

品牌势能日盛, 汾酒复兴在途

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、伴随国改红利的持续释放, 汾酒品牌力站上新高度, 产品矩阵多点开花, 渠道运作能力显著提升, 疫情下汾酒的优势进一步放大, 长期高质量增长基础扎实。2、做大做强青花系列叠加青花30·复兴版有望在高端放量, 产品结构升级较为乐观; 当前汾酒在环山西市占率仅2.8%, 渠道下沉空间依旧广阔; 2020年对长江以南5省确立“3年平均增速超50%”的高目标, 全国化扩张加速。3、当前汾酒处在品牌加速复兴和全国化高速扩张的黄金时期, 且2019年净利率仅17%, 在产品结构持续升级叠加规模效应凸显, 预计未来三年业绩端复合增速30%以上, 业绩增速将继续领跑白酒行业, 前景可期。
- 升级与分化为主旋律, 名优白酒强者恒强。** 1、伴随经济增长、居民收入水平提升和富裕群体壮大, 名优白酒需求端更加稳健增长。2、疫情冲击下行业分化加剧, 强势名酒动销快速恢复, 业绩端表现亮眼, 品牌力弱的酒企则承压明显, 行业挤压式增长下, 名优白酒强者恒强。3、高端、次高端、光瓶酒赛道优异, 未来三年复合增速分别约为18%、20%、15%, 占位优秀赛道且品牌力强的酒企将顺应行业趋势持续高增长。
- 品牌、产品、渠道三位一体, 国改助力实现“汾酒速度”。** 受益于力度空前的国改, 汾酒在品牌、产品、渠道等方面取得巨大进步, 积蓄起强劲的发展势能。**品牌端:** 汾酒底蕴深厚, 高举高打进行品牌建设, 2016-2019年销售及广告费用CAGR 50%左右, 品牌价值实现跃升。**产品端:** 青花、玻汾竞争优势突出, 2020年前三季度青花同比30%+、玻汾同比20%+, 并带动腰部和竹叶青持续向好发展; 同时, 积极布局青花30·复兴版, 依托强品牌力, 有望迈入高端酒阵营。**渠道端:** 销售员工待遇与业绩直接挂钩, 理顺价格体系+主导费用, 营销团队由400人扩大至4000人, 营销战斗力和渠道掌控力得到实质提升。
- 三个维度展望汾酒未来发展。** 1、**品牌复兴逻辑清晰。** 登高望远, 当下汾酒兼具天时、地利、人和三重有利条件, 品牌复兴坚实有力。2、**聚焦培育青花。** 汾酒营销资源向青花倾斜, 新品青花30·复兴版有望站稳高端并实现放量, 预计未来三年青花系列复合增速35%以上。3、**全国化空间广阔。** 汾酒在环山西市场份额仅为2.8%, 渠道下沉空间广阔, 长三角有效突破, 品牌势能增强; 2020年对长江以南5省35城重点布局, 并确立未来三年平均增速目标超50%的高目标, 全国化扩张提速。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2020-2022年归母净利润复合增长37%左右, 基于公司未来三年营收增速和业绩弹性远高于其他名酒, 维持“买入”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	118.80	140.00	176.63	216.16
增长率	26.63%	17.84%	26.16%	22.38%
归属母公司净利润(亿元)	19.39	30.05	39.51	50.35
增长率	32.16%	55.01%	31.48%	27.45%
每股收益EPS(元)	2.22	3.45	4.53	5.78
净资产收益率ROE	26.93%	31.48%	32.88%	33.35%
PE	168	108	82	65
PB	43	34	27	21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 周可为
电话: 023-67710114
邮箱: zhkw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.72
流通A股(亿股)	8.66
52周内股价区间(元)	79.75-375.29
总市值(亿元)	3258.05
总资产(亿元)	173.66
每股净资产(元)	10.49

相关研究

- 山西汾酒(600809): 青花与玻汾量价齐升, 省外持续高增长 (2020-10-30)
- 山西汾酒(600809): 青花恢复高增长, 省外市场继续发力 (2020-08-25)
- 山西汾酒(600809): 两头带中间效果显著, 省外拓展顺利 (2020-04-29)

投资要件

关键假设

1) 受益于消费升级和渠道开拓,青花系列将持续扩容,巴拿马系列导入省外市场放量,老白汾维持低速增长,玻汾性价比突出需求大幅增加,预计 2020-2022 年汾酒销量同比增长 15%、20%、17%,吨价分别提升 6%、3%、3%,毛利率分别为 77%、79%、81%;

2) 2020 年疫情对系列酒影响较大,在疫情逐步得到有效控制下,同时考虑到系列酒导入渠道,预计 2020-2022 年系列酒销量同比增长-35%、30%、10%,吨价分别提升 5%、15%、10%,毛利率分别为 36%、38%、40%;

3) 配制酒竹叶青系列未来三年将迎来高速增长,参考玻汾的市场开拓模式,预计 2020-2022 年配制酒销量同比增长 30%、40%、40%,吨价分别提升 3%、10%、8%,毛利率分别为 65%、65%、65%;

4) 2020 年受疫情的影响,白酒销量下降;同时,体量扩大带来明显规模效应,管理和销售效率持续改善,费用率将边际递减。

我们区别于市场的观点

市场认为:2017 年以来汾酒受益于改革得以快速发展,而该快速发展主要由市场开拓和下沉实现,更多是快节奏的铺货,随着渗透率提升,公司增速将明显放缓;同时汾酒估值较高,透支了未来较为长期的业绩增长。

我们的观点:我们并不排斥公司近几年的业绩高增长是由于市场开拓和渠道下沉实现,但这本身就是消费品得以快速发展的方式,在有大量空白市场的情况下,快速铺货实现渗透率提升是消费品快速增长的主要方式,同时对于公司不仅仅是铺货,动销顺畅是保证业绩持续增长的核心驱动力:1) 汾酒之所以能够实现快速铺货,背后的基础是高性价比的产品和历史沉淀的品牌,在行业挤压式增长的大背景下,一线名酒市占率提升是长期趋势;2) 不仅仅是简单的铺货,公司通过渠道扁平化运营、费用前置、掌控渠道和终端等营销方式,保证此增长是扎实的、有质量、有终端动销和消费的增长,未来可持续性确定;3) 静态估值确实不低,但 2016-2019 年公司收入和归母净利润复合增速分别达到 39%、47%,且 2019 年净利率仅为 17%,处于白酒行业较低水平;目前来看,汾酒的市场空间和产品组合依然广阔,未来三年归母净利润复合增速 37%,高增长支撑高估值;且低净利率态势下,随着提价及规模效应凸显,盈利能力有望快速提升,考虑到市场空间和长赛道,估值并不高。

股价上涨的催化因素

1) 高端白酒提价;2) 经济和消费信心持续恢复,动销超预期。

盈利预测与评级

预计公司 2020-2022 年归母净利润复合增长 37%左右,基于公司未来三年营收增速和业绩弹性远高于其他品牌,维持“买入”评级。

投资风险

1) 新冠疫情二次爆发风险。由于新冠疫情具有较高的不确定性，在海外疫情二次爆发的背景下，国内疫情防控压力加大，疫情爆发将冲击终端消费场景和消费信心。

2) 经济大幅下滑风险。如果经济出现较大幅度下滑，将会影响白酒行业消费。

目 录

1 清香龙头底蕴深厚，国改助力复兴在途	1
2 升级与分化为主旋律，名优白酒强者恒强	2
2.1 行业呈挤压式增长，升级与分化为主旋律	2
2.2 高端、次高端赛道优异，光瓶酒性价比高快速扩容	6
3 品牌、产品、渠道三位一体，清香龙头全面崛起	13
3.1 品牌端：清香龙头底蕴深厚，品牌建设成效显著	13
3.2 产品端：产品矩阵完备，青花、玻汾极具竞争力	16
3.3 渠道端：营销战斗力全面激发，渠道管理能力持续增强	19
4 国改力度空前，活力激发实现“汾酒速度”	22
4.1 引华润为战投，实现“引资、引智”	23
4.2 员工持股计划如期推进，业务骨干积极性提升	24
4.3 酒类资产整体上市，解决同业竞争困扰	24
5 展望未来：品牌复兴助推青花高增，全国化空间广阔	25
5.1 兼具天时、地利、人和，品牌复兴逻辑清晰	25
5.2 聚焦培育青花，青花30·复兴版横空出世	27
5.3 发力长江以南市场，全国化仍在半途	28
6 财务分析	31
7 盈利预测与估值	33
7.1 盈利预测	33
7.2 绝对估值	34
7.3 相对估值	35
8 风险提示	35

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司管理层持股情况.....	1
图 3: 公司 2020 年前三季度主营业务结构.....	1
图 4: 公司 2014 年以来省内、省外收入占比.....	1
图 5: 公司 2012 年以来营收及增速.....	2
图 6: 公司 2012 年以来归母净利润及增速.....	2
图 7: 2005 年以来白酒行业营收及增速.....	3
图 8: 2005 年以来白酒行业利润总额及增速.....	3
图 9: 消费者品牌、健康意识崛起.....	3
图 10: 消费者购买白酒所考虑因素.....	3
图 11: 我国规模以上白酒产量及增速.....	4
图 12: 我国规模以上白酒企业数量及增速.....	4
图 13: 2011 年以来城镇居民人均可支配收入及增速.....	4
图 14: 三年深度调整前后名优白酒消费结构变化.....	4
图 15: 2009 年以来城镇化率和第三产业占比.....	5
图 16: 2012 年、2022 年各财富阶层人群占比.....	5
图 17: 上市酒企、白酒行业营收及占比情况.....	5
图 18: 上市酒企、白酒行业利润及占比情况.....	5
图 19: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率.....	6
图 20: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速.....	6
图 21: 2020 年前三季度白酒上市公司营收增速.....	6
图 22: 2020 年前三季度白酒上市公司归母净利润增速.....	6
图 23: 2009 年以来高端“茅五泸”一批价走势.....	7
图 24: 2009 年以来人均年收入/“茅五泸”批价.....	7
图 25: 2020 年前三季度各档次白酒营收及利润增速.....	8
图 26: 2019 年高端白酒竞争格局（收入口径）.....	8
图 27: 2015 年以来次高端代表品牌营收（亿元）.....	9
图 28: 2015-2019 年次高端和全行业营收增速.....	9
图 29: 次高端 500-800 元价格带快速扩容.....	9
图 30: 2016-2018 年全国现代商超分价位销售份额.....	10
图 31: 2012 年、2019 年代表省市白酒主流价格带.....	10
图 32: 次高端四大类参与者.....	10
图 33: 2015 年以来部分次高端酒企销售费用率.....	11
图 34: 2019 年次高端竞争格局（收入口径）.....	11
图 35: 白酒价格带消费升级情况.....	11
图 36: 光瓶酒市场规模（亿元）及复合增速.....	12
图 37: 光瓶酒主流价格带变迁.....	12
图 38: 2019 年光瓶酒竞争格局（收入口径）.....	12
图 39: 高端、次高端、光瓶酒 CR3 市占率.....	12

图 40: 青花定位“骨子里的中国”.....	15
图 41: 汾酒赞助 2018 年哈佛中国论坛.....	16
图 42: 行走的汾酒 2020 启动仪式.....	16
图 43: 2016 年以来公司广告宣传费、销售费用及占比.....	16
图 44: 2016 年以来山西汾酒品牌价值 (亿元).....	16
图 45: 2015 年以来竹叶青系列营收及增速.....	19
图 46: 2015 年以来竹叶青系列毛利率.....	19
图 47: 2015 年以来汾酒销售员工数量.....	20
图 48: 2016 年以来汾酒可控终端网点.....	20
图 49: 2017 年以来汾酒市场开拓进程.....	21
图 50: 汾酒省内渠道示意图.....	21
图 51: 山西省内白酒竞争格局 (收入口径).....	21
图 52: 2014 年以来汾酒省内、省外营收及增速.....	22
图 53: 2015 年以来汾酒省内、省外经销商数量.....	22
图 54: 华润集团旗下消费品公司情况.....	23
图 55: 汾酒与华润合作落地情况.....	23
图 56: 汾酒复兴的外部条件.....	26
图 57: 汾酒的品牌标签.....	26
图 58: 青花 30·复兴版上市.....	28
图 59: 青花 30·复兴版与华润 Ole 商超签约.....	28
图 60: 环山西市场情况.....	29
图 61: 汾酒在全国各地营收情况.....	30
图 62: 2015 年以来汾酒销售毛利率、净利率.....	32
图 63: 2015 年以来汾酒销售费率、管理费率、财务费率.....	32
图 64: 2019 年白酒上市公司销售净利率.....	32
图 65: 2019 年白酒上市公司销售费用率.....	32
图 66: 2015 年以来“茅五泸汾洋”的权益净利率.....	33
图 67: 汾酒 2015 年以来 ROE 分拆.....	33

表 目 录

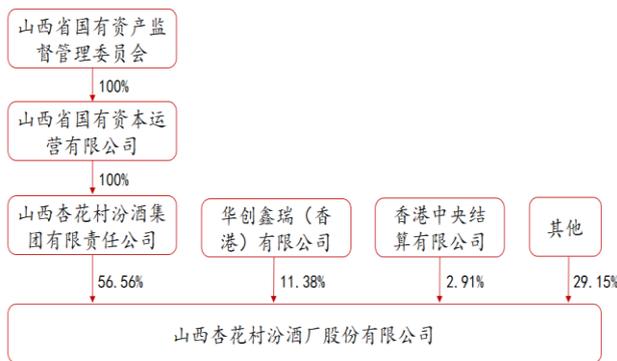
表 1: 白酒四个核心价格带.....	7
表 2: 高端酒品牌情况.....	8
表 3: 各档次白酒量价空间测算.....	13
表 4: 汾酒在多个维度具有品牌积淀.....	14
表 5: 五届全国评酒大会获奖名单.....	14
表 6: 三种主流香型的特点.....	14
表 7: 汾酒产品矩阵.....	17
表 8: 2017 年以来汾酒系列产品增速.....	17
表 9: 2019 年以来青花系列调价情况.....	18
表 10: 玻汾系列调价情况.....	18
表 11: 汾酒渠道政策持续裂变.....	20
表 12: 目标考核责任书内容.....	22
表 13: 汾酒限制性股权激励名单.....	24
表 14: 限制性股权激励行权条件.....	24
表 15: 汾酒收购集团酒类资产情况.....	25
表 16: 汾酒“11936”复兴战略.....	26
表 17: 青花 20、30 分离运作.....	27
表 18: 汾酒“1357”市场战略分解.....	28
表 19: 汾酒对长江以南市场开拓持续推进.....	29
表 20: “江浙沪皖粤”五省战略规划.....	30
附表: 财务预测与估值.....	36

1 清香龙头底蕴深厚，国改助力复兴在途

山西汾酒是我国清香型白酒的典型代表，拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大中国驰名商标，产品包括汾酒（青花、巴拿马、老白汾、玻汾）、竹叶青、杏花村酒等系列。汾酒是传承超 1500 年的文化名酒，且五次蝉联中国名酒，上世纪 80 年代是行业公认的“汾老大”，品牌积淀极为深厚。2017 年汾酒借国改契机开启力度空前的体制机制改革，员工积极性和经营活力得到充分激发，实现了令业界瞩目的“汾酒速度”，三年国改也以超额完成目标完美收官。当下汾酒品牌势能日盛，产品矩阵多点开花，全国化加速推进，汾酒复兴正当时。

股权结构：汾酒实际控制人为山西省国资委，持股比例 56.56%。2018 年 2 月汾酒引入华润集团旗下子公司华创鑫瑞为战略投资者，华创鑫瑞成为公司第二大股东，持股比例 11.38%，战投加盟改变了汾酒过去长期存在的“一股独大”局面，股权结构更加完善。此外多位高管直接持股，管理层和股东利益实现有机统一，长期发展动力十足。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

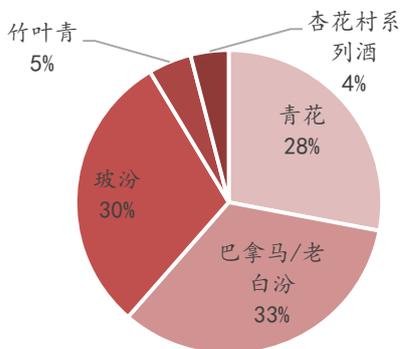
图 2：公司管理层持股情况

姓名	年龄	担任职务	持股数量(股)
谭志豹	58	副董事长、总经理	15000
刘卫华	48	副董事长	1000
常建伟	54	董事、副总经理	28500
李明强	56	董事	11300
高明	56	董事、总会计师	3000
杨波	45	董事	5500
双立峰	47	监事会主席	1000
武爱民	47	监事	1000
李俊	45	副总经理	50000
李成刚	53	总经理助理	50000
王涛	52	董事会秘书	65000
杨建书	57	总经理助理	29200
宋青年	53	副董事长	58000
武世杰	55	副总经理	61300
赵玲	55	副总经理	11500
杜小威	56	总工程师	15000
马世彪	55	总会计师	71000
郝光岭	55	总经理助理	50000
高志峰	51	总经理助理	58000
武爱东	54	总经理助理	50300

数据来源：公司公告，西南证券整理

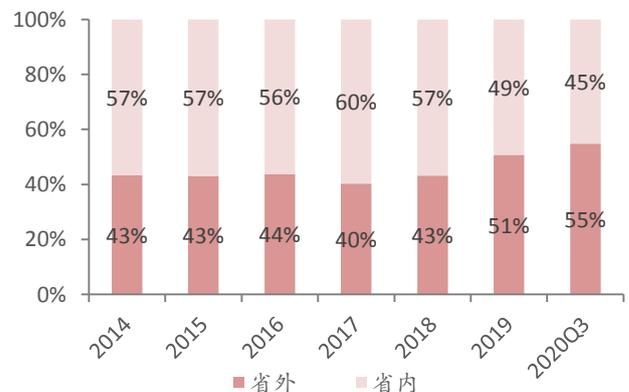
业务结构：公司产品主要包括高端青花系列、腰部老白汾和巴拿马系列、低端玻汾系列、保健酒竹叶青系列、杏花村系列酒等，贡献收入比重分别为 28%、33%、30%、5%、4%；汾酒产品矩阵完备，其中青花、玻汾品牌力和渠道力优势明显，近几年占比持续提升。从销售区域看，伴随着本轮国改对省外市场开拓力度的持续加大，省外营收增速远高于省内，2020 年前三季度省外收入占比已达 55%，在全国化扎实推进的背景下，省外占比将继续提升。

图 3：公司 2020 年前三季度主营业务结构



数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

图 4：公司 2014 年以来省内、省外收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩状况：2012年开始的“限制三公消费”和“反腐”政策对白酒行业产生较大冲击，在此期间汾酒营收和利润均大幅下滑。历经三年深度调整，白酒行业于2015年底缓慢复苏，受益于行业复苏和国改焕发经营活力，汾酒2016-2019年营收CAGR为39.2%；从利润端看，得益于产品结构优化和直接提价，同期归母净利润CAGR达47.4%，利润增速显著高于营收增速，盈利能力稳步提升。疫情冲击下汾酒前三季度收入同比+13.1%，其中单三季度收入同比+25.2%，表现十分亮眼；得益于超强品牌力，疫情下费用端控制良好，前三季度利润端同比+43.8%，疫情试金石之下，汾酒的抗风险能力和增长韧性得到充分体现。

图5：公司2012年以来营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图6：公司2012年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 升级与分化为主旋律，名优白酒强者恒强

2.1 行业呈挤压式增长，升级与分化为主旋律

2.1.1 行业呈挤压式增长，居民品牌和健康意识崛起

行业呈挤压式增长，结构升级态势明显。2002-2012年是白酒行业量价齐升的黄金十年，在此期间营收、利润均保持双位数以上高增长，2013-2015年因“限制三公消费”和“反腐”政策冲击，行业进入三年深度调整。2016年前后渠道库存清理较为理想，行业弱复苏，挤压式增长明显，随着居民收入提升和大众消费崛起，名酒白酒带动行业增长；从利润端看，受益于产品结构升级和名优白酒直接提价，行业利润增速显著高于营收增速，盈利能力持续增强。

图 7: 2005 年以来白酒行业营收及增速



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

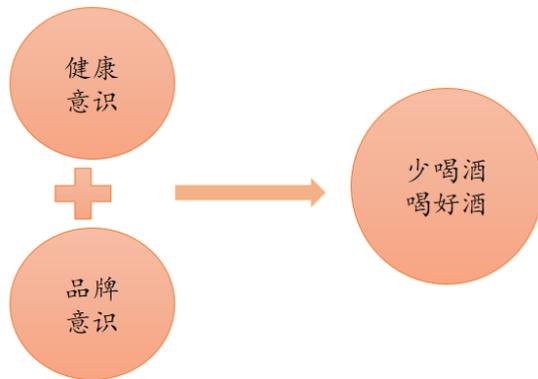
图 8: 2005 年以来白酒行业利润总额及增速



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

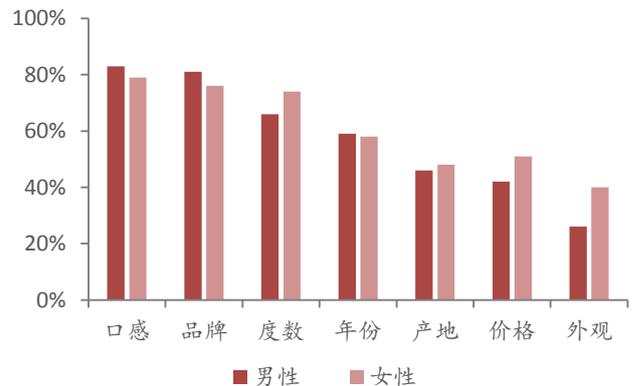
白酒消费品牌意识和健康意识崛起。消费理念的变化是决定行业发展的重要因素，随着人们生活水平的提高和基本物质生活的满足，居民消费理念从过去的“从无到有”转变为“从有到优”，品牌意识和健康意识持续崛起。在此背景下，名酒和性价比高的白酒越来越受到消费者青睐。与此同时，随着 80 后、90 后逐渐成为白酒消费主力军，年轻一代更加注重品牌和品质，对于价格的敏感度有所降低。

图 9: 消费者品牌、健康意识崛起



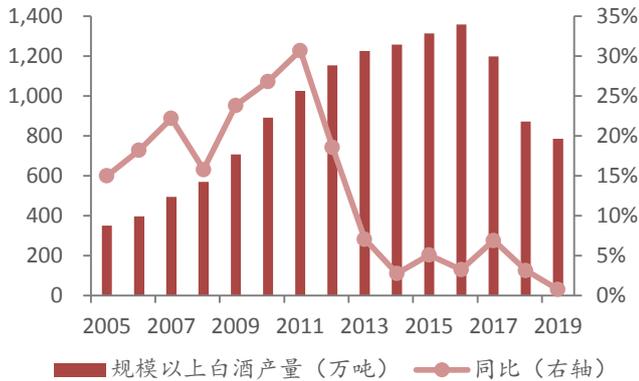
数据来源: 西南证券

图 10: 消费者购买白酒所考虑因素



数据来源: 胡润《2019 年中国酒类消费白皮书》, 西南证券整理

白酒产量见顶回落，业内竞争占据主导。白酒行业经过 2002-2012 黄金十年期，规模得以快速扩容，在居民品牌和健康意识快速崛起的背景下，“少喝酒，喝好酒”成为全社会共识，伴随“限制三公消费”、“反腐”及“严查酒驾”等，白酒消费更加理性，规模以上白酒企业产销量见顶回落；2019 年规模以上白酒产量 786 万吨，同比-0.8%，规模以上白酒企业数量由 2015 年的 1563 家减少至 2019 年为 1176 家，行业已转变为存量市场，业内竞争占据主导，且竞争态势愈发激烈。

图 11: 我国规模以上白酒产量及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 12: 我国规模以上白酒企业数量及增速

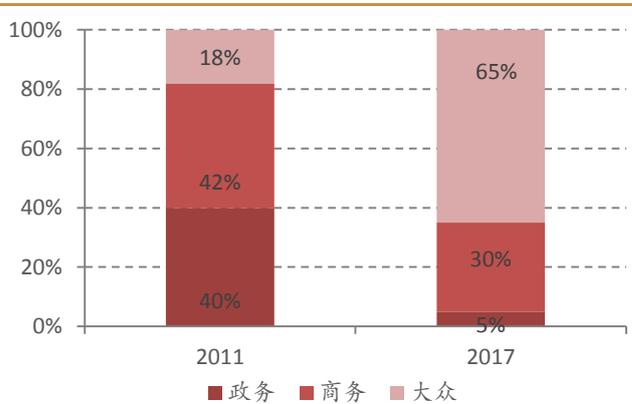

数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

2.1.2 受益于消费升级, 名优白酒需求稳健增长, 周期弱化

收入稳步提升, 大众消费崛起。2015-2019 年城镇居民人均可支配收入保持 8% 左右高速增长, 收入提升带动居民消费能力不断增强, 消费升级步伐显著加快。与此同时, 2016 年白酒复苏以来, 大众消费崛起成为行业发展的核心驱动力, 消费占比达 65%, 而政务消费占比不超过 5%, 名优白酒消费结构更加健康, 未来增长基本面更加牢固。

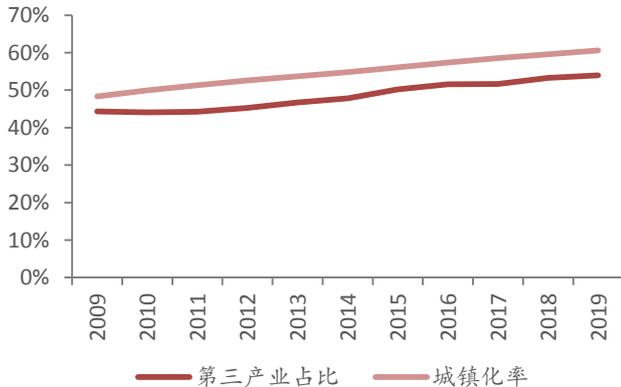
图 13: 2011 年以来城镇居民人均可支配收入及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

