2020 年 08 月 24 日
公司研究●证券研究报告

山西汾酒（600809.SH）

公司快报

上半年业绩增长符合预期 坚定看好清香龙头复兴之路

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 68.99 亿元，同比增长 7.80%。实现归属净利润 16.05 亿元，同比增长 33.05%；二季度公司实现营业收入 27.60 亿元，同比增长 18.99%，实现归属净利润 3.8 亿元，同比增长 21.56%。

投资要点

◆ **疫情下实现时间过半任务过半，青花及玻汾系列表现超预期。**公司上半年在全国疫情影响下，采取积极应对措施，基本做到时间过半任务过半。分产品看，汾酒 20H1/Q2 实现营业收入 62.67/24.47 亿元，同比增长 11.2%/41.7%；系列酒 20H1/Q2 实现营业收入 2.98/1.34 亿元，H1 同比减少 38.1%；配制酒实现营业收入 2.71/1.42 亿元，同比增长 35.2%/74.0%。结构优化方面，公司按照“抓两头、带中间”产品策略，实现青花系列与腰部产品的突破、玻汾稳中有升，中高端产品占比提升。根据调研反馈，受疫情影响加之公司主动控货，Q1 青花系列同比持平，H1 实现同比 30%以上增长；巴拿马系列和玻汾系列 Q2 表现亮眼，预计同比增长 20%+；由于老白汾系列主要是宴席消费，Q1 受疫情影响较大，Q2 降幅逐步收窄归正；系列酒同比有所下滑主要系集团收购影响，上半年进行品牌梳理所致。分地域看，公司省内 20H1/Q2 实现营业收入 31.32/11.04 亿元，同比-0.5%/+7.1%；省外 20H1/Q2 实现营业收入 37.04/16.18 亿元，同比增长 17.0%/28.7%；疫情初步稳定之后，省外市场快速恢复高增长。渠道方面，在消费场景受限情况下，公司加大电商销售渠道建设，上半年电商收入同比增长 167%。

◆ **毛利率基本保持稳定，预收款项环比增长。**公司毛利率基本保持稳定，2020H1 毛利率 71.70%，较 19 年同期+0.25pcts，公司产品销售结构基本保持稳定。公司 2020H1 销售费用率/管理费用率分别为 20.11%/6.29%，同比-1.46/+1.22 pcts，销售费用率下降主要受疫情影响，广宣等费用减少所致；管理费用率上升主要受职工薪酬增加所致。预收款项（合同负债）H121.44 亿元，环比 Q1 增长 5.33 亿元，主要系二季度产品动销恢复，经销商恢复打款所致。公司 20 年 Q1 库存压力较大，Q2 库存恢复正常，玻汾已恢复至 1 个月左右库存，青花系列已恢复至 2 个月左右库存良性状态。上半年公司经销商增加 190 家至 2679 家，主要是省外经销商增加及竹叶青酒经销商增加所致。

◆ **二季度省外市场快速恢复，全年业绩增长目标有望实现。**下半年我们预计公司继续按照“1357”市场布局策略，遵循“年度指标不调整，动态调整阶段性指标”的原则，创新营销发展方式，保存量找增量，巩固山西市场同时，加大拓展省外市场。在产品结构上坚持青花突破，玻汾动态调整稳中有升；拔中高，控底部。年初公司提出 2020 年收入计划增 20%左右，伴随汾酒需求省外市场快速恢复，中高端产品恢复高增长，全年高增长目标有望实现。长期看，作为白酒清香型龙头，加之国企改革推动制度红利释放，公司长期增长核心动力依旧存在。

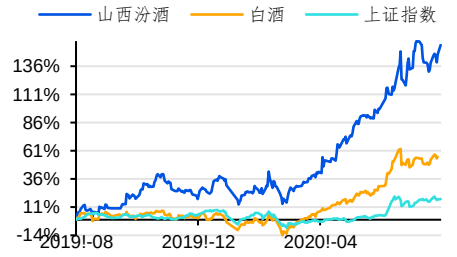
食品饮料 | 白酒 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-24)	177.79 元

交易数据

总市值（百万元）	154,949.01
流通市值（百万元）	153,939.16
总股本（百万股）	871.53
流通股本（百万股）	865.85
12 个月价格区间	68.00/183.60 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.33	31.5	133.81
绝对收益	9.15	51.82	150.66

分析师 周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn
分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

相关报告

山西汾酒：产品结构升级稳步推进 看好公司长期增长趋势 2020-04-28

山西汾酒：业绩增长符合预期，省外市场扩张加速 2019-09-01

山西汾酒：业绩稳步增长，省外市场扩张加速 2019-06-17

山西汾酒：业绩增长超预期，改革持续推进提供发展动力 2017-10-31

◆ **投资建议：**预计公司下半年省外市场发力，伴随青花系列恢复增长，我们略微调整2020-2022年营业收入分别为138.46/161.87/190.97亿元，同比增长16.5%/16.9%/18.0%。归母净利润23.96/27.40/33.79亿元，同比增长23.6%/14.4%/23.3%，EPS分别为2.75/3.14/3.88元，对应PE分别为62.6X/54.7X/44.4X，考虑公司全国化进程加快及清香白酒龙头，给予估值溢价，维持公司“买入-A”投资评级。

◆ **风险提示：**宏观经济放缓，行业增长或不及预期；公司聚焦青花系列，次高端价格带竞争加剧情况下，青花系列收入或不及预期；公司全国化进程推进中，省外市场拓展或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	13,846	16,187	19,097
YoY(%)	55.4	26.6	16.5	16.9	18.0
净利润(百万元)	1,467	1,939	2,396	2,740	3,379
YoY(%)	55.4	32.2	23.6	14.4	23.3
毛利率(%)	66.2	71.9	71.7	72.0	72.3
EPS(摊薄/元)	1.68	2.22	2.75	3.14	3.88
ROE(%)	24.1	26.9	27.1	24.9	24.5
P/E(倍)	102.3	77.4	62.6	54.7	44.4
P/B(倍)	24.1	20.1	16.6	13.4	10.8
净利率(%)	15.6	16.3	17.3	16.9	17.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9016	12642	13123	18038	20031
现金	1296	3964	3765	5041	6716
应收票据及应收账款	3706	6	3455	4638	4910
预付账款	104	130	142	176	199
存货	3156	5258	4635	6800	6546
其他流动资产	754	3285	1126	1384	1660
非流动资产	2813	3425	3651	3918	4255
长期投资	4	0	-0	-2	-4
固定资产	1599	1620	1876	2150	2468
无形资产	223	313	319	328	340
其他非流动资产	987	1491	1457	1442	1449
资产总计	11829	16068	16775	21956	24286
流动负债	5309	8389	7336	10217	9603
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1344	2727	2059	3473	2984
其他流动负债	3966	5661	5277	6744	6620
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	7391	10272	9658
少数股东权益	267	178	325	495	704
股本	866	872	872	872	872
资本公积	282	132	132	132	132
留存收益	5005	6476	7631	9126	11028
归属母公司股东权益	6214	7447	9059	11188	13924
负债和股东权益	11829	16068	16775	21956	24286

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	966	3077	886	2241	2745
净利润	1560	2054	2544	2910	3587
折旧摊销	149	142	142	172	208
财务费用	-27	-103	-87	-107	-144
投资损失	-1	98	19	23	28
营运资金变动	-481	1175	-1732	-758	-932
其他经营现金流	-234	-289	0	0	0
投资活动现金流	-361	28	-387	-462	-572
筹资活动现金流	-776	-847	-697	-503	-498
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.22	2.75	3.14	3.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	3.53	1.02	2.57	3.15
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.54	10.39	12.84	15.98

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9382	11880	13846	16187	19097
营业成本	3170	3336	3922	4533	5291
营业税金及附加	1796	2253	2712	3164	3688
营业费用	1627	2581	2705	3340	3835
管理费用	628	855	997	1165	1375
研发费用	12	22	26	30	36
财务费用	-27	-103	-87	-107	-144
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-98	-19	-23	-28
营业利润	2177	2843	3553	4038	4989
营业外收入	1	3	5	5	3
营业外支出	4	1	3	2	2
利润总额	2174	2845	3555	4040	4990
所得税	615	792	1011	1131	1404
税后利润	1560	2054	2544	2910	3587
少数股东损益	93	115	148	170	208
归属母公司净利润	1467	1939	2396	2740	3379
EBITDA	2285	2868	3581	4081	5022

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	55.4	26.6	16.5	16.9	18.0
营业利润(%)	57.2	30.6	24.9	13.7	23.6
归属于母公司净利润(%)	55.4	32.2	23.6	14.4	23.3
获利能力					
毛利率(%)	66.2	71.9	71.7	72.0	72.3
净利率(%)	15.6	16.3	17.3	16.9	17.7
ROE(%)	24.1	26.9	27.1	24.9	24.5
ROIC(%)	24.5	26.3	27.0	25.1	24.8
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	52.5	44.1	46.8	39.8
流动比率	1.7	1.5	1.8	1.8	2.1
速动比率	0.9	0.5	1.0	1.0	1.2
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	8.0	4.0	4.0
应付账款周转率	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
估值比率					
P/E	102.3	77.4	62.6	54.7	44.4
P/B	24.1	20.1	16.6	13.4	10.8
EV/EBITDA	65.2	51.0	40.9	35.7	28.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn