山西汾酒（600809）

公司研究/点评报告

持续全国化推动 Q2 高增，未来看点十足

——山西汾酒（600809）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 8 月 25 日

一、事件概述

8 月 24 日，公司发布 2020 年半年报，20H1 公司实现营业收入 69 亿元，同比+7.8%；实现归母净利润 16.05 亿元，同比+33.05%；基本 EPS 为 1.84 元。20Q2 公司实现营业收入 27.6 亿元，同比+18.44%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比+16.11%。

二、分析与判断

➢ 青花动销良好带动营收环比加速增长，疫情不减汾酒省外扩张势头

20Q1 公司实现营收同比+1.71%，20Q2 营收增速同比+18.44%，呈加速增长趋势，20Q2 单季度公司销售商品收到现金 36.12 亿元，同比+130.7%，20Q2 公司合同负债为 21.44 亿元，环比增加 5.33 亿元，展现公司疫情后良好的恢复态势。**从产品种类来看，**汾酒/系列酒/配置酒分别实现收入 62.67/2.98/2.71 亿元，分别同比+11.23%/-38.11%+35.22%，整体产品结构持续优化，汾酒中青花汾酒坚持高举高打，20H1 收入同比增速超 30%，以巴拿马系列为代表的中档酒加速省外招商布局，玻汾在全国化过程中持续提高市占率；系列酒方面，竹叶青在 19 年 2 月完成销售团队梳理后，践行“双轮驱动战略，继续保持高速增长。**分渠道看，**直销（含团购）/代理/电商渠道分别实现销售收入 5.64/59.98/2.73 亿元，分别同比+2.35%/+5.94%+167.29%，上半年受疫情影响团购等直销业务开展受阻，经销商渠道疫情后补货实现同比正增长，电商渠道表现亮眼。**分市场看，**省内/省外市场分别实现 31.32/37.04 亿元，分别同比-0.55%/+16.97%，省外收入占比提高 4.05pct 至 54.18%，20H1 增加的 190 个经销商主要为省外经销商及竹叶青经销商，公司全国化扩张未受疫情影响、仍持续快速推进。

➢ 毛利率仍具上升空间，税费减少助力业绩高增长

毛利率来看，20H1 公司销售毛利率 71.7%，同比-0.75ppt，得益于青花汾酒维持高增长带动产品结构持续优化，预计下半年中档酒消费和省内消费恢复，毛利率仍具上行空间。**期间费用率来看，**20H1 期间费用率较同期-0.27ppt，销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.11%/6.29%/0.14%/-0.4%，分别同比-1.5ppt/+1.03ppt/0/+0.2ppt，主要是疫情期间广告及宣传费用减少推动销售费用率下降。管理费用率提升 1.03ppt，主要原因是职工薪酬支出增加导致。**净利率角度看，**公司 20H1 销售净利率为 23.42%，同比+3.4pct，除毛销差改善之外，还有 20H1 公司税金及附加降低（20H1 税金及附加占营收比为 13.63%，同比-3.25ppt）及所得税率降低（20H1 所得税率为 25.35%，同比-2.91ppt）的原因。

➢ Q2 复苏为旺季动销吹响冲锋号，汾酒未来看点十足

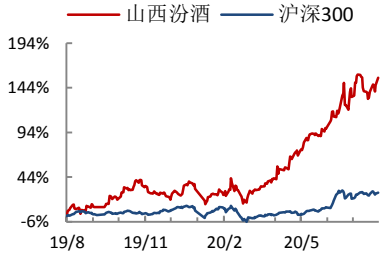
公司 20Q1 保持正增长彰显品牌实力，20Q2 营收加速增长展现良好复苏态势，为即将到来的白酒动销旺季做好铺垫，李秋喜董事长上半年多次做出“2020 年整体经营指标不调整”的表态，传达积极信号。**产品方面，**上半年公司积极作为，青花 20 和青花 30 分离运作效果初显，预计下半年将继续呈加速增长态势，中档酒也将受益于消费场景恢复实现恢复性增长。**市场方面，**省外扩展坚持“1357”布局策略，将适度加强“5 小板块”市场拓展力度，持续推进全国化，省外市场将是未来公司的重要增长极。**公司改革方面，**李秋喜董事长于 8 月表示要将汾酒塑造成国改样本，进一步引进民营资本加大混改力度，看好汾酒的战略选择及改制带来的企业活力。

