消费升级与娱乐研究中心

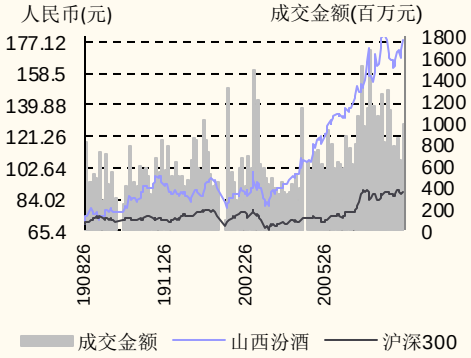
山西汾酒 (600809.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：177.79 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.72
已上市流通 A 股(亿股)	8.66
总市值(亿元)	1,549.49
年内股价最高最低(元)	180.34/161.34
沪深 300 指数	4756
上证指数	3386



相关报告

1.《疫情不改 20 年增长趋势，清香龙头笃定前行-疫情不改 20 年增长...》，2020.4.28

2.《19 年业绩略超预期，20 年青花加速放量-山西汾酒公司点评》，2020.2.7

3.《国改助力，清香崛起，汾酒复兴正当时-山西汾酒首次覆盖报告》，2019.12.25

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

Q2 业绩超预期，清香龙头笃定前行

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.694	2.224	2.893	3.906	5.154
每股净资产(元)	7.18	8.54	10.27	12.62	15.71
每股经营性现金流(元)	1.12	3.54	2.83	4.76	6.03
市盈率(倍)	20.69	40.33	61.45	45.52	34.49
净利润增长率(%)	55.36%	32.16%	30.07%	35.00%	31.96%
净资产收益率(%)	23.60%	26.03%	28.16%	30.96%	32.81%
总股本(百万股)	865.85	871.53	871.53	871.53	871.53

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20H1 收入 69.00 亿元，同比+7.80 %；归母净利润 16.05 亿元，同比+33.05 %。其中 20Q2 收入 27.60 亿元，同比+18.44%，归母净利润 3.80 亿元，同比+16.11%。

经营分析

- **Q2 业绩超预期，产品结构升级+费用改善促盈利水平优化。**20Q2 收入 27.60 亿元，同比+18.44%，预收款项（合同负债）环增 5.33 亿元，考虑预收款项，Q2 实际收入增速约 26%，增速超预期。20H1 汾酒/系列酒/配制酒收入分别为 62.67/2.98/2.71 亿元，我们预计青花 20 同增约 40%，青 30 同增约 50%，巴拿马同增 20%多，玻汾同增 10-15%，竹叶青同增 30%以上，中高端产品持续发力。20H1 公司净利率同增 3.40pcts，其中毛利率同降 0.75pct，销售费用率同降 1.50pcts，管理费用率同增 1.03pcts，营业税金及附加占比同降 3.25pts，疫情之下费用控制水平有所提升。
- **全国化布局节奏加快，长江以南市场重点突破。**分地区看，20H1 省内/省外收入分别为 31.32/37.04 亿元，省内/省外市场收入占比分别为 45.82%/54.18%，预计“1+3”板块市场略有增长，5 小板块”市场的拓展力度加大，长三角、珠三角核心市场业绩实现大幅增长。20H1 汾酒新增 190 家经销商（以省外市场、竹叶青为主），并在省外选取 10 个销售额破 5000 万元的地级市设立直属管理区，建立“31 个省区+10 个直属管理区”的区域营销组织构架，清香龙头全国化布局节奏加快。
- **清香龙头笃定前行，20 年力争营收增长 15-20%。**2020 年是汾酒“十四五”发展规划的构想和布局之年，公司规划营收增长 15-20%。“青花需求复苏+省外扩张加速”，公司下半年有望实现业绩加速，全年收入目标完成可期。20 年汾酒的国改关键措施有望持续落地，产品上聚焦青花系列放量，区域上长江以南市场实现突破。

盈利预测

考虑汾酒上半年的超预期表现和公司对未来的积极展望，我们上调盈利预测，20-22 年归母净利润同增 30%/35%/32%，对应 EPS 分别为 2.89/3.91/5.15 元（调整幅度为+6%/+21%/+30%），当前股价对应 PE 分别为 61X/ 46X/ 34X。

风险提示

疫情不确定性风险；宏观经济下行；行业竞争加剧；省外扩张不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,037**	**9,382**	**11,880**	**13,662**	**16,395**	**19,346**
增长率		55.4%	26.6%	15.0%	20.0%	18.0%
主营业务成本	-1,821	-3,170	-3,336	-4,304	-4,730	-5,301
%销售收入	30.2%	33.8%	28.1%	31.5%	28.9%	27.4%
毛利	4,216	6,212	8,544	9,359	11,665	14,045
%销售收入	69.8%	66.2%	71.9%	68.5%	71.2%	72.6%
营业税金及附加	-1,238	-1,796	-2,253	-2,118	-2,590	-3,018
%销售收入	20.5%	19.1%	19.0%	15.5%	15.8%	15.6%
销售费用	-1,080	-1,627	-2,581	-2,732	-3,279	-3,676
%销售收入	17.9%	17.3%	21.7%	20.0%	20.0%	19.0%
管理费用	-546	-628	-855	-970	-1,115	-1,257
%销售收入	9.0%	6.7%	7.2%	7.1%	6.8%	6.5%
研发费用	0	-12	-22	-19	-25	-27
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
息税前利润（EBIT）	1,353	2,149	2,832	3,519	4,656	6,067
%销售收入	22.4%	22.9%	23.8%	25.8%	28.4%	31.4%
财务费用	15	27	103	92	128	183
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.9%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	17	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	-98	-30	-10	1
%税前利润	0.1%	0.0%	n.a	n.a	n.a	0.0%
营业利润	1,385	2,177	2,843	3,581	4,774	6,251
营业利润率	22.9%	23.2%	23.9%	26.2%	29.1%	32.3%
营业外收支	-2	-3	2	2	2	2
税前利润	1,383	2,174	2,845	3,583	4,776	6,253
利润率	22.9%	23.2%	23.9%	26.2%	29.1%	32.3%
所得税	-379	-615	-792	-932	-1,242	-1,626
所得税率	27.4%	28.3%	27.8%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	1,004	1,560	2,054	2,651	3,534	4,627
少数股东损益	60	93	115	130	130	135
归属于母公司的净利润	**944**	**1,467**	**1,939**	**2,521**	**3,404**	**4,492**
净利率	15.6%	15.6%	16.3%	18.5%	20.8%	23.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,004	1,560	2,054	2,651	3,534	4,627
少数股东损益	60	93	115	130	130	135
非现金支出	124	151	142	138	149	175
非经营收益	-168	-264	-349	112	58	47
营运资金变动	-63	-481	1,235	-434	409	406
经营活动现金净流	**896**	**966**	**3,082**	**2,467**	**4,150**	**5,256**
资本开支	-67	-75	-140	-195	-527	-338
投资	-240	-310	71	19	-22	-12
其他	1	24	97	-30	-10	1
投资活动现金净流	**-305**	**-361**	**28**	**-206**	**-559**	**-349**
股权募资	0	0	110	5	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-507	-776	-956	-1,020	-1,362	-1,797
筹资活动现金净流	**-507**	**-776**	**-847**	**-1,015**	**-1,362**	**-1,797**
现金净流量	**84**	**-171**	**2,263**	**1,246**	**2,229**	**3,110**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,222	1,296	3,964	5,209	7,439	10,549
应收款项	2,241	3,742	2,769	2,785	3,342	3,943
存货	2,299	3,156	5,258	6,013	6,479	7,116
其他流动资产	481	823	652	659	692	719
流动资产	6,244	9,016	12,642	14,667	17,952	22,327
%总资产	69.8%	76.2%	78.7%	81.2%	82.8%	85.3%
长期投资	12	27	26	26	27	29
固定资产	2,070	1,904	2,131	2,169	2,526	2,657
%总资产	23.2%	16.1%	13.3%	12.0%	11.7%	10.2%
无形资产	237	233	322	324	328	332
非流动资产	2,696	2,813	3,425	3,399	3,731	3,848
%总资产	30.2%	23.8%	21.3%	18.8%	17.2%	14.7%
资产总计	**8,940**	**11,829**	**16,068**	**18,066**	**21,682**	**26,174**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,617	1,934	3,554	3,464	3,710	4,013
其他流动负债	1,966	3,375	4,835	5,286	6,484	7,842
流动负债	3,584	5,309	8,389	8,750	10,194	11,856
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	38	55	55	55	55
负债	**3,601**	**5,347**	**8,443**	**8,805**	**10,249**	**11,911**
普通股股东权益	**5,236**	**6,214**	**7,447**	**8,953**	**10,996**	**13,691**
其中：股本	866	866	872	872	872	872
未分配利润	3,603	4,533	6,004	7,517	9,559	12,255
少数股东权益	103	267	178	308	438	573
负债股东权益合计	**8,940**	**11,829**	**16,068**	**18,066**	**21,682**	**26,174**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.090	1.694	2.224	2.893	3.906	5.154
每股净资产	6.047	7.177	8.545	10.273	12.617	15.709
每股经营现金净流	1.035	1.116	3.536	2.830	4.762	6.030
每股股利	0.436	0.678	0.890	1.157	1.562	2.062
回报率						
净资产收益率	18.03%	23.60%	26.03%	28.16%	30.96%	32.81%
总资产收益率	10.56%	12.40%	12.06%	13.96%	15.70%	17.16%
投入资本收益率	18.39%	23.77%	26.76%	28.07%	30.09%	31.44%
增长率						
主营业务收入增长率	37.06%	55.39%	26.63%	15.00%	20.00%	18.00%
EBIT增长率	44.11%	58.85%	31.79%	24.27%	32.30%	30.30%
净利润增长率	56.02%	55.36%	32.16%	30.07%	35.00%	31.96%
总资产增长率	20.54%	32.32%	35.83%	12.43%	20.02%	20.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	422.7	314.1	460.3	510.0	500.0	490.0
应付账款周转天数	165.5	101.5	154.7	160.0	150.0	140.0
固定资产周转天数	99.8	62.2	49.8	39.0	38.2	33.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.90%	-20.00%	-51.98%	-56.25%	-65.06%	-73.95%
EBIT利息保障倍数	-93.0	-78.6	-27.6	-38.3	-36.4	-33.2
资产负债率	40.28%	45.21%	52.55%	48.74%	47.27%	45.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH