2020 年 8 月 25 日

顧向君
H70420@capitalcom.tw

目標價(元) 200

山西汾酒(600809.SH) TRADING BUY 區間操作

省外拓张迅速，H1 靓丽收官

公司基本資訊

產業別	食品饮料
A 股价(2020/8/24)	177.79
上证指数(2020/8/24)	3385.64
股價 12 個月高/低	183.6/67.54
總發行股數(百萬)	871.53
A 股數(百萬)	865.85
A 市值(億元)	1539.39
主要股東	山西杏花村汾酒集团有限责任公司(57.76%)
每股淨值(元)	9.50
股價/賬面淨值	18.71

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	8.5	37.8	153.6

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2020-04-28	99.32	買入
2019-10-28	83.85	買入
2019-08-28	70.24	買入
2019-05-07	54.26	買入

產品組合

汾酒	91.68%
系列酒	4.36%
配制酒	3.97%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	8.5%
一般法人	75.1%

股價相對大盤走勢



結論與建議：

业绩概要：上半年公司实现营业总收入 69 亿，同比增 7.8%，净利润 16.1 亿，同比增 33%，毛利率同比下降 0.75pct 至 71.7%。以此测算，2Q 公司实现营业总收入 27.6 亿，同比增 18.44%，净利润 3.8 亿，同比增 16.11%，毛利率下降 0.5pct 至 70.9%。2Q 业绩好于预期。

- 疫情影响逐渐消除，收入端复苏显著。上半年汾酒收入 62.7 亿，同比增 11.23%，公司维持“抓两头、带中间”的产品策略，青花系列保持快速增长，增速在 30%+，玻汾得益于疫情期间家庭自饮增加，收入稳中有升，增速在 10%+；竹叶青定位“健康国酒”，收入同比增 30%以上，驱动配制酒收入同比增 35.2%至 2.7 亿，未来有望成为公司收入另一增长点，实现双轮驱动；系列酒收入 3 亿左右，同比下降 38%，应受是新冠疫情下，消费场景减少至需求下降所致。现金流亦有明显改善，2Q 末经营活动净现金流入 11 亿。
- 费用上，上半年公司费用率持平略降，2Q 下降 3.48pct 至 25.39%，主要因为广告宣传费等减少，2Q 销售费用同比下降 6%。税金上，1Q 由于母公司商品酒销量减少，所缴消费税较少（1Q 税金及附加率为 6.55%），但 2Q 恢复常态，税金及附加率恢复至往年正常水平（2Q 为 24.24%）。
- 全国渠道进一步扩张，省外收入超省内。上半年省内收入 31.3 亿，同比持平略降，省外收入 37 亿，同比增 17%，省外收入占比提升至 54%，较 1Q 提升 3.48pct。2Q 省内收入 11 亿，同比增 7%，省内市场有所恢复，省外收入 16.2 亿，同比增 28.7%，省外收入占比提升至 59.5%，省外渠道推进加速。上半年全国市场可控终端网点数量突破 80 万家，经销商数量增加 190 个至 2679 个。另外，电商端亦增长显著，上半年电商收入同比增 167%至 2.7 亿。得益于全国渠道扩张，经销商打款积极，2Q 末合同负债余额 21.4 亿，环比增 33%。
- 依据公司全国扩张情况和经济复苏情况来看，公司有望实现收入增 20%的年度目标。略上调盈利预测，预计 2020-2021 年公司将分别实现净利润 24.8 亿和 32.6 亿，同比增 27.85%和 31.42%，EPS 分别为 2.84 元和 3.74 元，当前股价对应 PE 分别为 62.5 倍和 47.6 倍，予以“区间操作”评级。
- 風險提示：省外扩张不及预期，行业竞争加剧

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	952	1507	1939	2478	3257
同比增減	%	57.39	58.24	28.63	27.85	31.42
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.09	1.69	2.23	2.84	3.74
同比增減	%	56.02	55.36	31.87	27.30	31.42
市盈率(P/E)	X	163.05	104.95	79.59	62.52	47.57
股利 (DPS)	RMB 元	0.60	0.75	0.90	1.17	1.61
股息率 (Yield)	%	0.34	0.42	0.51	0.66	0.90

【投資評等說明】

評等	定義
强力買進 (Strong Buy)	潛在上漲空間≥ 35%
買進 (Buy)	15%≤潛在上漲空間<35%
區間操作 (Trading Buy)	5%≤潛在上漲空間<15%
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處于盤整 建議降低持股

附一：合并損益表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
營業收入	6361	9444	11880	14283	18292
經營成本	2078	2958	3336	4071	5030
營業稅金及附加	1240	1916	2253	2661	3628
銷售費用	1140	1657	2581	3068	3874
管理費用	539	698	855	1167	1495
財務費用	-22	-28	-103	-104	-133
資產減值損失	-17			0	0
投資收益	1	1	-98	-36	0
營業利潤	1395	2236	2843	3351	4362
營業外收入	9	1	3	5	5
營業外支出	11	4	1	2	2
利潤總額	1393	2233	2845	3354	4365
所得稅	382	628	792	863	1091
少數股東損益	59	98	115	13	16
歸屬于母公司所有者的淨利潤	952	1507	1939	2478	3257

附二：合并資產負債表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
貨幣資金	1259	1422	3964	5345	7747
應收賬款	12	11	6	7	7
存貨	2299	3156	5258	6310	7256
流動資產合計	6244	9016	12642	14918	17305
長期股權投資	3	4	0	0	0
固定資產	1651	1599	1620	1701	1786
在建工程	419	306	511	587	617
非流動資產合計	2696	2813	3425	3699	3810
資產總計	8940	11829	16068	18617	21115
流動負債合計	3584	5309	8389	9647	10419
非流動負債合計	17	38	55	59	62
負債合計	3601	5347	8443	9706	10481
少數股東權益	103	267	178	187	196
股東權益合計	5236	6214	7447	8725	10439
負債及股東權益合計	8940	11829	16068	18617	21115

附三：合并現金流量表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
經營活動產生的現金流量淨額	896	966	3077	2142	3110
投資活動產生的現金流量淨額	-305	-361	28	27	25
籌資活動產生的現金流量淨額	-507	-776	-847	-788	-733
現金及現金等價物淨增加額	84	-171	2258	1381	2402

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證i@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證i@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。