公司净利润(%)	55.4	32.2	25.3	23.4	22.6
获利能力					
毛利率(%)	66.2	71.9	71.6	73.3	74.6
净利率(%)	15.6	16.3	17.6	18.8	20.0
ROE(%)	24.1	26.9	26.2	26.0	25.4
ROIC(%)	24.5	26.3	20.6	25.9	24.9
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	52.5	51.9	45.0	37.1
净负债比率(%)	-19.5	-51.5	-3.1	-53.9	-27.0
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.8	2.1
速动比率	0.9	0.5	0.7	0.7	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.2	6.4	6.4	6.4	6.4
应付账款周转率	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.22	2.79	3.44	4.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	3.53	-2.51	8.39	-1.17
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.54	10.43	13.05	16.40
估值比率					
P/E	105.6	79.9	63.8	51.7	42.2
P/B	24.9	20.8	17.0	13.6	10.8
EV/EBITDA	67.4	52.7	44.7	35.0	29.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn