太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-11-03

公司点评报告

买入/维持

山西汾酒(600809)

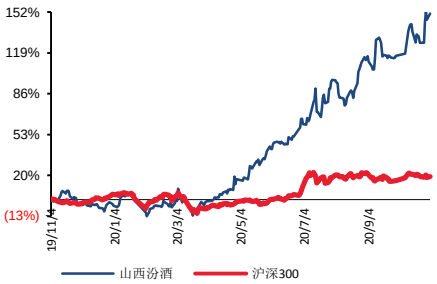
目标价：287.00

昨收盘：229.58

日常消费 食品、饮料与烟草

山西汾酒：业绩持续超预期，看好青花未来发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	872/866
总市值/流通(百万元)	200,085/198,781
12 个月最高/最低(元)	230.60/79.75

相关研究报告：

山西汾酒（600809）《利润超预期，经营目标彰显信心》--2020/04/28

山西汾酒（600809）《利润超预期，经营目标彰显信心》--2020/04/28

山西汾酒（600809）《山西汾酒：加速南方拓张，开启新征程》--2020/01/02

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL：zhenghz@tpyzq.com

点评事件：公司前三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 103.74、24.61、24.61 亿元，同比增长 13.05%、43.78%、43.94%。单三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 34.75、8.56、8.57 亿元，同比增长 25.15%、69.36%、70.16%。收入符合预期，利润大超预期。

青花延续较高增长、核心单品及省外市场占比进一步提升、：分产品看：汾酒（核心产品归口统计）前三季度实现 94.08 亿元+17.8%，其中估计销量增长在双位数；系列酒 4.17 亿下滑 39.8%，汾牌二三季度仍在调整拖累系列酒表现；配制酒 4.74 亿+30.7%保持较高增长。汾酒中再拆分来看，前三季度玻汾较上半年提速，青花延续上半年 30%以上的增速，老白汾受益于三季度婚宴需求回补、单三恢复增长、前三环比上半年下滑幅度大幅改善，巴拿马前三保持稳健增速、较上半年略有放缓估计与季度间基数有关。核心单品均保持较好增长势头。省内/外前三季度增速分别为 3.8%/23.8%，省外市场占比 54.9%同比增加 4.4 个点。

三季度末预收账款+合同负债 26.87 亿元，同比增加 8.46 亿元，环比 Q2 末增加 5.43 亿元。应收款项融资（应收票据）29.18 亿同增 1.79 亿、环比增加 14.79 亿属于合理范围内，这个变动导致单三季度销售收现 29.33 亿微增。

单三季度毛利率高增与基数较低、提价、结构提升有关：前三季度销售毛利率 72.17%+2.98pct；销售净利率 23.87%+4.02pct；期间税金及附加占比 14.48%、下降 2.63pct；销售费用率 18.98%+0.80pct；管理费用率 6.64%+0.93pct。单三季度销售毛利率 73.09%+9.16pct，原因主要有 1）去年 Q3 毛利率 63.93%低基数 2）整体主系列产品占比提升、低毛利率系列酒占比下降 3）玻汾、青花涨价。销售费用率 16.72%、增加 6.41pct，随着消费恢复市场活动相应展开，青 30 升级产品复兴版上市、竹叶青独家冠名《我在颐和园等你》等活动，销售费用恢复大力度投放节奏。Q3 期间税金及附加占比 16.18%、下降 2.82pct，税金预计要在四季度以及明年逐季追上缴纳进度。管理费用率 7.33%+0.12pct 相对平稳。毛利率增长抵消费用率上升，销售净利率 24.75%增加 4.88pct。

执业资格证书编码：S1190518010003

盈利预测与评级：

公司今年以来玻汾小幅多次提价、青花提价、青 30 推出全新升级产品复兴版，旨在为将来在千元价格带发力做好战略性布局。公司公告追加 3 亿市场费用，10 月 20 日复兴版落地，预计四季度将持续加大费用投放力度去做市场推广和消费者培育。

公司作为清香龙头品牌、品牌力不断提升，我们看好公司全国化加速，青花放量后占比提升带来的利润弹性，预测全年收入 140 亿、归母净利润 27.84 亿，分别同增 17.8%、43.6%，预计明后年利润增速在 30%，目标价 287 元，买入评级。

风险提示：疫情对白酒需求影响超预期，经济波动剧烈，市场策略不及预期等，食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11880	14000	16800	20160
同比增长	26.63%	17.8%	20.00%	20%
净利润(百万元)	1938.51	2784	3619	4705
同比增长	32.16%	43.6%	30.00%	30.00%
摊薄每股收益(元)	2.22	3.19	4.15	5.40
PE	101	70	54	42

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。