

山西汾酒 (600809.SH) 增持 (首次评级)

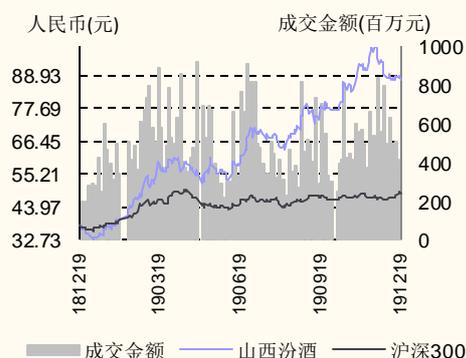
公司深度研究

市场价格 (人民币): 85.15 元

目标价格 (人民币): 111.38 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) | 758.23 |
| 年内股价最高最低(元) | 98.70/87.00 |
| 沪深 300 指数 | 4027 |
| 上证指数 | 3017 |



国改助力，清香崛起，汾酒复兴正当时

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.090 | 1.694 | 2.256 | 2.932 | 3.752 |
| 每股净资产(元) | 6.05 | 7.18 | 8.48 | 10.24 | 12.49 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.04 | 1.12 | 2.34 | 3.98 | 5.84 |
| 市盈率(倍) | 52.27 | 20.69 | 38.57 | 29.67 | 23.19 |
| 净利润增长率(%) | 56.02 | 55.36 | 34.03 | 29.97 | 27.96 |
| 净资产收益率(%) | 18.03 | 23.60 | 26.59 | 28.62 | 30.03 |
| 总股本(百万股) | 865.85 | 865.85 | 871.53 | 871.53 | 871.53 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **清香龙头，区域强势酒企，“汾老大”复兴进行时。**汾酒曾一度作为“汾老大”占据市场半壁江山，历经波折，现重回复兴之路。2019Q1-3 汾酒实现营业收入 91.27 亿元 (+25.72%)，归母净利润 16.96 亿元 (+33.36%)。凭借“汾老大”时期的深厚基础，内外部环境持续向好，汾酒有望加速全国化。在浓香白酒半壁天下的今天，汾酒作为清香型白酒龙头有天然的差异化竞争优势，市场份额上升潜力大。次高端不断扩容，作为区域强势酒企的汾酒凭借其较强的品牌力、完善的产品结构、强劲的渠道推动力脱颖而出。
- **品牌+渠道共同发力，价值回归正当时：1) 品牌：**作为老四大名酒之一，中国白酒第一股，汾酒凭借品牌、历史优势不断强化其作为高端民族品牌的形象和价值认知：“骨子里的中国”；一带一路全球文化交流活动让汾酒走向世界；19 年收回带“汾”字产品实现品牌瘦身。**2) 渠道：**19 年起以“13313”布局市场，省内市场快速增量、良性发展，省外聚焦重点市场；年初“三月六条”严控市场，保证经销商渠道利润及高质量可持续发展。
- **三个角度看汾酒未来发展空间：1) 国改关键措施持续落地，汾酒复兴强驱动。**18 年初公司引入华润战投，后续合作顺利，预计未来双方渠道的深度融合将强力助推汾酒实现全国性落地。此外公司从员工激励、治理体制改革层面为业绩持续增长保驾护航。**2) 主力单品放量，清香品类需求扩容。**近年来聚焦青花、玻汾，“抓两头带中间”的产品策略带动业绩增长。高端青花控量挺价，今年已提价两次，增长稳健；玻汾省外市场持续放量，终端铺市率达 80%。预计 2019 年玻汾营收增速达到 50%，老白汾营收增速放缓降低至 11% 左右。**3) 省内消费升级，省外扩容发展，汾酒迎来发展新机遇。**近年山西省经济增速明显，消费升级释放消费潜力。随着省外市场规模性拓展和渠道下沉力度加大，省外营收大幅增长，18 年省外营收增速首超省内，2019Q1-3 省外营收为 45.68 亿元，占比超 50%，省外需求扩容式增长。

投资建议

- 预计 2019-2021 年收入分别为 117.7 亿元/145.2 亿元/176.3 亿元，同比 +25.5%/23.3%/21.4%，归母净利分别 19.7 亿元/25.6 亿元/32.7 亿元，同比 +34.0%/30.0%/28.0%，对应 EPS 分别为 2.26 元/2.93 元/3.75 元，给予公司 2020 年 38 倍 PE，目标价为 111.38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 食品安全风险、宏观经济下行、批价上涨不达预期、行业竞争加剧

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

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---|----|
| 一、名酒始祖，清香龙头底蕴深厚..... | 4 |
| 1.1 历经波折，深度调整后回归增长 | 4 |
| 1.2 清香龙头，品牌品类优势显著..... | 4 |
| 二、区域强势酒企，次高端扩容迎来窗口期..... | 7 |
| 2.1 清香氛围浓厚，外来品牌难破局 | 7 |
| 2.2 次高端扩容竞争白热化，名优酒企优势明显..... | 8 |
| 三、汾酒：品牌+渠道共同发力，价值回归正当时..... | 10 |
| 3.1 品牌：强化“骨子里的中国”高端品牌形象，收回“汾”字牌加速瘦身 | 10 |
| 3.2 渠道：“13313”省外市场聚焦突破，“三月六条”确保高质量发展..... | 11 |
| 四、国改助力，清香崛起，汾老大复兴迎来新机遇..... | 13 |
| 4.1 革故鼎新，国改发力助推“清香天下”汾酒梦..... | 13 |
| 4.1.1 引进华润战投，渠道共享发展可期..... | 14 |
| 4.1.2 实施股权激励，保障未来业绩增长..... | 15 |
| 4.1.3 集团资产注入，力争集团整体上市..... | 16 |
| 4.2 高端青花控量挺价+低端玻汾持续放量，产品结构调整优化..... | 17 |
| 4.2.1 青花控量挺价，力促品牌价值回归..... | 17 |
| 4.2.2 玻汾持续放量，培育清香型消费者..... | 18 |
| 4.3 省内消费升级，省外市场扩容发展，汾酒迎来发展新机遇..... | 20 |
| 4.3.1 省内经济向好，消费升级需求不断释放..... | 20 |
| 4.3.2 省外拓展力度加大，渠道下沉有望实现扩容式发展..... | 21 |
| 4.4 同行对比，各项指标趋势良好..... | 22 |
| 五、投资建议 | 25 |
| 六、风险提示 | 27 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：山西汾酒上市以来经营情况分析..... | 4 |
| 图表 2：汾酒——清香型白酒的代表..... | 5 |
| 图表 3：我国白酒行业 A 股上市公司明细一览..... | 5 |
| 图表 4：19 家白酒企业 2019Q1-3 营业收入（亿元）..... | 6 |
| 图表 5：公司全产品矩阵，拥有“汾”、“竹叶青”和“杏花村”三大品牌..... | 7 |
| 图表 6：山西省主要本地白酒品牌..... | 8 |
| 图表 7：汾酒占据山西白酒市场半壁江山..... | 8 |
| 图表 8：茅台、五粮液、国窖 1573 批价上涨（元/瓶）..... | 9 |
| 图表 9：次高端白酒快速扩容..... | 9 |
| 图表 10：近三年次高端白酒季度收入增速情况..... | 10 |
| 图表 11：次高端白酒企业净利率显著增强..... | 10 |
| 图表 12：骨子里的中国·青花汾酒..... | 10 |

| | |
|---|----|
| 图表 13: 汾酒开展“让世界看到骨子里的中国”全球文化交流活动..... | 11 |
| 图表 14: “13313”市场布局, 省外市场聚焦突破..... | 12 |
| 图表 15: 国改加速推进, “三年任务两年完成”彰显“汾酒速度”..... | 13 |
| 图表 16: 国改进入第三年, 汾酒各项指标显著改善..... | 14 |
| 图表 17: 引入战略投资者央企华润, 推动战略协同, 实现优势互补..... | 15 |
| 图表 18: 股权激励计划业绩考核目标..... | 16 |
| 图表 19: 汾酒注入集团资产..... | 17 |
| 图表 20: 青花汾酒 2019 年 7 月 1 日提价明细..... | 18 |
| 图表 21: 玻汾 2019 年于河南地区连续调价两次 (以主力产品 53 度、42 度玻汾为例) | 18 |
| 图表 22: 在玻汾不控量策略下, 其营收大幅增长..... | 19 |
| 图表 23: 清香型白酒需求仍具有较大的上升空间..... | 19 |
| 图表 24: 近两年山西省 GDP 增速超过全国增速..... | 20 |
| 图表 25: 山西省居民收入增长步伐加快..... | 20 |
| 图表 26: 19 年上半年山西省食品烟酒价格涨幅领跑..... | 21 |
| 图表 27: 汾酒销售人员数量和占比持续增长..... | 21 |
| 图表 28: 汾酒省内外经销商数量增长迅速..... | 21 |
| 图表 29: 近五年汾酒省内外销售收入情况..... | 22 |
| 图表 30: 18 年省外增速远超省内..... | 22 |
| 图表 31: 2014 年汾酒省内外销售收入占比..... | 22 |
| 图表 32: 2019H1 汾酒省外销售收入首次超省内..... | 22 |
| 图表 33: 2018 年次高端酒企营收对比..... | 23 |
| 图表 34: 2018 年次高端酒企净利润对比..... | 23 |
| 图表 35: 2018 年次高端酒企营收增速对比..... | 24 |
| 图表 36: 2018 年次高端酒企净利润增速对比..... | 24 |
| 图表 37: 近三年次高端酒企 ROE 显著提升..... | 24 |
| 图表 38: 2014-2018 年次高端酒企销售费用率对比..... | 25 |
| 图表 39: 2018 年次高端酒企净利润对比 (亿元) | 25 |
| 图表 40: 2014-2018 年汾酒资产负债率处于行业较高水平..... | 25 |
| 图表 41: 2014-2018 年汾酒预收账款占比提升..... | 25 |
| 图表 42: 山西汾酒产品结构拆分..... | 26 |
| 图表 43: 山西汾酒盈利预测..... | 27 |
| 图表 44: 白酒行业公司预期..... | 27 |

一、名酒始祖，清香龙头底蕴深厚

汾酒有着 6000 年的悠久历史，是中国第一文化名酒，更是名酒之始祖，“最早国酒”，国之瑰宝。以清澈干净，优雅纯正，绵甜味长色香味俱全著称，为清香型白酒的典范。

1.1 历经波折，深度调整后回归增长

公司历史主要分为六个阶段：1) 上世纪 80 年代-1993 年：“汾老大” 占据白酒市场半壁江山；2) 1994-2001 年战略失误“名酒变民酒”，因无端假酒事件跌落神坛；3) 2002-2007 年内外部环境良好，汾酒重回快速增长期；4) 2008-2012 年调整改革后恢复增长；5) 2013-2014 年限制三公消费，汾酒随行业进入深度调整期；6) 2015 年至今大众消费崛起，国改稳步推进企业活力迸发。

图表 1：山西汾酒上市以来经营情况分析



来源：酒业家，国金证券研究所

1.2 清香龙头，品牌品类优势显著

- **清香型白酒代表，国家标准制定者。**白酒香型众多，目前主要有十二种香型，其中酱香型、浓香型和清香型是我国白酒市场上最主要的三大香型，形成“三香鼎立”的格局。三大代表香型交替扮演着市场的主角，随着三种香型的独特品质被广泛认可，三大香型的高端价值更加趋于平衡。汾酒是清香型白酒的代表，也是清香型白酒国家标准的制订者。清香型白酒酒气清香醇正，口味甘爽协调，酒味纯正绵软，其特点是清、爽、醇、净。

图表 2：汾酒——清香型白酒的代表

| 香型 | 代表性白酒 | 特点 |
|------|-----------------|-------------------------------|
| 酱香型 | 贵州茅台、四川“郎酒” | 酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久 |
| 浓香型 | 泸州老窖、五粮液、洋河、牛栏山 | 窖香浓郁、绵甜醇厚、香味协调、尾净爽口 |
| 清香型 | 山西汾酒、牛栏山 | 清香纯正、醇甜柔和、自然协调、余味净爽 |
| 米香型 | 桂林“三花酒” | 蜜香清雅、入口绵甜、落口爽净、回味怡畅 |
| 凤香型 | 陕西“西凤酒” | 醇香秀雅、甘润挺爽、诸味协调、尾净悠长 |
| 药香型 | 贵州“董酒” | 浓香带药香、香气典雅、酸味适中、香味协调、尾净味长 |
| 兼香型 | 安徽“口子窖” | 芳香、幽雅、舒适、细腻丰满、酱浓协调、余味爽净、悠长 |
| 特香型 | 江西樟树“四特酒” | 酒色清亮、酒香芬芳、酒味纯正、酒体柔和、诸味协调、香味悠长 |
| 豉香型 | 广东“玉冰烧酒” | 玉洁冰清、豉香独特、醇厚甘润、余味爽净 |
| 芝麻香型 | 山东“景芝白干” | 清澈透明、香气清冽、醇厚回甜、尾净余香 |
| 老白干型 | 河北“衡水老白干” | 醇香清雅，酒体谐调，醇厚挺拔，回味悠长 |
| 馥郁香型 | 湖南“酒鬼酒” | 芳香秀雅、绵柔甘冽、醇厚细腻、后味怡畅、香味馥郁、酒体净爽 |

