山西汾酒（600809）

20Q2 业绩优异，汾酒剑指全国

买入（维持）

2020 年 08 月 24 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,880	13,645	16,298	18,868
同比（%）	26.63%	14.85%	19.45%	15.77%
归母净利润（百万元）	1,939	2,403	3,123	3,887
同比（%）	32.16%	23.94%	29.99%	24.45%
每股收益（元/股）	2.22	2.76	3.58	4.46
P/E（倍）	79.93	64.49	49.61	39.87

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 69 亿元（+7.8%，调整前+8.2%），归母净利 16.05 亿元（+33.05%，调整前+34.85%），扣非净利 16.04 亿元（+34.9%）。同时公司 20Q2 实现营收 27.6 亿元（+18.44%，调整前+18.99%），归母净利 3.8 亿元（+16.11%，调整前+21.56%），扣非净利 3.79 亿元（+21.56%）。（除特殊说明外，同比均为调整后数据同比,19 年盈利预测与估值表中营收/归母净利增速取调整前同比）

投资要点

■ **20Q2 青花保持高增，公司全国化进程顺利。**公司 20H1 实现营收 69.0 亿（+7.8%），20Q2 实现营收 27.6 亿（+19.0%）。**分产品看，**上半年汾酒实现营收 62.7 亿，其中青花系列 20Q2 增速环比改善叠加季度末经销商在提价前打款，预计 20H1 同比增长 30-35%，4 月开始公司坚持高举高打加强核心终端建设，终端销售环比改善，当前库存良性；巴拿马省内销售占比较高（约 8 成）且具备较高性价比与品牌认知度，受益省内快速恢复预计 20H1 同比保持约 20%增长；此外，疫情对全国光瓶酒市场影响较低，公司合理管控玻汾放量节奏，20Q2 保持较高增长，20H1 预计同比增长超 10%；而宴席消费场景的缺失对老白汾影响较大，上半年同比出现负增长。同时，公司以竹叶青为主的配置酒 20H1 实现营收 2.7 亿，公司独立运作竹叶青品牌走向全国冲击百亿保健酒市场决心突出，未来有望成为又一增长极。**分区域看，**20H1 公司省内/省外分别实现营收 31/37 亿元，公司省内竞争优势显著（市占率过半），全国化进程顺利（省外同+17%），长/珠三角均实现较高增长，据调研反馈当前山西省内汾酒市场同比已经恢复至近 9 成，省外市场（主要是青花/玻汾）总体平均恢复到 6-7 成水平左右。**分渠道看，**公司强化终端及团购建设，20H1 代理/直销渠道实现收入 60.0/5.6 亿，掌控渠道终端从 30 多万扩张至超 80 万家，电商渠道亦表现不俗（20H1 同比+167%）。

■ **税收减少提振盈利，现金流环比显著改善。**20H1 公司实现归母净利 16.05 亿（+33.05%），预计受成本提升影响毛利率为 71.7%(同-0.75pct)，管理费用率（含研发费用）为 6.43%(+1.03pct)，系并购部分业务后职工薪酬增加所致，但由于疫后广宣等费用的减少销售费用率同比-1.5pct，且公司 20Q1 由于疫情冲击酒类销售减少影响母公司营收导致消费税等税费减少，税金及附加占收入比重同比-3.3%，所以 20H1 净利率为 23.42%(同比+3.4pct)。单二季度公司实现归母净利 3.8 亿（同比+16.11%），公司销售费用率为 18.2%（同比-4.7pct），或系费用投入节奏放缓所致，但公司毛利率同比-0.49pct，管理费用率（含研发费用）同比+0.39pct，以及消费税回补、投资损失及坏账的影响，公司净利率为 13.81%(同比-0.62pct)。**现金流方面**公司环比改善，20H1 末合同负债为 21.4 亿（环比+5.3 亿），或因青花提前打款所致，20Q2 经营活动现金流净额约为 11.0 亿（环比 20Q1+约 10 亿）。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	177.79
一年最低/最高价	67.54/183.60
市净率(倍)	18.71
流通 A 股市值(百万元)	153939.16

基础数据

每股净资产(元)	9.50
资产负债率(%)	46.39
总股本(百万股)	871.53
流通 A 股(百万股)	865.85

相关研究

1、《山西汾酒（600809）：青花放量优结构，龙头复兴潜力足》2020-04-28

2、《山西汾酒（600809）：坚定改革释红利，龙头复兴正当时》2020-03-21

3、《山西汾酒（600809）：三年改革完美收官，清香龙头复兴进取》2020-02-07

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **改革+全国化进程延续，净利率仍有提升空间。**19 年公司国改完美收官后，未来将继续深化改革，加大混改力度，聚焦汾酒及竹叶青大健康产业，经营活力仍有望持续释放。当前公司深耕环山西市场，长江以南推进成果显著，清香酒龙头底蕴深厚，本轮白酒周期以品牌为核心推动力，国窖批价上行打开青花天花板，未来渠道价值链增厚有望吸引全国更多优质经销商资源，公司在发展青花控量玻汾的运作理念下净利率仍有提升空间，量价齐升可期。
- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司营收为 136.5/163.0/188.7 亿，同比+14.9/19.5%/15.8%；归母净利为 24.0/31.2/38.9 亿，同比+23.9%/30.0%/24.5%，对应 PE 为 64/50/40X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情加剧，省外竞争激烈，宏观经济消费需求疲软。

山西汾酒三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**12642**	**12708**	**17867**	**20144**
现金	3964	4274	8300	9846
应收账款	2734	2742	2714	2704
存货	5258	5353	6252	6837
其他流动资产	686	339	601	757
非流动资产	**3425**	**3546**	**3722**	**3866**
长期股权投资	0	0	0	1
固定资产	1620	1782	1955	2095
在建工程	511	464	458	449
无形资产	313	319	328	340
其他非流动资产	981	981	981	981
资产总计	**16068**	**16255**	**21589**	**24010**
流动负债	**8389**	**6809**	**9437**	**8374**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1974	1399	2289	1871
其他流动负债	6415	5410	7148	6503
非流动负债	**55**	**55**	**55**	**55**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	55	55	55	55
负债合计	**8443**	**6864**	**9491**	**8429**
少数股东权益	178	326	520	759
归属母公司股东权益	7447	9065	11578	14822
负债和股东权益	**16068**	**16255**	**21589**	**24010**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3077	1298	4863	2333
投资活动现金流	28	-286	-371	-371
筹资活动现金流	-847	-702	-466	-416
现金净增加额	2258	310	4027	1546
折旧和摊销	142	141	165	190
资本开支	161	121	176	143
营运资本变动	1175	-1335	1496	-1794

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11880**	**13645**	**16298**	**18868**
减:营业成本	3336	3979	4352	4908
营业税金及附加	2253	2301	2949	3249
营业费用	2581	2859	3328	3795
管理费用	855	1026	1186	1386
财务费用	-103	-83	-145	-227
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	-98	-24	-30	-38
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**2843**	**3539**	**4598**	**5718**
加:营业外净收支	2	-5	-3	-2
利润总额	**2845**	**3534**	**4595**	**5717**
减:所得税费用	792	983	1278	1590
少数股东损益	115	148	194	240
归属母公司净利润	**1939**	**2403**	**3123**	**3887**
EBIT	2726	3410	4407	5444
EBITDA	2868	3552	4572	5634

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	2.22	2.76	3.58	4.46
每股净资产(元)	8.54	10.40	13.29	17.01
发行在外股份(百万股)	872	872	872	872
ROIC(%)	26.3%	27.0%	27.4%	26.4%
ROE(%)	26.93%	27.16%	27.42%	26.48%
毛利率(%)	71.9%	70.8%	73.3%	74.0%
销售净利率(%)	16.3%	17.6%	19.2%	20.6%
资产负债率(%)	52.5%	42.2%	44.0%	35.1%
收入增长率(%)	26.6%	14.9%	19.4%	15.8%
净利润增长率(%)	32.2%	23.9%	30.0%	24.4%
P/E	79.93	64.49	49.61	39.87
P/B	20.81	17.09	13.38	10.45
EV/EBITDA	52.71	42.52	32.20	25.90

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn