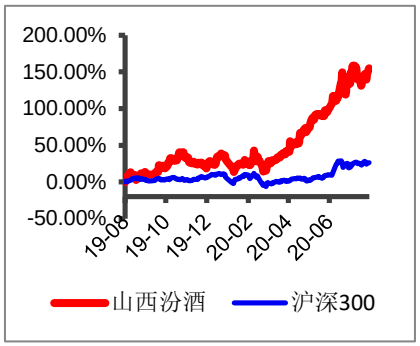
食品饮料 山西汾酒（600809.SH） 维持评级

报告原因：中报点评 **Q2 业绩环比改善，有望完成全年目标** **买入**

2020 年 8 月 25 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 24 日

收盘价(元)：177.79

年内最高/最低（元）：183.60/74.99

流通 A 股/总股本（亿）： 8.66/8.72

流通 A 股市值（亿）： 1539

总市值（亿）：1539

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：1.95

每股净资产(元)：8.32

净资产收益率：25.19%

分析师：和芳芳

执业登记编码： S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A 座太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

2020 年 8 月 24 日晚间发布半年报称，上半年归属于母公司所有者的净利润 16.05 亿元，同比增长 33.05%；营业收入 69 亿元，同比增长 7.8%；基本每股收益 1.8356 元，同比增长 32.24%。

事件点评

- **Q2 业绩环比改善，省外增速亮眼。**2020H1 实现营业收入 69 亿元，同比增长 7.8%，归母净利润 16.05 亿元，同比增长 33.05%。其中单 Q2 实现营业收入 27.60 亿元，同比+18.44%，归母净利润 3.80 亿元，同比+16.11%，业绩超市场预期。1）分产品来看，公司坚持推进“抓两头、带中间”产品策略，2020H1 汾酒营收 62.67 亿元，系列酒营收 2.98 亿元，配制酒 2.71 亿元。其中，青花汾酒系列收入同比增长 30%以上，竹叶青同比增长 30%。2）分区域来看，省外增速较快，全国化进程加速。2020H1 年省内实现营业收入 31.32 亿元，同比减少 0.06%，省外收入 37.04 亿元，同比增长 16.97%，截至 2020.6.31，汾酒经销商数量为 2679 家，净增长 190 家，且增加的主要是汾酒省外经销商增加及竹叶青酒经销商增加。3）分渠道来看，公司加大电商销售渠道建设，推动直播带货、线上销售成为汾酒新增量。2020H1 直销渠道收入 5.64 亿元，同比+2%，代理收入 59.98 亿元，同比+6%，电商平台收入 2.73 亿元，同比+167%。
- **税负降低带动公司盈利能力提高，预收账款维持高位。**公司 2020H1 年销售净利率 23.42%，同比增加 3.58pct，具体来看：1）2020H1 年度销售毛利率为 71.70%，同比增加 0.24pct；2）2020H1 年度销售期间费用率 26.13%，同比减少 1.21pct，其中销售费用率为 20.11%，同比减少 1.46pct，主要是广告及业务宣传费、业务招待费等减少；管理费用率 6.43%，同比增加 1.22pct，主要是职工薪酬增加；财务费用率为-0.40%，同比减少 0.96pct。3）2020H1 税金及附加占营收比为 13.63%，同比-2.67pct。此外，2020Q2 末合同负债（原为预收账款）是 21.44 亿，同比+45%，环比 Q1 增加 5.33 亿元。
- **上半年稳中有升，后半年有望奋力全进。**受新冠肺炎疫情影响，公司顺势而为，积极应对，在特殊的竞争环境中保持了稳中向好的发展势头。下半年公司继续以“一控三提”为总纲领，统筹市场布局、优化

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

产品结构、创新渠道建设，并且将会针对中秋、国庆等重要销售节点进行全方位布局。同时伴随着省内市场的恢复以及省外市场拓展，2020 年营业收入力争实现 20%的增长有望实现。此外，从中长期来看，我们认为随着省外市场的高速发展，山西汾酒会继续保持向上发展的趋势，考虑到其强大的品牌力，以及华润入股汾酒将在管理层面和市场协同方面组成小组，提升汾酒的管理和运营水平等，公司有望成为成功突围全国化的次高端品牌，助力汾老大回归。

投资建议

- 短期来看，Q2 业绩环比改善，随着下半年市场的恢复，公司奋力全进力争实现全年目标。中长期看，作为白酒清香型龙头，山西汾酒聚焦青花及玻汾、发力全国化战略明确，业绩确定性较高。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 25.12 亿、31.96 亿、40.78 亿，EPS 分别为 2.88 元、3.67 元、4.68 元，对应当前股价 PE 分别为 62 倍、48 倍、38 倍。维持“买入”评级。

存在风险

疫情超预期的风险，国企改革进度不达预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,642	15,478	20,411	27,084
现金	3,964	2,936	6,072	10,580
应收账款	41	195	125	167
其他应收款	35	61	62	74
预付账款	130	207	208	258
存货	5,262	4,283	4,569	4,888
其他流动资产	3,212	7,796	9,375	11,117
非流动资产	3,425	3,119	3,114	3,060
长期投资	0	3	2	2
固定资产	1,619	1,516	1,414	1,311
无形资产	313	293	273	255
其他非流动资产	1,493	1,308	1,425	1,493
资产总计	16,068	18,598	23,525	30,145
流动负债	8,389	8,936	11,139	14,098
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,974	1,783	2,030	2,698
其他流动负债	6,415	7,153	9,110	11,400
非流动负债	55	55	68	81
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	55	55	68	81
负债合计	8,443	8,991	11,208	14,179
少数股东权益	178	334	531	780
股本	872	872	872	872
资本公积	132	132	132	132
留存收益	6,476	7,987	10,022	12,606
归属母公司股东权益	7,447	8,990	11,025	13,609
负债和股东权益	16,068	18,315	22,764	28,568

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,077	(329)	3,752	5,060
净利润	2,054	2,512	3,196	4,078
折旧摊销	142	123	122	121
财务费用	(97)	(52)	(68)	(125)
投资损失	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(1,643)	(3,068)	305	738
其他经营现金流	2,620	157	197	249
投资活动现金流	28	(2)	1	2
资本支出	0	0	0	0
长期投资	4	(3)	0	1
其他投资现金流	24	1	1	1

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,880	14,256	17,107	20,529
营业成本	3,336	3,932	4,633	5,457
营业税金及附加	2,253	2,704	3,245	3,894
销售费用	2,581	2,928	3,428	4,011
管理费用	855	1,026	1,146	1,273
财务费用	(103)	(52)	(68)	(125)
资产减值损失	0	0	0	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	(98)	1	1	1
营业利润	2,843	3,718	4,723	6,020
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	14	12	12
利润总额	2,845	3,706	4,713	6,010
所得税	792	1,038	1,320	1,683
净利润	2,054	2,668	3,394	4,327
少数股东损益	115	156	197	249
归属母公司净利润	1,939	2,512	3,196	4,078
EBITDA	2,897	3,789	4,778	6,016
EPS（元）	2.22	2.88	3.67	4.68

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	26.63%	20.00%	20.00%	20.00%
营业利润	30.61%	30.74%	27.05%	27.45%
归属于母公司净利润	32.16%	29.58%	27.25%	27.58%
获利能力				
毛利率(%)	71.92%	72.42%	72.92%	73.42%
净利率(%)	16.32%	17.62%	18.68%	19.86%
ROE(%)	26.93%	28.61%	29.37%	30.07%
ROIC(%)	38.48%	74.87%	36.84%	48.62%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.55%	49.09%	49.23%	49.63%
净负债比率(%)	18.15%	59.06%	25.26%	4.36%
流动比率	1.51	1.73	1.83	1.92
速动比率	0.88	1.25	1.42	1.57
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.82	0.81	0.77
应收账款周转率	1394.64	203.36	173.58	262.69
应付账款周转率	8.40	7.59	8.97	8.68
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(847)	(949)	(1,094)	(1,369)	每股收益(最新摊薄)	2.22	2.88	3.67	4.68
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.53	(0.38)	4.31	5.81
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.54	10.32	12.65	15.62
普通股增加	6	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	(150)	0	0	0	P/E	79.9	61.7	48.5	38.0
其他筹资现金流	(702)	(949)	(1,094)	(1,369)	P/B	20.8	17.2	14.1	11.4
现金净增加额	2,258	(1,280)	2,660	3,692	EV/EBITDA	25.62	40.92	31.95	24.77

分析师承诺：

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。本报告清晰准确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。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336