来源：酒业家，国金证券研究所

- **清香龙头，具有差异化竞争优势。**目前白酒行业中，A股上市公司共计19家，但按照香型分类，属于清香型白酒的企业仅有3家；在三香价值平衡的趋势下，相比浓香型白酒市场，清香型白酒市场竞争较小，清香型的高端标杆产品有较大的价格上行空间。且清香型白酒与其他香型在口味上的显著不同也能带来一定的差异化竞争优势，已经培养出了一批消费者，占据一定的市场份额。

图表 3：我国白酒行业 A 股上市公司明细一览

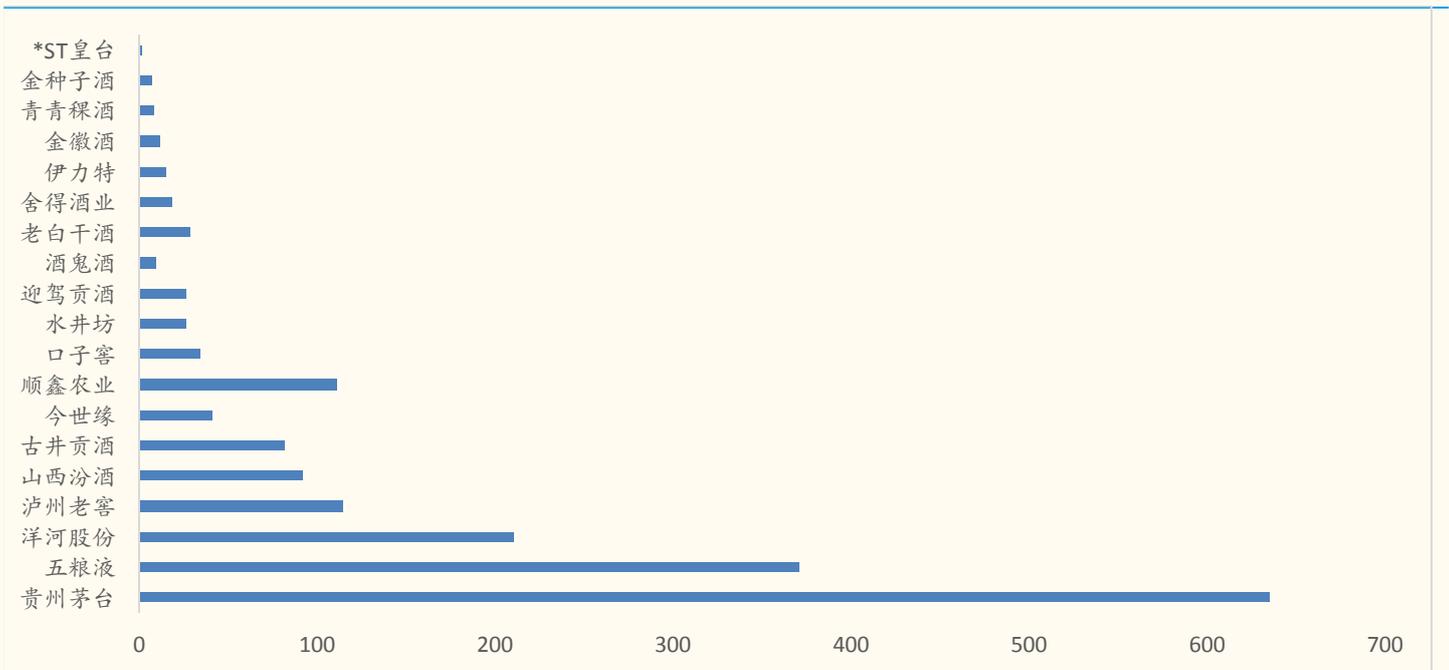
| 序号 | 股票代码 | 公司名称 | 按香型分类 | 2018 年 | | 地区 |
|----|--------|------|-------|---------|----------|----|
| | | | | 营收 (亿元) | 净利润 (亿元) | |
| 1 | 600519 | 贵州茅台 | 酱香型 | 771.99 | 378.30 | 贵州 |
| 2 | 000858 | 五粮液 | 浓香型 | 400.30 | 140.39 | 四川 |
| 3 | 002304 | 洋河股份 | 浓香型 | 241.60 | 81.15 | 江苏 |
| 4 | 000568 | 泸州老窖 | 浓香型 | 130.55 | 35.10 | 四川 |
| 5 | 000596 | 古井贡酒 | 浓香型 | 86.86 | 17.41 | 安徽 |
| 6 | 000860 | 顺鑫农业 | 清香/浓香 | 120.74 | 7.28 | 北京 |
| 7 | 600809 | 山西汾酒 | 清香型 | 93.82 | 15.60 | 山西 |
| 8 | 603589 | 口子窖 | 兼香型 | 42.69 | 15.33 | 安徽 |
| 9 | 603369 | 今世缘 | 浓香型 | 37.41 | 11.51 | 江苏 |
| 10 | 600779 | 水井坊 | 浓香型 | 28.19 | 5.79 | 四川 |
| 11 | 603198 | 迎驾贡酒 | 浓香型 | 34.89 | 7.79 | 安徽 |
| 12 | 600559 | 老白干酒 | 老白干香型 | 35.83 | 3.50 | 河北 |
| 13 | 600702 | 舍得酒业 | 浓香型 | 22.12 | 3.73 | 四川 |
| 14 | 600197 | 伊力特 | 浓香型 | 21.24 | 4.34 | 新疆 |
| 15 | 002646 | 青青稞酒 | 清香型 | 13.49 | 1.02 | 青海 |
| 16 | 000799 | 酒鬼酒 | 馥郁香型 | 11.87 | 2.23 | 湖南 |
| 17 | 603919 | 金徽酒 | 浓香型 | 14.62 | 2.59 | 甘肃 |
| 18 | 600199 | 金种子酒 | 浓香型 | 13.15 | 1.03 | 安徽 |

| | | | | | | |
|----|--------|--------|-----|------|-------|----|
| 19 | 000995 | *ST 皇台 | 浓香型 | 0.25 | -0.95 | 甘肃 |
|----|--------|--------|-----|------|-------|----|

来源: Wind, 国金证券研究所

- 全国化扩张，“行走”战术，营造浓厚清香氛围。**在这 3 家清香型白酒上市公司中，山西汾酒以 15.60 亿的净利润以及 678.66 亿的总市值当之无愧地居于清香型白酒龙头。但目前汾酒的市场占有率还相对较低，意味着市场空间较大，价格带也有发展空间。伴随着 2018-2019 年汾酒中高端产品的快速增长、全国市场的扩张，加上“行走”战术的运用，“行走的汾酒”文化大巡展始于 2018 年，先后达到济南、郑州、杭州、呼和浩特、上海、西安等六个城市，将传承千年的汾酒酿造技艺，真真切切展现在消费者面前，将博大精深的汾酒历史文化，原原本本传递到市场当中。媒体对活动报道 3000 余次，影响受众超过 7 亿人次，并在行业内引起巨大反响，成为酒业超级“IP”。在今年，“行走”的文化盛宴也在北京、天津、海口三站落下了帷幕。清香型白酒冲破消费者心中的旧有认知，清香品类赢得更加广阔的发展空间。此外，从长远来看，以汾酒为代表的清香型白酒是国际香型，具备香型优势，清香型白酒的发酵工艺是可以实现标准化的，这也意味着可被国际市场接受。今年汾酒与加拿大合作方签订协议，将在加拿大获得白酒标准，进一步推动国际标准的制定。

图表 4: 19 家白酒企业 2019Q1-3 营业收入 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 品牌品类优势明显。**公司拥有“汾”、“竹叶青”和“杏花村”三大知名品牌，品类齐全。其产品矩阵从高端到低端有着明确的分层定位，以汾酒、竹叶青酒等品牌为核心产品线。呈现出“价值逻辑统一、档次分层清晰、品牌相互支撑”的整体品牌形象。
- 坚持“四个最严”根本遵循，加强食品与质量安全管理。**公司始终将产品质量作为企业的生命，坚持质量第一、推动质量变革、增强质量优势，全面实现质量强企目标。进一步强化全员食品质量安全意识；进一步完善质量和食品安全管理体系；进一步提高质量检验检测能力和人员素质；进一步压实各单位、各部门食品质量安全责任；进一步开展危害性分析和风险预警；积极推动国家标准创新基地建设。同时，注重绿色生态文明建设，注重“从田间到餐桌”的全产业链管控。紧抓国企改革试点的历史机遇，

化压力为动力，通过动力、效率、质量三大变革，以改革促转型，重点突破、整体推进，产品质量稳步提升，食品质量安全得到有效保障，跑出了令人瞩目的“汾酒速度”。

图表 5：公司全产品矩阵，拥有“汾”、“竹叶青”和“杏花村”三大品牌

| 系列及定位 | 产品名称 | 产品规格 | 价格（元/瓶） | 产品图片 |
|------------------|---------|--------------|---------|---|
| 青花系列 (高端) | 青花 20 | 53 度 (500ml) | 472 |  |
| | 青花 30 | 53 度 (500ml) | 828 | |
| | 青花中国装 | 55 度 (500ml) | 1999 | |
| 巴拿马金奖系列 (中高端) | 金奖 10 | 53 度 (475ml) | 328 |  |
| | 金奖 20 | 53 度 (475ml) | 456 | |
| 老白汾系列 (中端) | 老白汾醇柔 | 42 度 (475ml) | 108 |  |
| | 老白汾 10 | 53 度 (475ml) | 178 | |
| | 老白汾 15 | 53 度 (475ml) | 229 | |
| 玻汾系列 (低端) | 黄盖玻汾 | 53 度 (475ml) | 46 |  |
| | 红盖玻汾 | 42 度 (475ml) | 48 | |
| | 乳玻汾 | 48 度 (475ml) | 79 | |
| 竹叶青系列 (配制酒) | 玻竹 | 45 度 (475ml) | 49 |  |
| | 坛竹 | 38 度 (475ml) | 85 | |
| | 竹叶青 10 | 38 度 (500ml) | 268 | |
| | 竹叶青 20 | 42 度 (500ml) | 468 | |
| 杏花村酒 | 光瓶杏花村 | 53 度 (475ml) | 39 |  |
| | 蓝瓶杏花村 | 53 度 (475ml) | 59 | |
| | 杏花村清 20 | 53 度 (850ml) | 384 | |

来源：京东旗舰店，国金证券研究所

二、区域强势酒企，次高端扩容迎来窗口期

2.1 清香氛围浓厚，外来品牌难破局

- 山西自古以来被誉为“华夏文明摇篮”之一，素有“中国古代文化博物馆”之称。在几千年的历史长河里，酒文化一直是其不可或缺的一部分。
- 本土白酒品牌众多。汾酒之外，在山西广阔的地级市和乡镇市场，活跃着许多非汾酒品牌：产于老牌国企太原市酒厂，凭借多年的品牌基础和较高的性价比，在超低端占据较多份额的“晋泉”高粱白；在小商超和小酒店较为活跃的“梨花春”；还有羊羔酒、潞酒、老传统、黎侯宴、吕梁山、晋

善晋美、贾家庄酒等品牌，在局部县级以及乡镇市场、酒厂所在地也占有不少的市场份额。

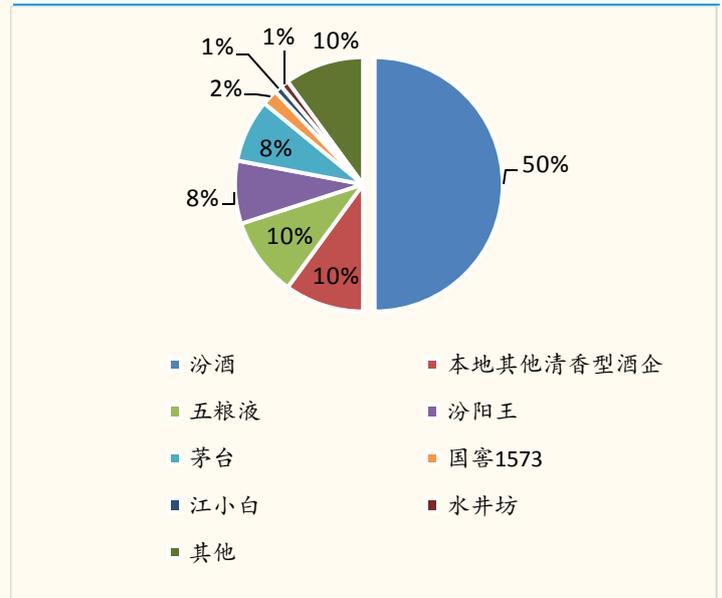
- **汾酒占据绝对龙头地位。**据糖酒快讯披露，目前山西百亿左右的市场份额当中，汾酒的市场销售额在 50 亿元左右，汾阳王在 8 亿元左右，本地其他清香酒企在 10 亿元左右，茅台大致在 8 亿元左右、五粮液凭借系列酒在晋北地区的长期深耕占有 10 亿元左右的市场份额，国窖 1573 有 2 亿元左右的销量，此外江小白近年来的销量也不错，水井坊的销量也有所回升，但二者各自大致只有 1 亿元左右的销售额。

图表 6：山西省主要本地白酒品牌



来源：糖酒快讯，国金证券研究所

图表 7：汾酒占据山西白酒市场半壁江山



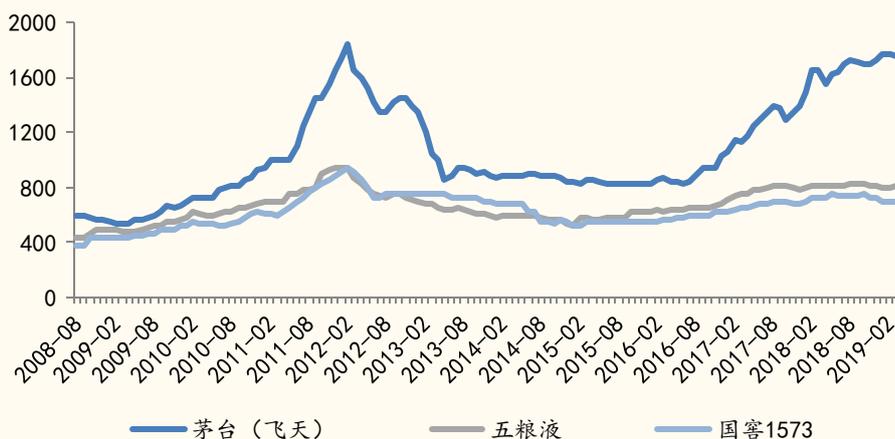
来源：糖酒快讯，山西省酒业协会，国金证券研究所

- **清香源地，本土品牌占据市场主导地位，外来品牌实力较弱。**在餐饮端，国 1573 和水井坊销量一般，老名酒茅五剑销量也增长不大。当地的宴请用酒方面消费者会更倾向于性价比较高的汾阳王或地方酒。商务用酒除汾酒系列产品外，五粮液、洋河、泸州老窖旗下产品也有一定市场。但随着近年来清香复兴潮的兴起，外来酒的份额有所减弱，此前曾被浓香型白酒一度看好的晋北市场份额都有所下滑。即使是在全国市场都保持着稳步上升趋势的茅台、五粮液等一线名酒，在山西酒业市场整体表现的也没有预想中景气。
- **整体消费水平有待提升，外来名优酒难以依靠高端产品打开汾酒“封锁线”。**虽然随着整体经济水平的不断提高，山西的餐饮端有消费升级的趋势，但对大众来说还是以清香型酒为主。在目前经济转折期整体消费水平没能提高的情况下，消费者对于好酒的需求受到抑制，外来名优酒想依靠高端产品突破汾酒“封锁线”打开市场相对较难。

2.2 次高端扩容竞争白热化，名优酒企优势明显

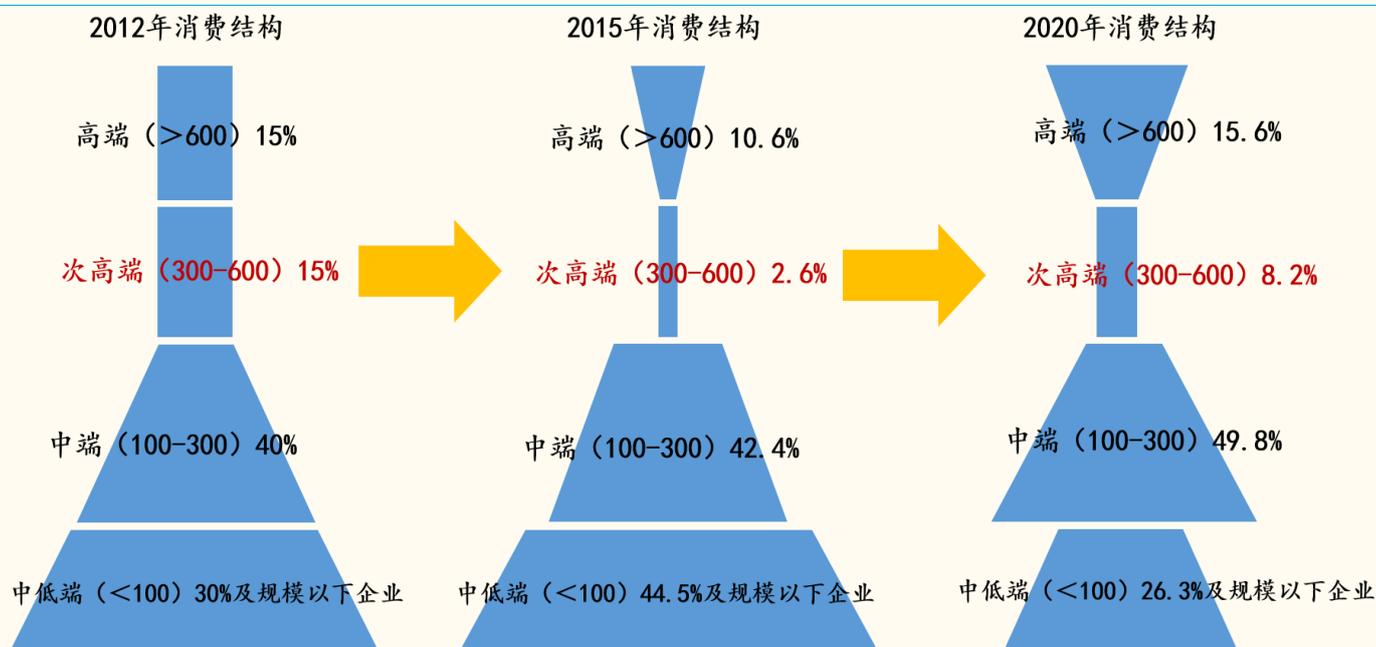
- **高端白酒价量齐升，促进次高端快速扩容。**次高端白酒所处的价格带（300-600 元）处于一线高端白酒（600 元以上）和大众普通消费价格带（100-300 元）之间，因此其未来发展与两个价格带的走势高度相关，尤其是高端白酒。随着高端白酒（茅台、五粮液、泸州老窖）的强劲动销，白酒行业的天花板不断被突破，白酒的万亿规模已经打开，高端白酒量价提升，为次高端提供了一定的上升空间，促进次高端白酒快速扩容。

图表 8：茅台、五粮液、国窖 1573 批价上涨（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

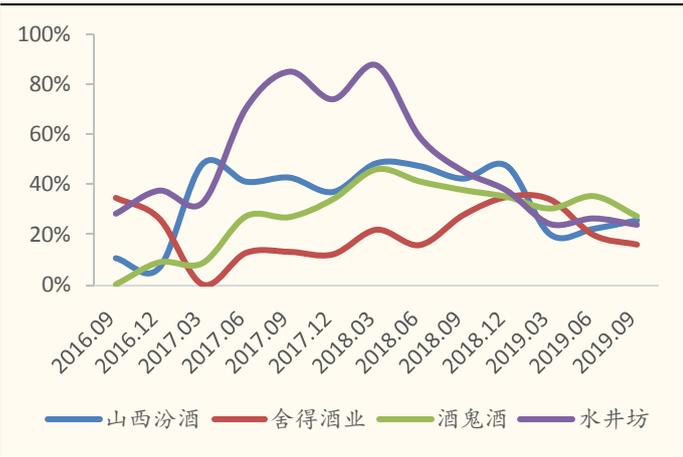
图表 9：次高端白酒快速扩容



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

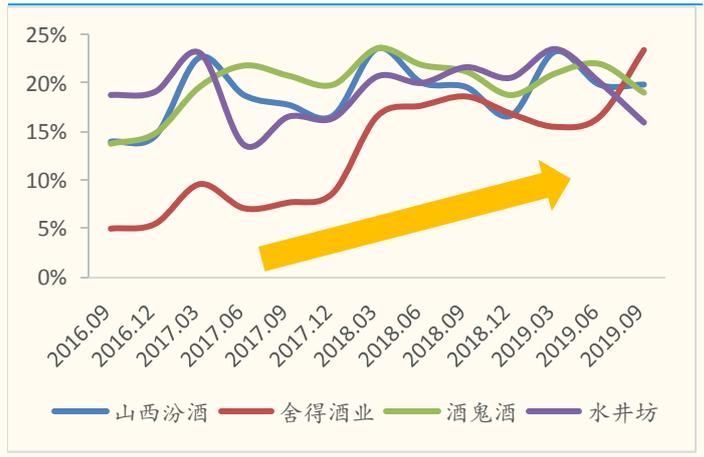
- 白酒行业结构调整，次高端增长最为明显。目前，次高端白酒公司营收的扩容速度达到 26%左右,近 3 年营收复合增速平均为 47.39%，净利润率在近三年显著提升，达到 20%左右。而中低端的容量增长速度在逐渐变缓甚至容量在逐渐减少，整个白酒行业升级明显。以次高端“四小龙”为例，近年来次高端白酒净利率显著提升，盈利能力增强明显；营收规模快速增长。

图表 10：近三年次高端白酒季度收入增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：次高端白酒企业净利率显著增强



来源：Wind，国金证券研究所

- 在品牌、产品、渠道上势优的名优酒企竞争优势明显。随着次高端扩容和全国化市场开拓，次高端白酒竞争进入白热化阶段，我们认为品牌力强、产品结构完善、渠道推动力强劲的名优酒企将会脱颖而出。品牌力是支撑白酒高溢价的重要因素，茅台能够达到 91.14% 的超高毛利率，少不了背后强品牌力的支撑；而完善的产品结构和强劲的渠道推动力则是企业快速适应市场需求变化，实现市场开拓的重要保证。

三、汾酒：品牌+渠道共同发力，价值回归正当时

3.1 品牌：强化“骨子里的中国”高端品牌形象，收回“汾”字牌加速瘦身

- 强化突出“骨子里的中国·青花汾酒”高端民族品牌形象。2017 年以来，汾酒的品牌打造从以我为主转变为消费者为中心，着力将汾酒的品牌价值向消费者传递。公司重点围绕“品质、文化、历史”核心优势，强化突出“骨子里的中国·青花汾酒”高端产品品牌形象，充分发挥了青花汾酒作为民族匠心品牌的高站位，强化了汾酒作为民族品牌的形象认知。“骨子里的中国”，承载了汾酒传承千年文化而生生不息的精神，体现了融汇中国文化精髓、匠心酝酿的中国味道。

图表 12：骨子里的中国·青花汾酒



来源：凤凰资讯，国金证券研究所

- **中国品质、中国气派与中国精神。**汾酒曾作为 70 年前共和国第一国宴的首款用酒，“骨子里的中国”具象为三个层面，分别是中国品质、中国气派与中国精神。这也正是近年来汾酒集团以青花汾酒为核心载体，向外界做出的“三个表达”：“中国品质”表达的是“远超国际食品安全标准”、“中国气派”表达的是“世界眼中的中国气派”、“中国精神”表达的是“中国人骨子里的精气神”。公司积极实施“走出去”传播战略，开展“汾酒全球行”系列活动。2017 年，汾酒旗下两大优秀品牌——青花汾酒、竹叶青酒成为第七届欧亚经济论坛唯一指定用酒，进行四位一体的整合数字营销，公关线、传播线、终端线和互动线同时发力；2018 年，汾酒在纽约、巴黎、莫斯科等全球重点城市，开展“让世界看到‘骨子里的中国’”一带一路全球文化交流活动，通过与世界各地消费者的直接交流，让汾酒品牌远播于世界各地，向世界展现了汾酒的风采。

图表 13：汾酒开展“让世界看到骨子里的中国”全球文化交流活动



来源：头条号，国金证券研究所

- **品牌瘦身：收回带“汾”字产品，汾牌从开发转向“定制+自营”模式。**2018 年全年汾酒实现销售收入 93.82 亿元，显然汾酒正处于突破百亿的关键节点上，若要谋求更高质量的发展，产品聚焦与品牌瘦身是必经之路。
- **清理非核心产品，实现产品线瘦身。**在 2018 年股东大会上，公司已明确表明将收回“汾牌”，由开发模式全面转换为定制模式及自营销售；除此之外，还将收回所有带有“汾”字的产品，尽快完成品牌梳理，实现品牌瘦身。2019 年初，汾酒集团品牌管理工作计划明确，8 月底前完成产品线瘦身，对非核心产品进行清理。预计汾酒集团整体上市后完成后，部分“开发酒”将彻底退出历史舞台。
- **品牌持续聚焦，价值回归正当时。**“汾”是汾酒品牌的价值核心，收回“汾”字头有利于实现品牌聚焦。此外，公司还围绕“一优三强”酒类品牌一体化运作新模式，成立营销改革办公室，让汾酒在发挥营销龙头的同时，加快与竹叶青酒、杏花村酒、汾牌系列酒资源共享、协同发展，不断加大品牌瘦身力度，规范产品包装。同时从以开发品牌为主、自营品牌为辅转换为“定制+自营”模式，为专业大客户定制，易于追责、避免乱象，自营易于管控市场、精耕细作，将实现品牌管理程度的归集和提高。相信在“营销对标雪花，管理对标洋河，品牌对标茅台”的目标下，汾酒将持续回归并释放其品牌价值。

3.2 渠道：“13313”省外市场聚焦突破，“三月六条”确保高质量发展

- **汾酒复兴亟需深化全国化布局。**公司要想实现规模化成长必须依靠全国化。虽然汾酒在山西市场拥有主导地位，在市场调整阶段依然有绝对的市场占有率和销量，山西省的经济增长、行业景气度持续和消费升级更是为省内的白酒需求增长带来了强劲动力，高端白酒价格上涨进一步促进次高端快

速扩容；但山西的消费水平总体仍低于我国东南部经济发达地区，人口总量也较为有限，因此省外市场的开拓和全国化布局对于汾酒的复兴而言尤为重要。汾酒在山西省内采用直分销模式，省外采用 N+1 模式，以经销商渠道及其发展的各类终端如酒店、商超等为主要渠道。全国市场销售人员数量 2018 年达到 1121 人，占员工总数 15% 左右，经销商规模 2019Q3 末达到 2432 家，终端数量 2018 年底达到 30 万家。其中，省外市场的销售人员、经销商、渠道终端自 2017 年以来持续大幅增长，经销商规模从 2016 年的 207 个增长到 2018 年的 1726 个，团购与终端零售同步发展。

- **“13313”市场布局，省外市场聚焦突破，向全国性品牌目标迈进。**2019 年公司确定了一个大本营市场（山西），三大重点板块（京津冀、豫鲁、陕蒙），三小市场板块（华东、两湖、东南），13 个机会型省外市场组成的市场格局，简称“13313”格局。通过市场分级筛选，按照市场特点分策打造、精耕细作，省内市场确保快速增量与良性发展，省外市场聚焦突破。加强渠道建设与消费者培育，因地制宜，聚焦资源，各区域按照公司的整体战略稳步推进，针对华东、东南、两湖三小板块市场，以重点地级市、重点区县为推进主体，结合基础设施建设终端拓展为策略打造汾酒营销重点城市群。

图表 14：“13313”市场布局，省外市场聚焦突破



来源：公司公告，国金证券研究所

- **“三月六条”严厉管控市场，确保实现高质量发展。**3月7日，汾酒销售公司营销管理部面向各省区、经销商及专卖店客户发布通知，严格管控市场违规行为。针对部分区域和经销商的违规行为，公司提出 6 条针对性措施，其中包括“三严禁”：严禁低于红线价格的低价倾销行为、严禁跨区域销售的窜货违规行为、严禁未经授权私自向电商平台供货。除此之外，文件还首次提出“2019 年一季度末任务进度不得超过公司规定上限”的要求，“限速”整顿确保公司实现高质量、高速度发展。
- **保障渠道利润，维护市场秩序。**本次三月整顿市场一方面可以通过打击低价倾销，以及主销市场的“停货”，协助经销商消化库存和保障利润，同时提升汾酒品牌表现；另一方面可以通过处罚和管控，打击经销商窜货行为，从而更好地维护市场秩序。

- **确保高质量发展，打造“新汾酒速度”。**2017年，公司实现收入60.37亿元，同增37.1%。2018年，汾酒实现酒类销售110.64亿元，同比增长35.69%，实现酒类利润23.45亿元，同比增长59.72%。2019年前三季度实现营收91.26亿元，同比增长25.27%，实现归母净利润16.96亿元，同比增长33.36%，预计2019年全年实现营收117多亿，同比增长25.5%。“汾酒速度”有目共睹。而此次整顿其实并非“限速”，而是在“全速前进”同时谋求“全面转型”，打造“新汾酒速度”。公司将“高质量”的重要性放在“高速度”之前，在发展的过程中不断调整，目的是让市场高速增长更具有持续性。

四、国改助力，清香崛起，汾老大复兴迎来新机遇

4.1 革故鼎新，国改发力助推“清香天下”汾酒梦

- **“汾老大”复兴之路，“清香天下”的汾酒梦。**2019年既是汾酒落实‘4421’三年攻坚目标及‘十三五’发展规划的决胜之年，更是抢抓行业发展机遇、谋求更大发展的重要改革时点。按照汾酒集团党委书记、董事长李秋喜的部署，汾酒将在2020年实现“4421”目标，同时要在中长期实现“汾老大”复兴和“清香天下”的“汾酒梦”。
- **“4421”为李秋喜于2017年股东大会主题演讲上提出的2020年发展目标，**其中第一个“4”指的是经济指标实现“四个翻番”（以2017年为基数，要实现酒类收入翻番、酒类利润翻番、原酒产能翻番、上市公司市值翻番）；第二个“4”是指建成“四个一流基地”；“2”是指市场布局的“两个优化”。“1”是指到2020年，汾酒集团企业综合竞争力要进入白酒行业第一方阵。

图表 15：国改加速推进，“三年任务两年完成”彰显“汾酒速度”

| | |
|-------------|---|
| 2017年2月23日 | 汾酒集团和山西国资委签订三年《经营目标责任书》，拉来山西国企改革序幕。 |
| 2017年2月28日 | 汾酒集团召开动员大会，明确“唱好三首歌，下好五步棋”的改革共识。 |
| 2017年Q4 | 汾酒集团正式提出“三步并作两步走、三年任务两年完”的新奋斗目标。 |
| 2018年2月3日 | 汾酒集团正式与华润创业签署战略合作协议，开启汾酒与华润携手并肩、共谋汾酒发展的新纪元。 |
| 2018年3月8日 | 人大代表、汾酒集团党委书记、董事长李秋喜在山西代表团讨论上作题为《加强党建，深化改革，促进国有企业转型发展》重点发言，规划将在三项制度改革、选聘职业经理人、市场化选聘人才等方面突破改革。 |
| 2018年8月17日 | 汾酒集团入选国务院国有企业改革领导小组公布国企改革“双百行动”企业名单。 |
| 2018年12月26日 | 李秋喜在2018年汾酒全球经销商大会上宣布集团公司已经完成责任书考核目标。 |

来源：酒说，国金证券研究所

- **国改进入第三年，汾酒各项指标显著改善。**相比于15、16年，可以看到从17年开始汾酒各项指标改善显著，盈利能力与营运能力都得到大幅提升：营收、净利润增长迅速；净利率和资产报酬率显著提升；销售期间费用率也显著下降，说明费用投放后产出率有所提高；各项资产周转率显著提升，营运效率显著提高。

图表 16：国改进入第三年，汾酒各项指标显著改善

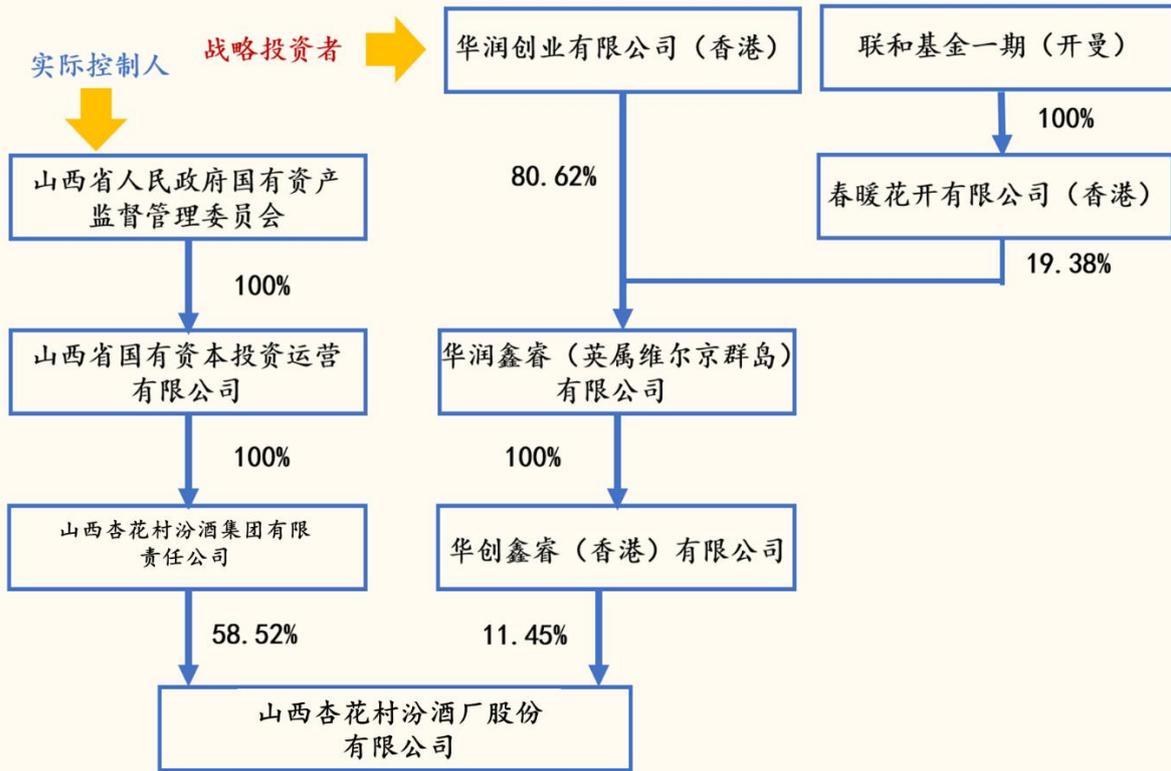
| 指标类型 | 财务指标 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | 营业收入 (亿元) | 41.29 | 44.05 | 60.37 | 93.82 |
| | 营收增速 | 5.43% | 6.69% | 37.06% | 47.48% |
| | 净利润 (亿元) | 5.42 | 6.42 | 10.04 | 15.60 |
| | 净利润增速 | 51.40% | 18.41% | 56.52% | 55.34% |
| | ROE (加权) | 12.52% | 13.24% | 19.04% | 23.55% |
| | ROA | 8.67% | 9.09% | 12.28% | 15.02% |
| | 销售净利率 | 13.12% | 14.56% | 16.63% | 16.63% |
| | 销售期间费用率 | 32.03% | 27.24% | 26.69% | 23.88% |
| | 管理费用率 | 10.17% | 10.04% | 9.04% | 6.83% |
| | EPS (元/股) | 0.60 | 0.70 | 1.09 | 1.69 |
| 营运能力 | 营业周期 | 510.38 | 503.52 | 419.15 | 310.22 |
| | 存货周转率 | 0.71 | 0.72 | 0.86 | 1.16 |
| | 流动资产周转率 | 1.02 | 0.97 | 1.09 | 1.23 |
| | 固定资产周转率 | 3.60 | 2.73 | 3.59 | 5.77 |
| | 总资产周转率 | 0.66 | 0.62 | 0.74 | 0.90 |
| | 营运资本周转率 | 2.06 | 2.06 | 2.48 | 2.95 |
| | 非流动资产周转率 | 1.87 | 1.74 | 2.27 | 3.41 |

来源：Wind，国金证券研究所

4.1.1 引进华润战投，渠道共享发展可期

- 2018 年初公司混改取得关键性突破，引入战略投资者华润。华润成为山西汾酒第二大股东，双方签订战略合作协议，共同成立管理提升组和营销协同组。公司选派骨干员工赴华润大学进行交流学习，借鉴华润在消费领域的经营经验，构建汾酒与华润融通发展的酒类产业新生态，同时在产品推广、渠道和品牌运作等方面加强交流合作。

图表 17: 引入战略投资者央企华润, 推动战略协同, 实现优势互补



来源: 公司公告企查查, 国金证券研究所

- **与华润万家终端择点合作, 渠道深度融合助力汾酒全国化。**公司选取了华润 5% 的终端进行合作, 同样价值巨大。同时, 与雪花啤酒的合作已经从辽宁和北京开始, 雪花大区经理和汾酒销售经理进行了点对点交流, 玻汾产品将进入雪花啤酒渠道进行销售; 除此之外, 公司同时也在介入怡宝矿泉水等渠道。随着 6 月与华润高管团队深入对接的进行, 未来协同效果将更加明显。后续我们认为和华润的深入合作仍有想象空间, 华润在快消品中的经验和较强的渠道资源将为公司全国化拓展提供帮助, 同时公司中低端产品与啤酒有很多渠道共享机会, 未来互动发展可期。新的销售团队以市场为导向, 通过“以产品升级为核心的价格重构路径”、“以潜力市场为核心的走出去路径”、“以模式创新为核心的机制改革路径”加快汾酒的全国化发展步伐; 同时逐步构建“晋升激励体系”、“产供销一体化体系”、“财务结算体系”、“资源配置体系”、“费用管控体系”、“监督管理体系”六大保障体系, 为汾酒的快速发展提供强有力的机制和体制支撑。

4.1.2 实施股权激励, 保障未来业绩增长

- 2019 年 3 月 26 日, 公司限制性股票激励计划落地实施。股权激励权益授予数量为 568 万股, 行权价格为 19.28 元/股。授予限制性股票涉及的激励对象共计 395 人, 包括公司高级管理人员 8 人; 关键岗位中层管理人员、核心技术、业务等骨干人员 387 人, 进一步激发了核心员工长期干事创业的积极性、创造性。

图表 18: 股权激励计划业绩考核目标

| 可行权时间 | 解除限售比例 | 业绩考核目标 |
|-------------------------------------|--------|---|
| 第一个解除限售期 (2021/05/08-2022/05/08) | 40% | 1、2019 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平 2、2019 年营收增长率不低于 90% ，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平以（2017 年业绩为基数） 3、2019 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90% |
| 第二个解除限售期 (2022/05/08-2023/05/08) | 30% | 1、2020 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平 2、2020 年营收增长率不低于 120% ，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平以（2017 年业绩为基数） 3、2020 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90% |
| 第三个解除限售期 (2023/05/08-2024/05/08) | 30% | 1、2021 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平 2、2021 年营收增长率不低于 150% ，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平以（2017 年业绩为基数） 3、2021 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90% |

来源：酒业家，国金证券研究所

4.1.3 集团资产注入，力争集团整体上市

- 集团资产注入，减少关联交易，改善公司治理体制。**公司目前已经完成集团酒类及相关业务收购，从而实现资源整合，提升公司综合竞争力和盈利水平。2018 年 11 月公司以 9282.75 万元收购汾酒集团子公司杏花村国贸的部分资产；2018 年 12 月公司以 1.22 亿元收购汾酒集团子公司酒业发展区销售公司 51% 股权；2019 年 3 月公司分别以 9945.04 万元和 891.03 万元收购义泉涌公司和汾酒集团部分资产；2019 年 6 月公司以 2575.70 万元收购宝泉涌公司 51% 股权。一系列收购行动将有助于通过资源整合、聚焦主业，增加公司的酒曲产量、提升白酒产能，推进酒业一体化进程。2019 年 6 月 7 日公司发布《山西杏花村汾酒厂股份有限公司关于 2019 年度日常关联交易计划的公告》，公司根据生产经营计划情况公开承诺 2019 年日常关联交易总金额控制在 22 亿元以下，2020 年控制在 20 亿元以下。2019 年上半年公司成立关联交易管理小组，完善关联交易管控机制，强化关联交易管控机制的执行，数次组织召开由公司管理层、关联单位及各分子公司负责人、财务总监参加的关联交易专题会议，进一步加强公司管理。近三年来公司关联交易规模逐年增加的情况将得以改善，将促进公司生产和销售体系的整合优化，助力汾酒品牌进一步做大做强，公司持续、稳定、健康发展。2019 年 11 月 26 日公司发布《关于收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂 100% 股权暨关联交易的公告》，公司拟支付 19,725.12 万元收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂 100% 股权，此交易于 2019 年 11 月 25 日在山西省汾阳市签署了交易协议，将进一步提升公司市场竞争力和盈利能力，提高白酒产能，同时进一步减少同业竞争和关联交易，推动集团整体上市的战略目标的实现。

图表 19：汾酒注入集团资产

| 收购时间 | 交易对象 | 收购价格 | 收购标的资产 |
|------------|-------------------------|--------------|--|
| 2018.11.29 | 杏花村国贸 | 9282.75 万元 | 山西龙城国茂汾酒销售公司、大同长风汾酒销售公司、大连杏花村酒业公司、朔州国茂汾酒销售公司、三晋杏花村汾酒专卖店公司、山西长风国茂汾酒销售公司 100% 股权以及本部少量资产 |
| 2018.12.13 | 酒业发展区股份公司 | 12232.10 万元 | 酒业发展区销售公司 51% 股权 |
| 2019.03.05 | 汾酒集团 | 891.03 万元 | 房屋建筑物、构筑物及机器设备 |
| 2019.03.05 | 义泉涌公司 | 9282.75 万元 | 金安商贸公司 80% 股权 汾玉商贸公司 31% 股权部分资产 |
| 2019.06.19 | 宝泉涌公司 | 2575.70 万元 | 宝泉涌公司 51% 股权 |
| 2019.11.25 | 山西杏花村汾酒集团有 限责任公司汾青酒厂 | 19,725.12 万元 | 山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂 100% 股权 |

来源：酒业家，国金证券研究所

4.2 高端青花控量挺价+低端玻汾持续放量，产品结构调整优化

- **聚焦核心产品线，产品结构不断调整优化。**近年来汾酒的产品策略一直是聚焦。2017 年，汾酒对产品价格进行了全面梳理，使得汾酒最终拥有了最合理的产品结构：两头重的纺锤形，主要包括青花汾酒、巴拿马系列、老白汾酒、商务汾酒以及玻汾五条线。其中青花汾酒被汾酒列在产品线首位，采取高举高打策略，深度开展核心终端掌控建设，重点围绕“品质、文化、历史”核心优势，强化突出“骨子里的中国·青花汾酒”高端产品品牌形象；而玻汾则稳扎稳打，占据低端价位段，成为光瓶酒的榜样产品，谋划全国化市场的快速布局，终端数量加速扩张，努力提升市场占有率；中间的两个品系则实现汇量增长，继续完善产品运作思路，加快市场基础建设，大力推进区域范围内的招商布局、渠道拓展和产品推广。
- **“抓两头带中间”产品策略成效显著。**自 2017 年以来公司始终以“抓两头带中间”的思维优化产品布局，通过聚焦资源来加快四大战略产品的推进速度，目前已经卓有成效。2019 年 H1 公司实现营收 63.77 亿元，同比增长 22.30%；其中汾酒板块实现营收 56.34 亿元，占总营收的 88.35%。分产品来看：受节后消化库存影响，青花增速有所下移，但仍超 20%，且从渠道来看 5-6 月份已经重拾高增长；玻汾收入将近 20 亿元，省外市场放量增长，部分市场增速超过 50%，主要受益于省外网店的成熟，以及玻汾加大宣传力度，终端铺市率达到 80%。

4.2.1 青花控量挺价，力促品牌价值回归

- **青花系列：核心高端产品，汾酒复兴主力。**青花和玻汾是汾酒的两大主力产品，从 2018 年起，青花汾酒开始被作为汾酒的战略大单品打造，青花系列作为汾酒的核心高端产品更是实现汾酒复兴的主要推动力，担负实现汾酒品牌价值、营收业绩的双重任务，未来有望成为全国性大单品。
- **青花提价“两步走”，力促品牌价值回归。**在连续两年高速增长后，青花今年侧重发展质量，以控量挺价为主，渠道反馈目前增速保持在两位数以上，表现仍然稳健。今年 5 月和 7 月，青花分别两次提价，调整步调清晰：
 - 一是自 5 月 17 日起，48°、53° 青花汾酒 30（含升级版）统一上调开票价、终端供货价以及终端建议零售价。上调之后，48°、53° 青花汾酒 30（含升级版）终端建议零售价为 738 元/瓶。
 - 二是自 7 月 1 日起，上述产品开票价、终端供货价、建议零售价再提升，其中：48° 青花汾酒 30（含升级版）开票价上调 20 元/瓶，终端供货价上调 10 元/瓶，终端建议零售价格每瓶上涨 30 元至 768 元/瓶；53° 青花汾酒 30（含升级版）开票价上调 30 元/瓶，终端供货价上调 30 元/瓶，终端建议零售价每瓶上涨 50 元至 788 元/瓶。

图表 20: 青花汾酒 2019 年 7 月 1 日提价明细

| 产品名称 | 开票价 | 上调幅度 | | 涨后终端建议零售价 |
|-----------------------|--------|--------|---------|-----------|
| | | 终端供货价 | 终端建议零售价 | |
| 48° 青花汾酒 30 (含升级版) | 20 元/瓶 | 10 元/瓶 | 30 元/瓶 | 768 元/瓶 |
| 53° 青花汾酒 30 (含升级版) | 30 元/瓶 | 30 元/瓶 | 50 元/瓶 | 788 元/瓶 |

来源: 云酒头条, 国金证券研究所

- **销售配额制管理, 强化市场运作主导权。**18 年公司逐步对全国市场进行全系列产品销售配额制管理, 重点管控青花、玻汾系列产品, 建立了以区域市场和经销商档案管理、分级管理为依据的配额制, 制定了全年、季度间、各级经销商的配额管控与协调, 从而不断强化公司在青花、玻汾系列的价格及市场运作等方面的主导权和话语权。

4.2.2 玻汾持续放量, 培育清香型消费者

- **玻汾省外市场持续放量, 动销强劲, 渠道利润丰厚。**2019H1 玻汾收入将近 20 亿元, 省外市场放量增长, 部分市场增速超过 50%。这主要受益于省外网店的成熟, 以及玻汾不断加大的宣传力度, 终端铺市率达到 80%, “店里有玻汾”使得消费者点击率和忠诚度显著提升, 最终实现销量的增长。低端酒市场玻汾的整体渠道利润空间接近 50%, 保证了动销的积极性, 渠道终端推进速度快于其他品类, 核心终端采用“大陈列”方式, 渠道运作能力强, 未来有望成为光瓶酒全国性单品。
- **于河南地区连涨两次, 占位终端 50-60 价格带。**山西杏花村汾酒销售有限公司在近日下发的《关于调整玻汾系列产品价格体系的通知》的主要内容显示: 9 月 1 日和 11 月 1 日, 分两次对河南省区的 53° 玻汾 (475mL*12 瓶)、42° 玻瓶汾酒 (475mL*12 瓶) 等不同规格、不同度数、不同包装的 9 款产品进行价格调整。此次价格调整囊括了整个渠道环节, 包括开票价、供货酒店指导价、烟酒店建议成交价和终端标牌价的调整。值得注意的是, 今年 1 月, 玻汾已经对 53° 玻汾 (475mL*12 瓶) 的价格进行了上调, 这已经是今年第二次价格调整。

图表 21: 玻汾 2019 年于河南地区连续调价两次 (以主力产品 53 度、42 度玻汾为例)

| 上调时间 | 产品名称及规格 | 供货酒店指导价 | 烟酒店建议成交价 | 终端标牌价 |
|------------|-------------------------|---------|----------|-------|
| 2019 年 1 月 | 汾酒 (53 度玻瓶) 475mL*12 | 40 元 | 45 元 | 58 元 |
| 2019 年 9 月 | 汾酒 (53 度玻瓶) 475mL*12 | 41 元 | 48 元 | 60 元 |
| 2019 年 9 月 | 汾酒 (42 度玻瓶) 475mL*12 | 37 元 | 44 元 | 50 元 |

来源: 国金证券研究所

- 从调整后的终端标牌价可以看出, 玻汾的终端价目标为占位 50-60 元价格带。此次调价体现出河南市场对于玻汾需求旺盛, 同时也彰显了公司对于玻汾的信心。玻汾作为汾酒全产品系的门槛, 提高价位输出将对品牌形象和清香回归起到积极作用。公司在河南市场深耕已久: 目前郑州、焦作、安阳都已被打造为亿级市场, 成为汾酒在河南高速增长的基础; 除了优势市场全面开花, 商丘、平顶山、周口等市场同比增长都超过 100%, 成为汾酒在河南持续增长的高潜力基地。
- **低端白酒市场行业整合空间大, 玻汾优势明显。**低端白酒市场的需求刚性存在, 虽然价低, 但消费者对品牌本身的要求在提升, 未来行业整合的空

间仍然较大，而玻汾则凭借自身较高的性价比和品牌效应在这一细分价格带具有绝对优势。

- **优势一：不控量策略。**作为多年品质光瓶的代表，在其他次高端白酒收缩低价酒投放时，玻汾不控量的策略，使其终端铺市率达到 80%，确保店店有玻汾，进一步帮助其占领 50-60 元价位带。

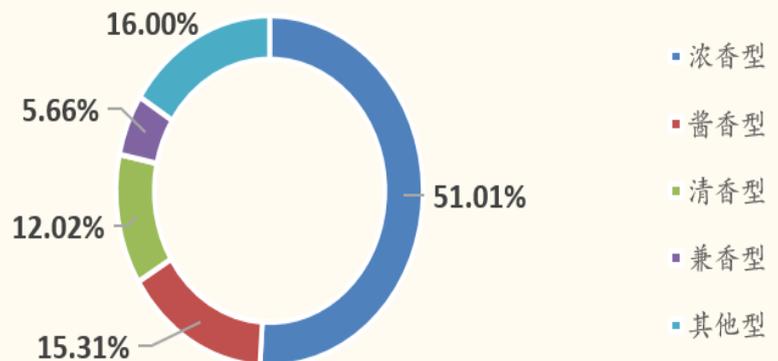
图表 22：在玻汾不控量策略下，其营收大幅增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- **优势二：品牌效应。**汾酒自身的品牌效应也能够给玻汾的销售带来增益：随着青花汾酒不断深耕渠道，控量挺价逐步站稳次高端，其所形成的品牌效应能够同时带动低端市场玻汾的销售。
- **低端价格带全国化大单品，肩负培育清香型消费者使命。**浓香、酱香、清香一直是我国白酒市场最主要的三大香型，其中浓香型白酒更是受到消费者的喜爱，占据了我国白酒市场的半壁江山。而清香型白酒虽然已经培养出了一批忠实的清香消费者，占据着一定的市场份额，但其市场规模仍有较大的上升空间。我们预计玻汾能够像火种一样，在成为全国化大单品的过程中，不断培育更多的清香型消费者，让清香品类走进千家万户。

图表 23：清香型白酒需求仍具有较大的上升空间



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **差异化竞争优势，发展潜力较大。**清香型白酒清香纯正、醇甜柔和、自然协调、余味爽净，在口味上与其他香型的白酒有着较为显著的差异，具有差异化竞争优势。随着人们对于饮食健康关注度的不断提升，具有一定保健功效的清香型白酒预计在未来有较大的发展潜力。
- **固化清香型领导者地位，利用玻汾推动清香品类进入千家万户。**汾酒作为公认的清香型白酒龙头，在清香型白酒行业里具有领先的生产技术和制造能力，率先提出并执行与国际标准接轨的食品内控标准，率先实现从田间到餐桌的全过程可追溯，拥有 48 万亩绿色原粮基地、“传帮带”酿酒生产团队、国家技术中心、山西酒类产品质量检测中心以及国家级品酒师、酿酒大师、大师工作室。无论从历史、品牌、品质，还是消费者基础来看，都在这一细分领域占有绝对优势。随着玻汾持续在省外放量，相信其成为全国化大单品将指日可待。到那时，玻汾在全国范围内培育更多的清香型消费者，从而成为汾酒全国化的一把利刃。

4.3 省内消费升级，省外市场扩容发展，汾酒迎来发展新机遇

4.3.1 省内经济向好，消费升级需求不断释放

- **近两年经济增速有所提升，居民收入增长步伐加快，购买力提升带来白酒需求增长潜力。**消费是经济增长的重要动力。随着高端白酒回归大众消费，消费结构变化将是影响白酒行业发展的主要因素之一。“十三五”期间山西消费结构升级趋势明显，经济的快速发展带来人均收入的提高，使得消费者的购买能力得到进一步的增强，这有助于提升白酒的总体消费，也为次高端白酒需求增长带来动力。
- **山西省经济赶超趋势明显。**2016 年及其之前山西省经济相对落后于全国经济发展状况，但近两年反超趋势明显。17、18 年已经连续两年 GDP 增速超过全国，且 19 年上半年全省地区生产总值 8357.65 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.2%，超过全国 0.9 个百分点。
- **居民收入增长步伐加快，农村居民收入增长快于城镇。**近两年省内居民收入增速回升趋势显著，尤其农村居民人均可支配收入增速较快。2019H1 全省城镇居民人均可支配收入 15712 元，增长 7.0%，较上年全年加快 0.5 个百分点；农村居民人均可支配收入 5624 元，增长 9.7%，加快 0.8 个百分点；农村快于城镇 2.7 个百分点。

图表 24：近两年山西省 GDP 增速超过全国增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 25：山西省居民收入增长步伐加快



来源：Wind，国金证券研究所

- **省内消费增速小幅加快。**2019H1 全省社会消费品零售总额增长 8.3%，超过上年全年 0.1 个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额增长 8.2%；乡村消费品零售额增长 8.6%。按消费形态分，商品零售额增长 8.2%；餐饮收入额增长 9.1%。
- **居民消费潜力不断释放，消费升级带来新的发展机遇。**在全省限额以上消费中，升级类产品消费快速增长，家用电器和音像器材类、通讯器材类和中西药品类分别增长 21.3%、14.3%和 13.4%。
- **2019H1 食品烟酒涨幅领跑居民消费价格。**2019 年上半年山西省居民消费价格上涨 2.4%。分类别看，食品烟酒价格上涨 4.1%，衣着上涨 1.8%，居住上涨 2.3%，生活用品及服务上涨 0.2%，交通和通信下降 0.6%，教育文化和娱乐上涨 3.0%，医疗保健上涨 2.2%，其他用品和服务上涨 1.9%。食品烟酒价格涨幅领跑明显。

图表 26：19 年上半年山西省食品烟酒价格涨幅领跑



来源：山西省统计局，国金证券研究所

4.3.2 省外拓展力度加大，渠道下沉有望实现扩容式发展

- **省外市场规模性拓展和终端拓展力度不断加大。**公司 2019H1 销售费用率 21.6%，同增 3.3pcts。其中广告费用同增 38.3%，市场拓展费用同增 188.9%。公司上半年大力进行省外规模性拓展，增加基础市场前置性投入和终端拓展投入，力求达成终端铺市率达 80%的目标，从而深化全国化布局。预计未来随着全国化的不断深入，拓展力度与费用投放仍会不断加大。

图表 27：汾酒销售人员数量和占比持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

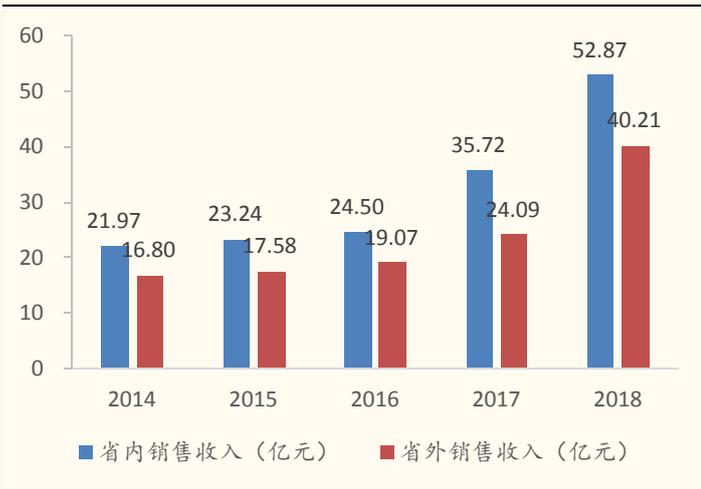
图表 28：汾酒省内外经销商数量增长迅速



来源：Wind，国金证券研究所

- **渠道下沉，终端大幅增长拉动省外营收。**从渠道层面看，汾酒的终端数量已经扩张至 46.8 万家，年内将突破 55 万家，这意味着越来越多的渠道商加入“汾酒舰队”。公司近年来销售人员、经销商、渠道终端等均实现大幅增长，持续发力省外市场，自 2018 年以来成效已经有所显现：18 年省外销售收入增速远超省内，省外份额开始加速增长；2019H1 省外销售收入首次超过省内，占总营收的 50.14%。目前汾酒省外增长超过 50% 以上的市场已经达到 22 个，部分市场甚至超过 100% 增长，省外市场有望实现扩容式增长。

图表 29：近五年汾酒省内外销售收入情况



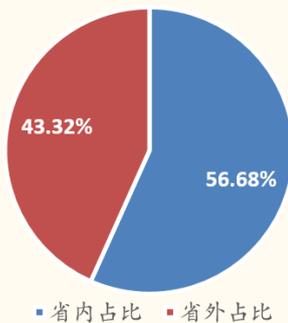
来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：18 年省外增速远超省内



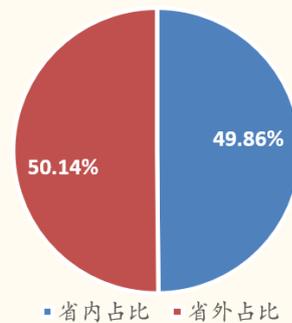
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：2014 年汾酒省内外销售收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：2019H1 汾酒省外销售收入首次超省内

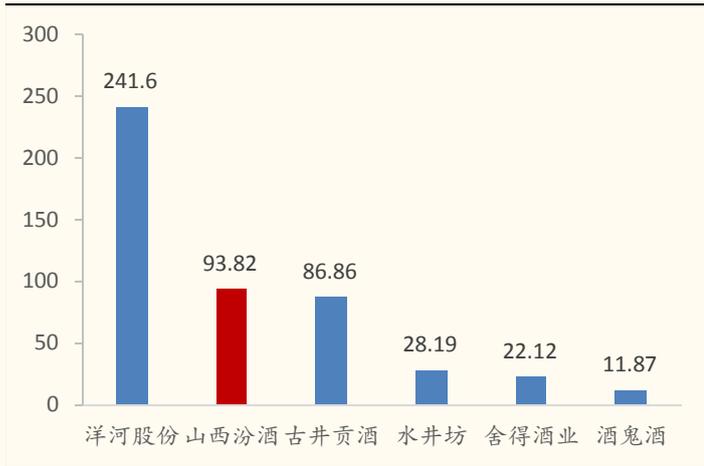


来源：公司公告，国金证券研究所

4.4 同行对比，各项指标趋势良好

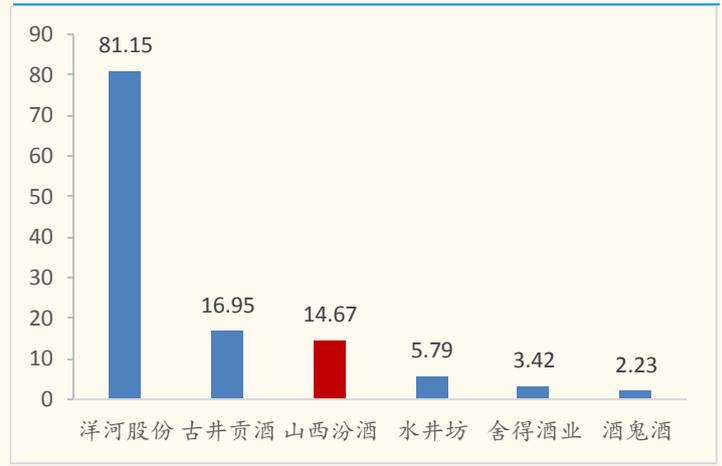
13、14 年行业深度调整期过后，公司业绩便始终保持较快的增长态势。2018 年，公司收入规模达到 93.82 亿，正位于突破百亿之际，成功超越古井贡酒，排名第 6，仅次于贵州茅台、五粮液、洋河股份、顺鑫农业和泸州老窖。由于公司核心产品青花汾酒定位于次高端，且目前次高端正处于扩容式发展的窗口期，在这一价位的竞争将在很大程度上决定公司的未来发展，因此我们主要选取 5 家典型的次高端名优酒企（洋河股份、古井贡酒、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒）进行对比分析。

图表 33：2018 年次高端酒企营收对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：2018 年次高端酒企净利润对比



来源：Wind，国金证券研究所

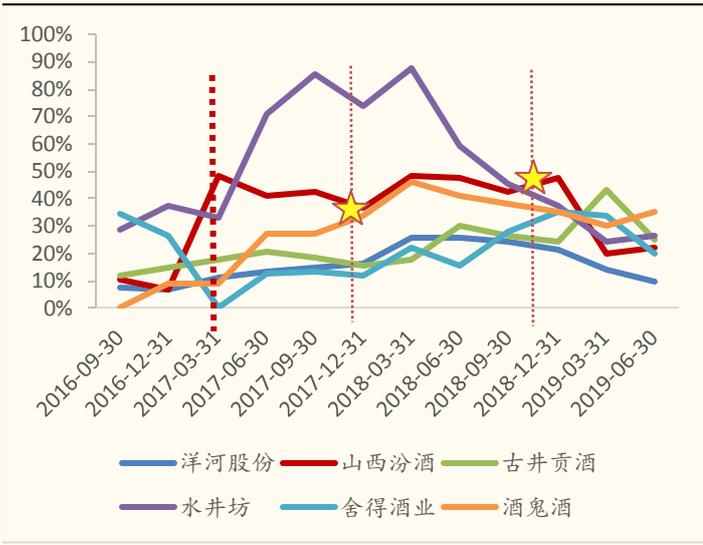
- 公司盈利能力从 17 年国改开始进入快速上升期，营收、净利润快速增长，但 19 年增速有所放缓，意在追求高质量发展。2018 年汾酒实现营业收入 93.82 亿，同比增长 47.48%，居 6 家次高端酒企之首：洋河股份 (+21.30%)，古井贡酒 (+24.65%)，舍得酒业 (+35.02%)，水井坊 (+37.62%)，酒鬼酒 (+35.13%)。我们认为，17、18 年汾酒高速增长的原因在于：

(1) 17 年国改开始，后续各项关键措施持续落地：18 年初公司引入华润战投，后续合作顺利；18 年末开始公司不断注入集团资产，19 年 3 月股权激励计划落地，分别从治理体制改革、员工激励层面为业绩持续增长保驾护航。

(2) 主力单品放量，拉动营收增长与利润增厚：汾酒近年来聚焦青花、玻汾两款核心产品，同时以“抓两头带中间”的产品策略带动业绩增长，成效显著。今年青花已提价两次，以“控量挺价”为主，同时增长持续稳健；玻汾省外市场持续放量，部分市场增速超 50%，终端铺市率达 80%。

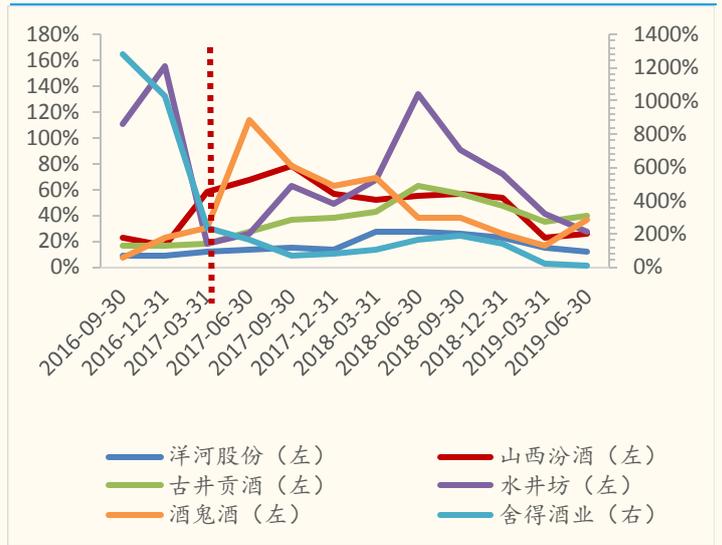
(3) 省内消费升级，省外扩容发展：近年山西省经济增速赶超趋势明显，消费升级带来居民消费潜力不断释放。同时随着汾酒省外市场规模性拓展和渠道下沉力度的加大，省外营收大幅增长，18 年省外营收增速首超省内，省外需求呈现扩容式增长态势。19 年公司主动放慢增长速度，出台“三月六条”整顿市场，更是明确规定“2019 年一季度末任务进度不得超过公司规定上限”，将“高质量”的重要性放在“高速度”之前，使得汾酒能够在发展的过程中不断调整，让市场的高速增长更加具有持续性。面对整个行业的挤压式竞争状态，加强品牌力和渠道建设成为了公司的主要努力方向。

图表 35：2018 年次高端酒企营收增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：2018 年次高端酒企净利润增速对比

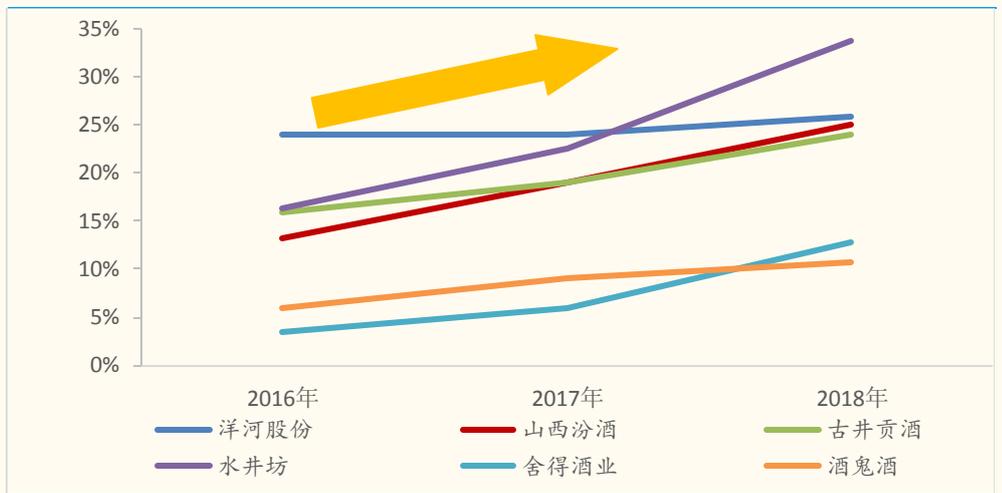


来源：Wind，国金证券研究所

注：由于舍得酒业 16 年净利润波动较大，为了更好地比较各公司之间的增长情况，为其单独建立了次坐标轴（右轴）。

- 次高端酒企近三年 ROE 逐年提升，汾酒 2018ROE 处于较高水平。2018 汾酒 ROE（加权）为 25.59%，仅次于水井坊（35.27%），高于洋河股份（+23.56%），古井贡酒（+23.22%），舍得酒业（+11.1%），酒鬼酒（+9.38%）。

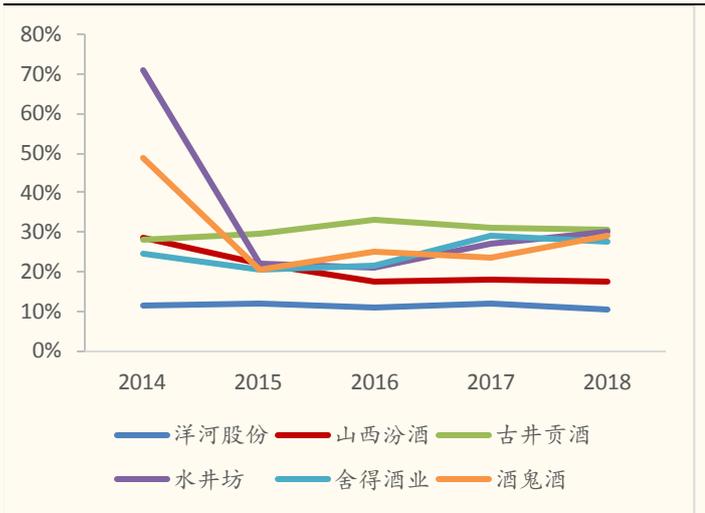
图表 37：近三年次高端酒企 ROE 显著提升



来源：Wind，国金证券研究所

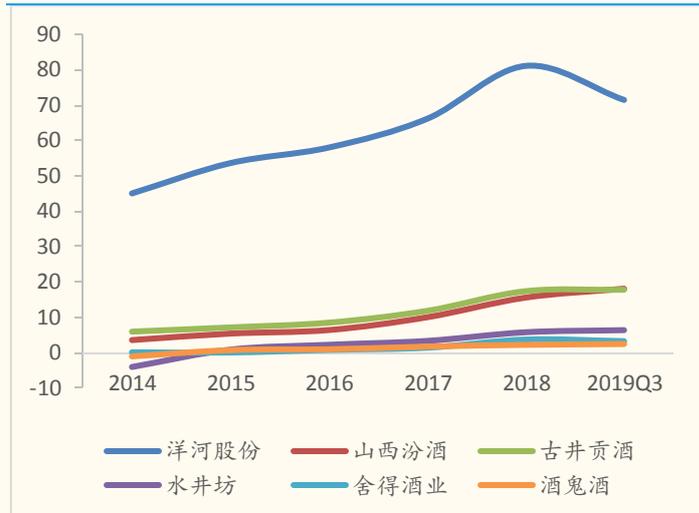
- 销售费用率、管理费用率逐年降低，且处于行业较低水平。从费用端来看，公司销售费用率、管理费用率均处于行业较低水平。公司销售费用率从 14 年的 28.45% 下降至 18 年的 17.89%，仅次于洋河股份（11.99%）；管理费用率从 14 年的 11.44% 下降至 18 年的 6.83%，在 6 家酒企中处于最低位，费用投放效率显著提升。但从销售费用投入金额来看，2017 年以来同比略有所提高，主要系公司重视销售，加大渠道建设、全国化市场布局，拓宽省外渠道。

图表 38: 2014-2018 年次高端酒企销售费用率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

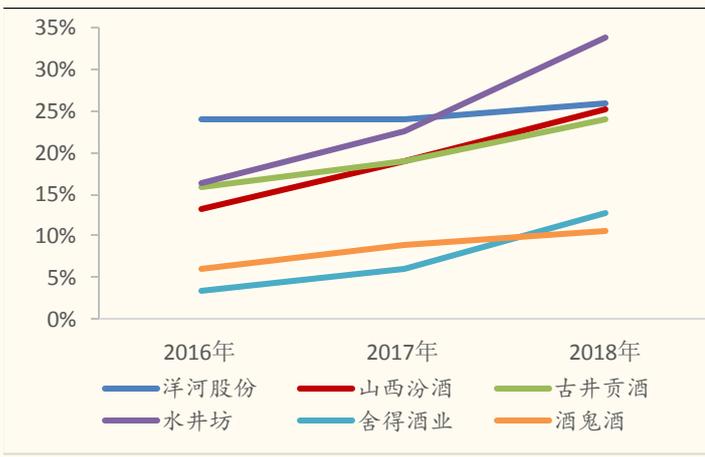
图表 39: 2018 年次高端酒企净利润对比 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

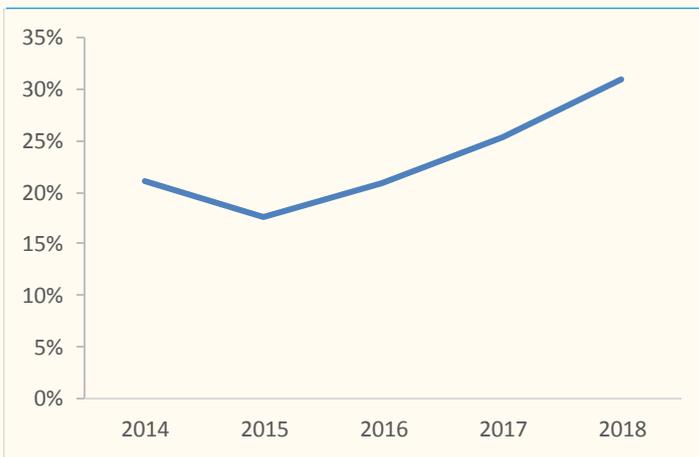
- 资产负债率处于同业较高水平，但主要是由于预收款项引起的，说明公司具有良好的议价能力。2018 年底汾酒资产负债率达到 45.21%，处于同业较高水平：洋河股份 32.16%、古井贡酒 35.81%、水井坊 41.94%、舍得酒业 43.94%、酒鬼酒 24.06%。2014-2018 年汾酒资产负债率逐年提升，但具体分析可以发现其资产负债率的增长主要是由于预收账款的增加引起的：从右下图可以看出 2014-2018 年汾酒预收账款占比显著提升，而 18 年预收账款则占到了总负债的 30.92%。预收账款的增加恰恰表明了经销商打款意愿的增加与公司议价能力的提升，且预收账款带来了经营现金流的增加，现金流表现良好，销售与现金流总体比较匹配。此外，公司近十年都没有有息负债，流动比率和速动比率均保持在不低于 1 的水平。

图表 40: 2014-2018 年汾酒资产负债率处于行业较高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 2014-2018 年汾酒预收账款占比提升



来源: Wind, 国金证券研究所

五、投资建议

伴随人均可支配收入增长，白酒消费升级，次高端持续扩容，行业迎来大众消费的时代。原来的三公消费群体转向消费升级所带来的商务、大众消费群体。2018 年白酒消费结构中，个人消费占比提升至 40%，商务消费占比提升至 55%，白酒主流消费价格带上升加快，上升周期缩短，

进一步推动行业复苏。

产品定位更加明确、结构更加清晰，收入端，分产品来看，青花瓷系列、玻汾系列为绝对主力，产品覆盖面广，而随着消费升级，山西汾酒不断调整优化自身产品结构且进行产品创新，持续推进品牌升级，强化高端占位。预计 2019-2021 年青花瓷系列收入分别为 29.43 亿元/36.78 亿元/44.14 亿元，同比+28%/25%/20%；玻汾系列收入分别为 35.28 亿元/50.96 亿元/71.54 亿元，同比+50%/44%/40%，成为公司收入增长的主要来源，带动整体营收快速增长。

随着产品深度分销，渠道高效运作，费用端，销售费用率、管理费用率逐年下降，处于行业较低水平。18 年公司销售费用率降低至 17.89% 仅次于洋河股份（11.99%），管理费用率降低至 6.83%，预计 2019 年费用投放效率有望继续提升。

作为清香龙头，区域强势酒企，我们认为随着次高端扩容，清香品类需求的增长以及国企改革的持续落地，结合近年来省内经济升级，省外扩容发展的背景，我们给出盈利预测：预计 2019-2021 年收入分别为 117.7 亿元/145.2 亿元/176.3 亿元，同比+25.5%/23.3%/21.4%，归母净利润分别 19.7 亿元/25.6 亿元/32.7 亿元，同比+34.0%/30.0%/28.0%，对应 EPS 分别为 2.25 元/2.93 元/3.75 元，目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 39X/30X/23X。给予 2020 年 38 倍 PE，目标价为 111.38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 42：山西汾酒产品结构拆分

| 年份 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入合计 (百万元) | 4,405 | 6,037 | 9,382 | 11,774 | 14,519 | 17,630 |
| 白酒业务 | 4,356 | 5,982 | 9,307 | 11,733 | 14,557 | 17,418 |
| 老白汾 | 1,996 | 2,664 | 3,290 | 3,787 | 4,265 | 4,718 |
| 青花瓷系列 | 895 | 1,470 | 2,359 | 3,019 | 3,895 | 4,751 |
| 玻汾 | 1,241 | 1,563 | 2,190 | 3,350 | 4,737 | 6,219 |
| 竹叶青 | 173 | 231 | 338 | 426 | 490 | 539 |
| 其他 | 50 | 53 | 1,131 | 1,151 | 1,170 | 1,190 |
| 销量 (吨) | | | | | | |
| 老白汾 | 13,280 | 17,087 | 20,106 | 22,624 | 24,967 | 27,055 |
| 青花瓷系列 | 1,720 | 2,614 | 3,920 | 5,018 | 6,473 | 7,898 |
| 玻汾 | 23,236 | 29,277 | 38,500 | 57,749 | 80,849 | 105,104 |
| 竹叶青 | 2,968 | 3,858 | 5,055 | 6,065 | 6,975 | 7,673 |
| 价格 (万元/吨) | | | | | | |
| 老白汾 | 15 | 16 | 16 | 17 | 17 | 17 |
| 青花瓷系列 | 52 | 56 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 玻汾 | 5 | 5 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 竹叶青 | 6 | 6 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 毛利率 (%) | | | | | | |
| 老白汾 | 74.54 | 74.63 | 75.23 | 75.35 | 74.99 | 75.26 |
| 青花瓷系列 | 77.90 | 78.11 | 78.95 | 78.94 | 78.52 | 78.08 |
| 玻汾 | 70.25 | 68.78 | 69.20 | 69.83 | 69.52 | 69.82 |
| 竹叶青 | 41.62 | 43.29 | 54.14 | 60.80 | 60.82 | 60.75 |

来源：国金证券研究所

图表 43：山西汾酒盈利预测

| 年份 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 4,405 | 6,037 | 9,382 | 11,774 | 14,519 | 17,630 |
| 同比 | 6.7% | 37.1% | 55.4% | 25.5% | 23.3% | 21.4% |
| 营业利润 (百万元) | 930 | 1,385 | 2,177 | 2,794 | 3,752 | 4,853 |
| 同比 | 20.1% | 22.9% | 23.2% | 23.7% | 25.8% | 27.5% |
| 净利润 (百万元) | 642 | 1,004 | 1,560 | 2,082 | 2,722 | 3,484 |
| 同比 | 18.4% | 56.5% | 54.2% | 33.5% | 30.7% | 28.0% |
| 每股收益 (元) | 0.70 | 1.10 | 1.70 | 2.26 | 2.93 | 3.57 |
| P/E (倍) | 35.80 | 52.27 | 20.69 | 38.57 | 29.67 | 23.19 |

来源：国金证券研究所

图表 44：白酒行业公司预期

| 公司 | 市值 (亿元) | 2019E | | | 2020E | | | 2021E | | |
|------|---------|-------|----|------|-------|----|------|-------|----|------|
| | | EPS | PE | PEG | EPS | PE | PEG | EPS | PE | PEG |
| 山西汾酒 | 859.33 | 2.26 | 39 | 1.13 | 2.93 | 30 | 0.99 | 3.75 | 23 | 0.83 |
| 古井贡酒 | 553.96 | 4.61 | 23 | 0.64 | 5.91 | 18 | 0.66 | 7.34 | 14 | 0.62 |
| 洋河股份 | 1460.27 | 5.67 | 17 | 3.22 | 6.33 | 15 | 1.31 | 7.19 | 13 | 1.00 |
| 今世缘 | 389.15 | 1.15 | 26 | 1.04 | 1.45 | 21 | 0.85 | 1.76 | 17 | 0.79 |
| 水井坊 | 284.72 | 1.57 | 37 | 1.13 | 1.97 | 29 | 1.17 | 2.40 | 24 | 1.12 |
| 酒鬼酒 | 114.46 | 0.89 | 44 | 1.44 | 1.35 | 29 | 0.57 | 1.88 | 21 | 0.53 |

来源：国金证券研究所（山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒为国金证券研究所预期，其余为 Wind 一致预期）

六、风险提示

- **食品安全风险：**公司产品的市场知名度和美誉度较高，若不法之徒为了追求暴利，生产销售假冒伪劣产品，存在食品安全隐患。
- **宏观经济下行的风险：**高端白酒消费受宏观经济影响较大，若整体经济下行，消费疲软，预计会对公司业绩造成一定的冲击。
- **改革成效不及预期风险：**长远来看，随着白酒行业集中度提高，白酒企业竞争将更加激烈。若公司改革不及预期，将对公司的行业竞争能力带来负面影响，从而影响公司业绩。
- **产业政策风险：**随着国家对酒行业监管力度的不断提升，行业存在一定的产业政策风险。存在公司不能适应行业发展的新趋势，不能根据政策变化及时对生产及营销策略进行调整和完善，从而影响公司业绩的风险。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 主营业务收入 | 4,405 | 6,037 | 9,382 | 11,774 | 14,519 | 17,630 | 货币资金 | 1,218 | 1,222 | 1,296 | 1,982 | 4,287 | 7,696 |
| 增长率 | | 37.1% | 55.4% | 25.5% | 23.3% | 21.4% | 应收款项 | 1,549 | 2,241 | 3,742 | 2,914 | 4,777 | 4,500 |
| 主营业务成本 | -1,380 | -1,821 | -3,170 | -3,624 | -4,223 | -5,046 | 存货 | 1,919 | 2,299 | 3,156 | 3,991 | 3,749 | 3,456 |
| %销售收入 | 31.3% | 30.2% | 33.8% | 30.8% | 29.1% | 28.6% | 其他流动资产 | 101 | 481 | 823 | 131 | 857 | 1,702 |
| 毛利 | 3,025 | 4,216 | 6,212 | 8,150 | 10,296 | 12,584 | 流动资产 | 4,787 | 6,244 | 9,016 | 9,017 | 13,670 | 17,354 |
| %销售收入 | 68.7% | 69.8% | 66.2% | 69.2% | 70.9% | 71.4% | %总资产 | 64.5% | 69.8% | 76.2% | 71.4% | 86.2% | 89.5% |
| 营业税金及附加 | -869 | -1,238 | -1,796 | -2,465 | -3,040 | -3,573 | 长期投资 | 13 | 12 | 27 | 24 | 23 | 23 |
| %销售收入 | 19.7% | 20.5% | 19.1% | 20.9% | 20.9% | 20.3% | 固定资产 | 2,166 | 2,070 | 1,904 | 2,105 | 1,706 | 1,696 |
| 销售费用 | -775 | -1,080 | -1,627 | -2,109 | -2,560 | -3,050 | %总资产 | 29.2% | 23.2% | 16.1% | 16.7% | 10.8% | 8.7% |
| %销售收入 | 17.6% | 17.9% | 17.3% | 17.9% | 17.6% | 17.3% | 无形资产 | 239 | 237 | 233 | 238 | 268 | 312 |
| 管理费用 | -442 | -546 | -628 | -805 | -993 | -1,216 | 非流动资产 | 2,630 | 2,696 | 2,813 | 3,618 | 2,196 | 2,030 |
| %销售收入 | 10.0% | 9.0% | 6.7% | 6.8% | 6.8% | 6.9% | %总资产 | 35.5% | 30.2% | 23.8% | 28.6% | 13.8% | 10.5% |
| 研发费用 | 0 | 0 | -12 | -16 | -13 | -14 | 资产总计 | 7,417 | 8,940 | 11,829 | 12,635 | 15,866 | 19,384 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 939 | 1,353 | 2,149 | 2,754 | 3,690 | 4,731 | 应付款项 | 1,718 | 2,530 | 3,587 | 3,361 | 4,333 | 4,962 |
| %销售收入 | 21.3% | 22.4% | 22.9% | 23.4% | 25.4% | 26.8% | 其他流动负债 | 851 | 1,054 | 1,722 | 1,461 | 2,017 | 2,727 |
| 财务费用 | 18 | 15 | 27 | 31 | 62 | 121 | 流动负债 | 2,569 | 3,584 | 5,309 | 4,822 | 6,350 | 7,689 |
| %销售收入 | -0.4% | -0.2% | -0.3% | -0.3% | -0.4% | -0.7% | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -26 | 17 | -2 | -11 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 11 | 17 | 38 | 36 | 39 | 42 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 2,580 | 3,601 | 5,347 | 4,858 | 6,389 | 7,731 |
| 投资收益 | -1 | 1 | 1 | 20 | 1 | 1 | 普通股股东权益 | 4,760 | 5,236 | 6,214 | 7,394 | 8,927 | 10,889 |
| %税前利润 | n.a | 0.1% | 0.0% | 0.7% | 0.0% | 0.0% | 其中：股本 | 866 | 866 | 866 | 872 | 872 | 872 |
| 营业利润 | 930 | 1,385 | 2,177 | 2,794 | 3,752 | 4,852 | 未分配利润 | 3,135 | 3,603 | 4,533 | 5,713 | 7,246 | 9,208 |
| 营业利润率 | 21.1% | 22.9% | 23.2% | 23.7% | 25.8% | 27.5% | 少数股东权益 | 77 | 103 | 267 | 383 | 550 | 764 |
| 营业外收支 | -10 | -2 | -3 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 7,417 | 8,940 | 11,829 | 12,635 | 15,866 | 19,384 |
| 税前利润 | 920 | 1,383 | 2,174 | 2,794 | 3,752 | 4,852 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 20.9% | 22.9% | 23.2% | 23.7% | 25.8% | 27.5% | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税 | -278 | -379 | -615 | -712 | -1,030 | -1,368 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 30.3% | 27.4% | 28.3% | 25.5% | 27.5% | 28.2% | 每股收益 | 0.699 | 1.090 | 1.694 | 2.256 | 2.932 | 3.752 |
| 净利润 | 642 | 1,004 | 1,560 | 2,082 | 2,722 | 3,484 | 每股净资产 | 5.498 | 6.047 | 7.177 | 8.484 | 10.243 | 12.494 |
| 少数股东损益 | 36 | 60 | 93 | 116 | 167 | 214 | 每股经营现金净流 | 0.677 | 1.035 | 1.116 | 2.344 | 3.979 | 5.842 |
| 归属于母公司的净利润 | 605 | 944 | 1,467 | 1,966 | 2,555 | 3,270 | 每股股利 | 0.280 | 0.436 | 0.678 | 0.902 | 1.173 | 1.501 |
| 净利率 | 13.7% | 15.6% | 15.6% | 16.7% | 17.6% | 18.5% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 12.71% | 18.03% | 23.60% | 26.59% | 28.62% | 30.03% |
| 净利润 | 642 | 1,004 | 1,560 | 2,082 | 2,722 | 3,484 | 总资产收益率 | 8.16% | 10.56% | 12.40% | 15.56% | 16.10% | 16.87% |
| 少数股东损益 | 36 | 60 | 93 | 116 | 167 | 214 | 投入资本收益率 | 13.53% | 18.39% | 23.77% | 26.39% | 28.25% | 29.15% |
| 非现金支出 | 166 | 124 | 151 | 136 | 143 | 146 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | -38 | -168 | -264 | -433 | 774 | 200 | 主营业务收入增长率 | 6.69% | 37.06% | 55.39% | 25.50% | 23.31% | 21.43% |
| 营运资金变动 | -183 | -63 | -481 | 259 | -171 | 1,262 | EBIT增长率 | 22.95% | 44.11% | 58.85% | 28.15% | 33.99% | 28.21% |
| 经营活动现金净流 | 586 | 896 | 966 | 2,043 | 3,468 | 5,091 | 净利润增长率 | 16.24% | 56.02% | 55.36% | 34.03% | 29.97% | 27.96% |
| 资本开支 | -107 | -67 | -75 | -536 | 504 | -180 | 总资产增长率 | 10.59% | 20.54% | 32.32% | 6.82% | 25.57% | 22.17% |
| 投资 | -33 | -240 | -310 | -54 | -646 | -195 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 1 | 1 | 24 | 20 | 1 | 1 | 应收账款周转天数 | 3.0 | 2.2 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 投资活动现金净流 | -139 | -305 | -361 | -570 | -142 | -375 | 存货周转天数 | 507.5 | 422.7 | 314.1 | 401.9 | 324.0 | 250.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 175.1 | 165.5 | 101.5 | 94.2 | 143.0 | 150.0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 141.6 | 99.8 | 62.2 | 47.4 | 33.7 | 26.9 |
| 其他 | -305 | -507 | -776 | -786 | -1,022 | -1,308 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -305 | -507 | -776 | -786 | -1,022 | -1,308 | 净负债/股东权益 | -25.18% | -22.90% | -20.00% | -25.49% | -45.23% | -66.04% |
| 现金净流量 | 142 | 84 | -171 | 686 | 2,305 | 3,409 | EBIT利息保障倍数 | -53.1 | -93.0 | -78.6 | -89.0 | -59.7 | -39.2 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 34.78% | 40.28% | 45.21% | 38.45% | 40.27% | 39.88% |

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 | 4 | 30 | 32 | 59 |
| 增持 | 0 | 2 | 12 | 12 | 21 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.33 | 1.29 | 1.27 | 1.33 |

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