推荐　维持评级

当前价格：　177.79

交易数据	2020-8-24
近 12 个月最高/最低	179.09/69.77
总股本（百万股）	871.53
流通股本（百万股）	865.85
流通股比例（%）	99%
总市值（亿元）	1549.49
流通市值（亿元）	1549.49

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

相关研究

1. 山西汾酒（600809）2019 年报及 2020 一季报点评：19 年经营迈上新台阶，20Q1 省外扩张对冲作用显著
2. 山西汾酒（600809）2019 年度业绩快报点评：2019 年收入保持高速增长，盈利端超市场预期

三、盈利预测与投资建议

预计 2020-2022 年收入 134.84/162.08/186.87 亿元，同比+13.5%/+20.2%/15.3%。归属上市公司净利润 24.22/28.53/33.07 亿元，同比+24.9%/+17.8%/+15.9%，折合 EPS 为 2.78 元/3.27 元/3.79 元，对应 PE 分别为 64X/54X/47X。公司估值水平高于 2020 年白酒板块整体预期的 42 倍 PE，但考虑到公司省外扩张态势良好，长期成长确定性较高，维持“推荐”评级。

四、风险提示

经济下滑拖累需求，省外扩张不及预期、业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,880	13,484	16,208	18,687
增长率（%）	26.6%	13.5%	20.2%	15.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,939	2,422	2,853	3,307
增长率（%）	32.2%	24.9%	17.8%	15.9%
每股收益（元）	2.23	2.78	3.27	3.79
PE（现价）	79.6	64.0	54.3	46.9
PB	20.8	13.0	11.1	9.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,880	13,484	16,208	18,687
营业成本	3,336	3,924	4,554	5,195
营业税金及附加	2,253	2,569	3,081	3,557
销售费用	2,581	2,505	3,219	3,719
管理费用	855	937	1,147	1,310
研发费用	22	21	28	31
EBIT	2,832	3,527	4,179	4,876
财务费用	(103)	(119)	(110)	(99)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	(98)	0	0	0
营业利润	2,843	3,648	4,290	4,977
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	2,845	3,647	4,291	4,977
所得税	792	1,015	1,194	1,385
净利润	2,054	2,633	3,097	3,592
归属于母公司净利润	1,939	2,422	2,853	3,307
EBITDA	2,974	3,675	4,325	5,024

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3964	5485	6627	12791
应收账款及票据	6	2667	1607	2774
预付款项	130	140	170	190
存货	5258	3067	7508	4035
其他流动资产	522	522	522	522
流动资产合计	9914	11942	16479	20394
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1620	1605	1609	1603
无形资产	313	344	398	438
非流动资产合计	6153	8820	8868	8853
资产合计	16068	20762	25347	29247
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2727	2436	3275	3480
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8389	8428	10708	11885
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	55	55	55	55
负债合计	8443	8483	10762	11940
股本	872	872	872	872
少数股东权益	178	389	633	919
股东权益合计	7625	12279	14585	17308
负债和股东权益合计	16068	20762	25347	29247

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	26.6%	13.5%	20.2%	15.3%
EBIT 增长率	31.8%	24.5%	18.5%	16.7%
净利润增长率	32.2%	24.9%	17.8%	15.9%
盈利能力				
毛利率	71.9%	70.9%	71.9%	72.2%
净利润率	16.3%	18.0%	17.6%	17.7%
总资产收益率 ROA	12.1%	11.7%	11.3%	11.3%
净资产收益率 ROE	26.0%	20.4%	20.4%	20.2%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.6	1.1	0.8	1.4
现金比率	0.5	0.7	0.6	1.1
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	454.0	381.9	418.0	399.9
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	2.2	2.8	3.3	3.8
每股净资产	8.5	13.6	16.0	18.8
每股经营现金流	3.5	2.7	2.4	8.2
每股股利	0.9	0.8	0.9	1.0
估值分析				
PE	79.6	64.0	54.3	46.9
PB	20.8	13.0	11.1	9.5
EV/EBITDA	50.4	40.4	34.1	28.1
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,054	2,633	3,097	3,592
折旧和摊销	147	147	146	148
营运资金变动	1,235	(467)	(1,115)	3,426
经营活动现金流	3,087	2,314	2,127	7,167
资本开支	140	73	194	133
投资	71	0	0	0
投资活动现金流	28	(73)	(194)	(133)
股权募资	110	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(847)	(719)	(791)	(870)
现金净流量	2,268	1,521	1,142	6,164

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。