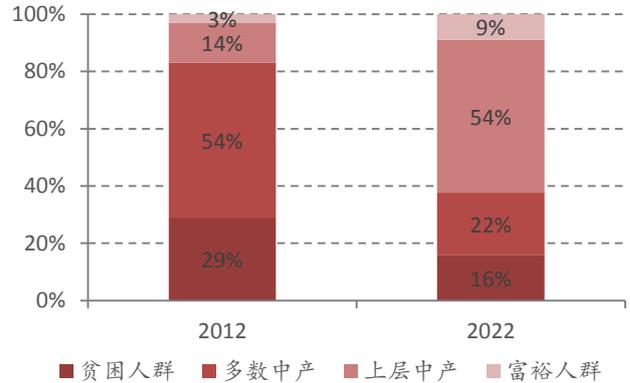
图 14: 三年深度调整前后名优白酒消费结构变化


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

经济波动减小+富裕群体壮大, 名优白酒需求更加稳健增长。我国城镇化率在过去十年稳步提升, 2019 年城镇化率达到 60.6%, 但相比欧美平均 80% 以上的城镇化率还有很大提升空间, 长期向上趋势不改。此外, 随着经济转向高质量发展, 第三产业占比稳步提升, 更多高收入岗位涌现, 驱动中产及富裕群体持续壮大, 预计 2022 年富裕人群和上层中产所占比例相较于 2012 年均较大幅度提升。随着经济高质量发展叠加产业结构多元化, 富裕人群数量持续壮大, 经济波动明显减弱。历经 2018 年中美贸易战和 2020 年疫情冲击两次压力测试, 名优白酒承压后均能较快恢复较快增长, 稳健向上越发明显。

图 15：2009 年以来城镇化率和第三产业占比


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 16：2012 年、2022 年各财富阶层人群占比


数据来源：麦肯锡，中国产业信息网，西南证券整理

供需两端齐发力，名酒周期性明显弱化。需求端：随着我国经济结构多元化，经济波动幅度减小，中产、富裕人群数量和财富量已经十分可观，需求端更加稳健。**供给端：1) 厂家角度。**当前各大酒企均强化对渠道的掌控力，通过运用数字化扫码系统，增加终端渠道管控人员，配额制精准发货等措施确保渠道库存良性。**2) 经销商角度。**现在白酒需求端整体理性，经销商依靠囤货获得暴利已不现实，从而不具备大规模囤货的动机。供需两端共同发力之下，过往因渠道库存带来的杠杆效应减弱，名酒周期性明显弱化。

2.1.3 行业分化有所加剧，名优白酒强者恒强

结构性繁荣特征明显，名优白酒市占率快速提升。本轮白酒复苏以来，“弱增长，强分化”的结构性繁荣特征十分明显。在此背景下，名优白酒品牌和渠道优势越发明显，市场份额加速向名优白酒集中。白酒上市公司（多为名优白酒）的收入和利润市占率分别从 2015 年的 20%、62% 提升至 2019 年的 42%、82%。特别是自 2017 年以来，在居民消费升级步伐显著加快的背景下，名优白酒迎来爆发式增长，上市公司份额占比快速提升。

图 17：上市酒企、白酒行业营收及占比情况


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 18：上市酒企、白酒行业利润及占比情况

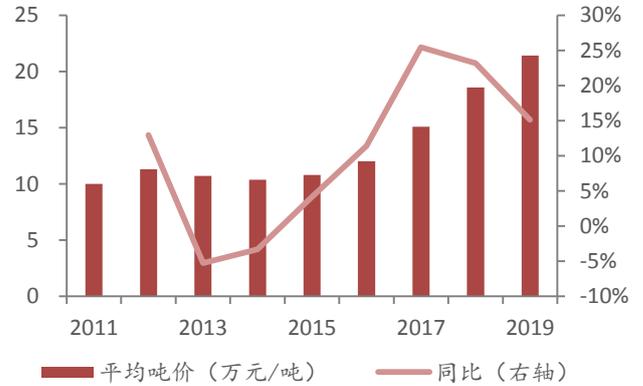

数据来源：国家统计局，西南证券整理

名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。2019 年上市酒企销量（不含顺鑫）市占率仅为 13.4%（剔除顺鑫原因主要系其产品多为低端酒且在上市酒企销量占比超 40%，剔除之后能够更好反映销量和吨价发展趋势），名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔；上

市酒企（不含顺鑫）销量由2015年的95.1万吨提升至2019年为105.5万吨，年均复合增速仅为3.4%；与此同时，受益于直接提价和产品结构升级，平均吨价由2015年的10.8万元/吨稳步提升至2019年为21.4万元/吨，年均复合增速达18.6%。

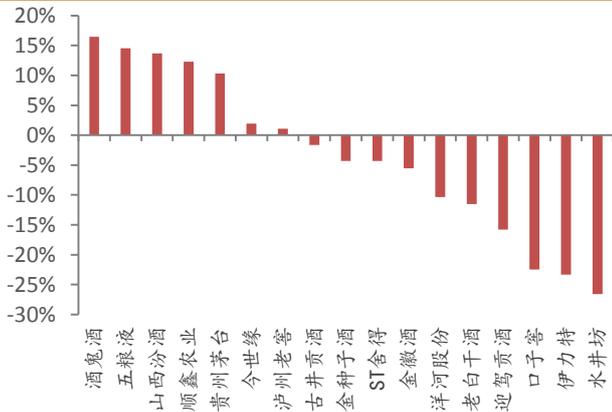
图 19：除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率


数据来源：公司公告，西南证券整理

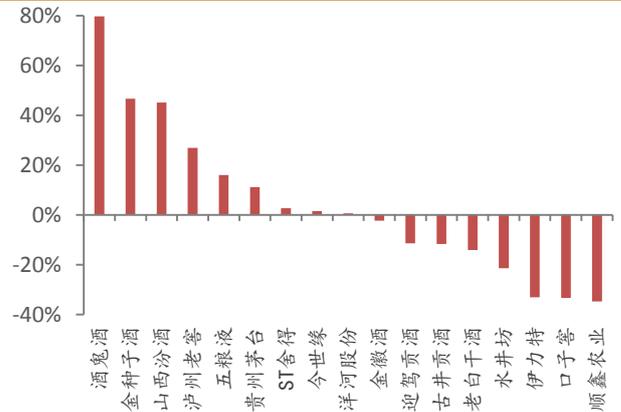
图 20：除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

疫情下分化加剧，强品牌力酒企优势尽显。2020年在新冠疫情带来的负面冲击之下，白酒行业分化有所加剧。其中具有最强品牌力且为香型龙头的“茅、五、泸、汾”增长定力凸显，在疫情得到初步控制后即快速反弹，营收端整体增速显著高于次高端和地产酒；从利润端看，疫情下营销费用投放减少，强品牌力酒企利润增速显著高于收入增速。与之形成鲜明对比的是，品牌力较弱的酒企则需要保持费用投放方可推动终端动销，利润增速远逊色于强势名酒，在品牌为王时代，强品牌力的酒企优势尽显。

图 21：2020 年前三季度白酒上市公司营收增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：2020 年前三季度白酒上市公司归母净利润增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 高端、次高端赛道优异，光瓶酒性价比高快速扩容

居民收入水平高低各异叠加不同场景中消费属性差异较大，白酒得以形成上至超 3000 元，下至 10 多元的宽阔价格带。目前，白酒行业可划分为高端、次高端、中端、低端四个核心价格带，各价格带的核心竞争力和驱动因素差异明显，均有自身内在的发展逻辑和细分

龙头。在行业挤压式增长的大背景下，细分价格带内强者恒强的马太效应持续演绎，细分龙头持续攫取市场份额。

表 1：白酒四个核心价格带

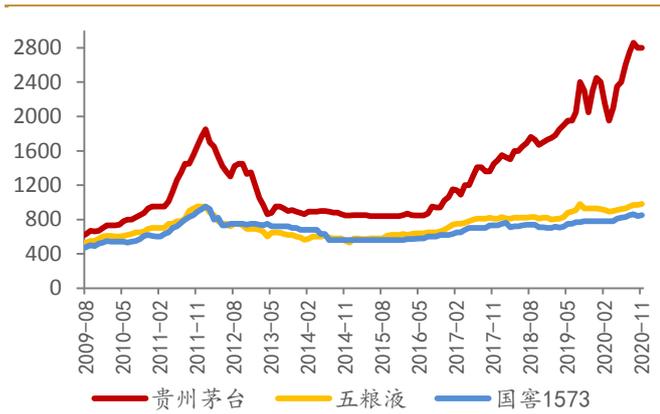
价格带	核心竞争力	主要消费场景	驱动因素	竞争格局
高端 大于 800 元	品牌力 主要靠品牌拉力	商务接待 礼品+收藏	高净值人群与中产阶级壮大 商务活动增加	寡头垄断：茅台、五粮液、国窖 1573 三家占据 95%的份额
次高端 300-800 元	品牌力+渠道力 品牌力弱于高端 但具有老名酒基因	婚宴、寿宴 商务接待 礼品馈赠	1. 高端白酒提价 2. 居民消费升级 二者共同促进行业扩容	垄断竞争：洋河梦、剑南春、青花汾酒、 红花郎、舍得、水井坊、窖龄/特曲 60、国 缘、酒鬼红坛、古 16/20、习酒窖藏等名酒
中端 100-300 元	品牌力+渠道力 更倚重渠道推力	婚宴、寿宴 聚餐自饮	1. 低端酒的消费升级 2. 自身向次高端升级 综合二者影响共同决定	区域割据：主要为地产酒竞争，几乎每个 区域都有强势地产酒，此外还有茅五泸等 名酒旗下的系列酒
低端 100 元以下	渠道力+产品力 主要靠渠道推力和产品力	日常自饮 聚餐饮用	需求向中端、次高端转移，居 民饮酒量下降，市场规模持续 萎缩	格局分散：实现全国化品牌很少，参与企 业数量繁多，市场集中度最低，中小品牌 间竞争激烈

数据来源：渠道调研，西南证券整理

2.2.1 高端赛道优异，品牌壁垒极高

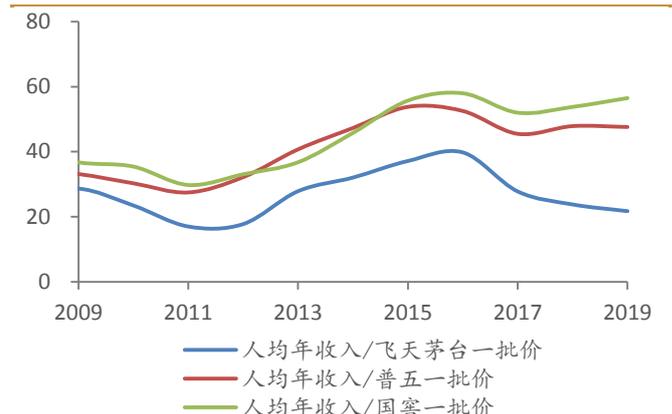
高端批价稳步上行，扩容基础扎实。 高端酒品牌壁垒高且具备最强提价能力，赛道十分优异。2016 年白酒复苏以来高端酒持续呈现出较高景气度，“茅五泸”一批价不断向上。即便疫情冲击下整体经济增长乏力，“茅五泸”批价在疫情初步控制后就快速反弹并再创新高。与此同时，对于开瓶率较高且售价处于千元关口的五粮液和国窖，居民的实际购买能力相比十年前提升明显，高端酒扩容基础扎实。

图 23：2009 年以来高端“茅五泸”一批价走势



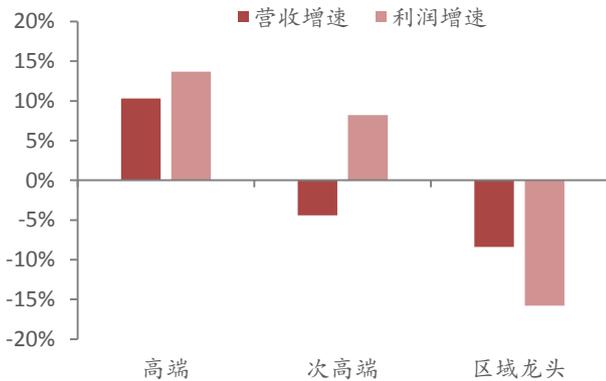
数据来源：渠道调研，西南证券整理

图 24：2009 年以来人均年收入/“茅五泸”批价

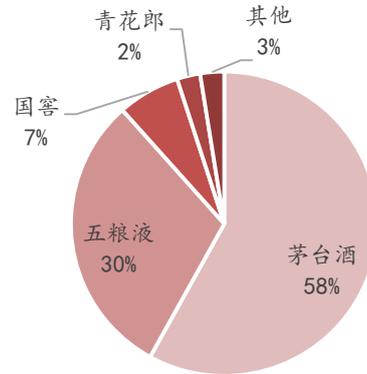


数据来源：国家统计局，渠道调研，西南证券整理

高端最为稳健，竞争格局最优。 在居民收入提升和富裕群体稳步扩大之下，以商务宴请、礼品及收藏为主的高端酒需求稳步扩容。在新冠疫情冲击的考验之下，2020 年前三季度高端酒营收和利润端的表现均明显优于次高端和区域龙头，业绩增长确定性最强。站稳高端对于品牌力要求极高，因而高端白酒竞争格局最为清晰，其中茅台、五粮液、国窖占据 95% 的市场份额。

图 25：2020 年前三季度各档次白酒营收及利润增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：2019 年高端白酒竞争格局（收入口径）


数据来源：公司公告，西南证券整理

高端酒壁垒极高，强大品牌背书不可或缺。茅台、五粮液、泸州老窖均多次蝉联中国名酒，曾多年问鼎过行业一哥，品牌积淀和消费者认知极为深厚，是高端酒细分赛道的成熟品牌。但值得关注的是，在高端酒稳步扩容之下，部分兼具品牌力和品质优势的企业向着高端发力。受益于酱香热叠加茅台供给不足，酱酒中品牌力较为优秀的青花郎和国台 15 年借机向高端发力；此外酒鬼内参具有馥郁香型的差异化产品特点，早年黄永玉大师在文化圈的宣传奠定了较高的品牌格调，这三个新锐品牌近几年均增长势头迅猛。因而要想站稳高端并实现放量，强大的品牌背书和极优异的品质不可或缺。

值得期待的是，汾酒青花 30 复兴版于 2020 年 9 月上市，依托强品牌力和优秀渠道运作能力，有望在高端白酒占有一席之地。

表 2：高端酒品牌情况

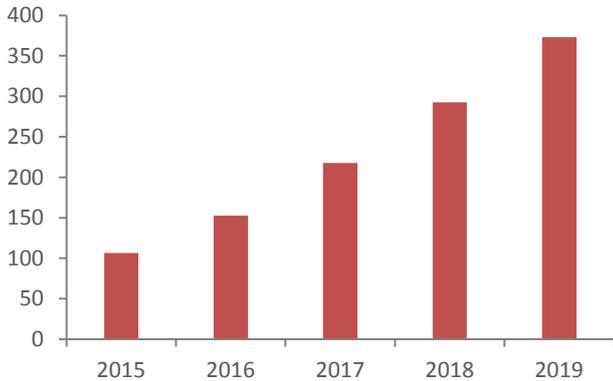
品牌分类	品牌名称	2019 年营收 (亿元)	2019 年增速	立足高端的品牌积淀
成熟品牌	茅台酒	758	16%	五届中国名酒，酱香代表，“国酒茅台”深入人心
	五粮液	397	31%	四届中国名酒，浓香代表，一代“中国酒业大王”
	国窖 1573	86	35%	五届中国名酒，浓香代表，“浓香鼻祖，酒中泰斗”
新兴品牌	青花郎	32	66%	受益于茅台需求外溢，定位“中国两大酱香白酒之一”
	酒鬼内参	3.3	35%	主打差异化的馥郁香型，黄永玉大师在文化界大力宣传
	国台 15 年	3.2	60%	受益于茅台需求外溢，茅台镇第二大酱酒企业
潜力品牌	青花 30·复兴版	—	—	五届中国名酒，清香代表，曾经业界公认的“汾老大”

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.2 次高端强势扩容，竞争格局尚未明晰

次高端爆发力十足，行业快速扩容。2012 年末开始的“限制三公消费”和“反腐”政策导致白酒行业进入深度调整期，在高端白酒降价、政务消费需求锐减共同挤压下，次高端受到严重冲击，营收端出现锐减。历经三年深度调整，白酒行业于 2015 年开始触底反弹，次高端强势爆发，增速显著高于整个白酒行业，表现出极大的业绩弹性。

图 27: 2015 年以来次高端代表品牌营收 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28: 2015-2019 年次高端和全行业营收增速

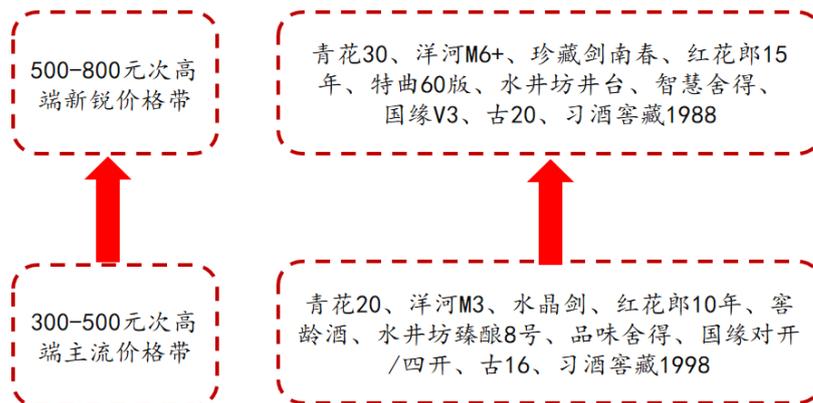


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

次高端未来弹性最大, 预计未来五年量价复合增速分别为 15%、5%左右, 依旧处在量价齐升的高速扩容期:

(1) **500-800 元价格带强势扩容, 次高端第二增长极发力。**2016 年以来, 高端酒批价在茅台带动下一路上扬, 当前茅台批价站稳 2800 元+高位, 五粮液和国窖终端零售价也达到千元大关, 500-800 元价格带发展空间得以打开, 诸如青花 30、古 20、特曲 60 等近两年来均实现高速增长, 三个维度看好次高端 500-800 元价格带的爆发力。**厂家端:**当前次高端优秀酒企均在聚焦资源培育 500-800 元价格带产品, 抢占未来升级价格带;**渠道端:**由于 300-500 元价位产品渠道利润逐渐透明, 渠道推力明显减弱, 而 500-800 元价位产品渠道利润显著较高, 如青花 30、洋河 M6+ 等经销商每瓶利润在 100 元左右, 经销商和终端积极性更高;**消费端:**随着居民收入的提升和主流价格带上移, 更多的消费者会选择向上进一步升级。

图 29: 次高端 500-800 元价格带快速扩容

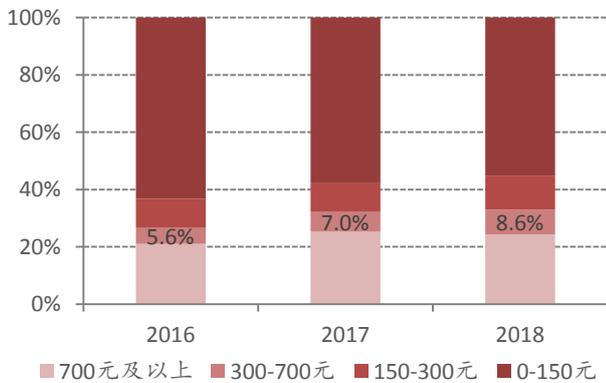


数据来源: 西南证券

(2) **主流消费价格带稳步上行。**在居民收入增长的同时, 白酒消费档次跟随提升, 尼尔森数据显示, 2016-2018 年全国现代商超中次高端价位份额占比得到明显提升。对比华东和中西部, 以婚宴、寿宴等主流消费场景为例, 上海、江苏等东部经济发达地区主流价格带已经超过 300 元, 中部白酒消费大省河南和西部白酒消费大省四川主流价格带已升至

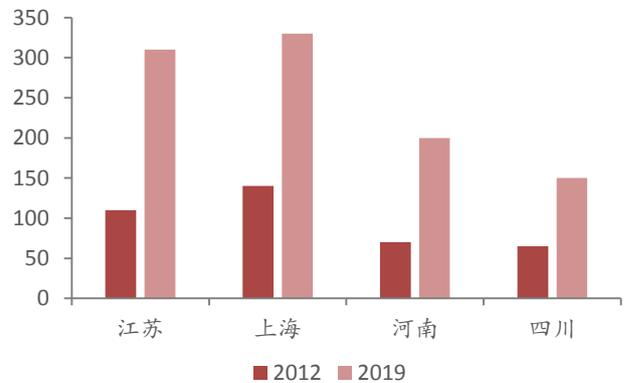
150-200 元之间；伴随经济增长和居民收入增加，白酒消费升级将是长期趋势，次高端持续扩容动力充足。

图 30：2016-2018 年全国现代商超分价位销售份额



数据来源：尼尔森，中国产业信息网，西南证券整理

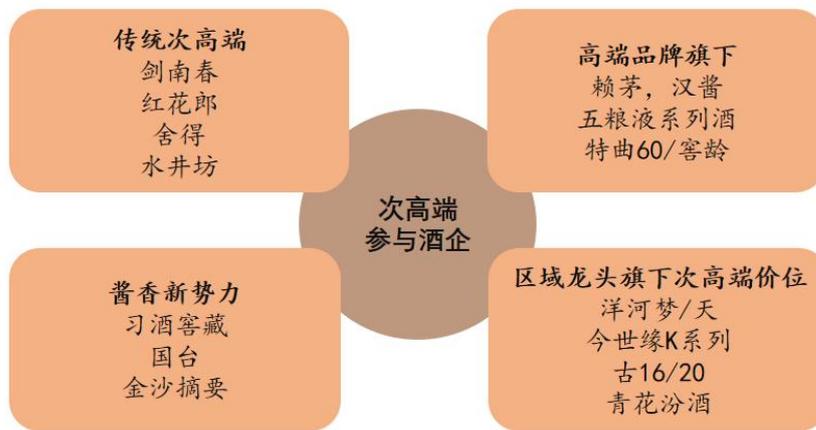
图 31：2012 年、2019 年代表省市白酒主流价格带



数据来源：渠道调研，西南证券整理

(3) 次高端群雄逐鹿，各酒企加码布局。由于次高端行业快速扩容且当前格局未定，优异的细分赛道成为各酒企“兵家必争之地”。当下积极加码布局次高端价格带的酒企数量众多，根据竞争特点可分为：高端“茅五泸”旗下次高端价位产品；传统次高端酒企；区域名酒旗下次高端价位产品；积极布局次高端的酱香新势力。这四大类品牌均在加码发力次高端，特别是区域名酒和酱香新势力的聚焦培育将推动次高端进一步扩容。

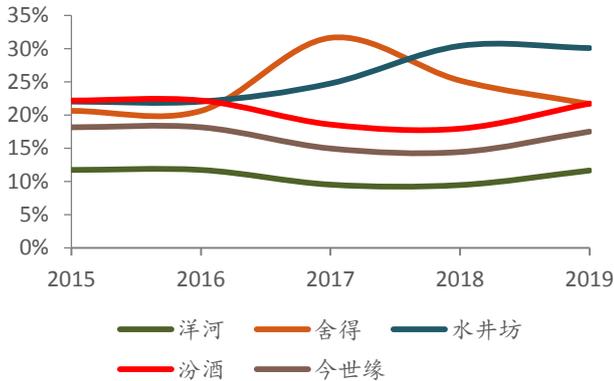
图 32：次高端四大类参与者



数据来源：微酒，酒业家，西南证券整理

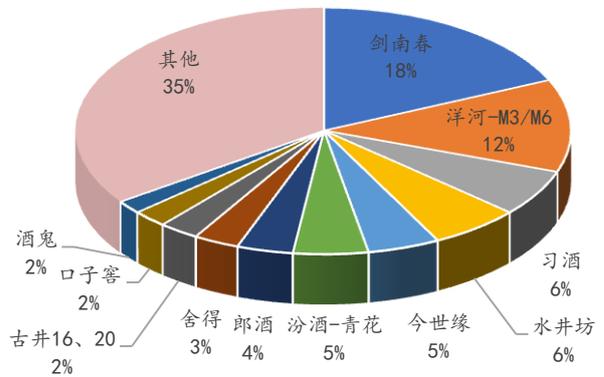
销售费用率居高不下，格局尚未明晰。在 2015-2019 年营收基数逐年扩大基础上，次高端酒企销售费用率仍居高不下，行业竞争依然激烈。当前次高端 CR3 市场份额尚不到 40%，相比于高端酒 CR3 超过 95% 的市占率还有巨大的提升空间。从消费属性看，次高端白酒需要满足面子消费，这决定了参与者需要具备老名酒基因；但消费者品牌忠诚度弱于高端酒，因而优秀的渠道营销能力也不可或缺。在行业增速放缓的背景下，对参与酒企的品牌积淀和渠道运作能力提出更高要求，未来具备强品牌力和优异渠道力的酒企有望脱颖而出。

图 33: 2015 年以来部分次高端酒企销售费用率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 34: 2019 年次高端竞争格局 (收入口径)

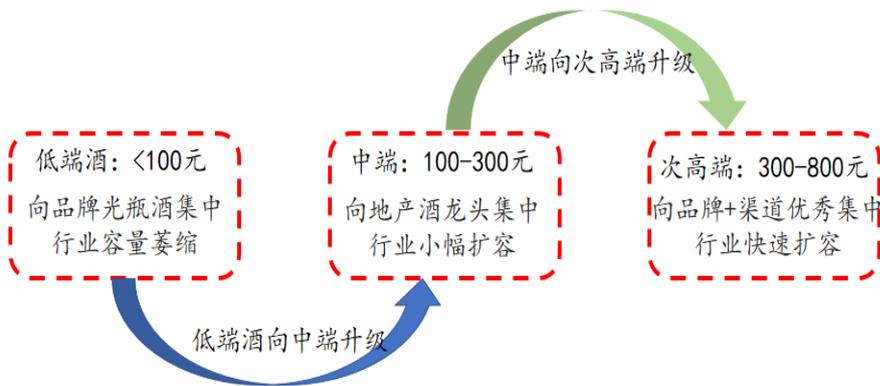


数据来源: 公司公告, 渠道调研, 西南证券整理

2.2.3 中端白酒有限扩容, 份额加速集中

中端白酒有限扩容, 份额加速集中。从消费升级的角度来看, 一方面, 部分中端白酒消费会向着次高端价格带升级, 另一方面, 中端白酒也会承接来自百元以下价格带的消费升级, 二者共同决定了中端白酒的增长情况。随着更多的省份白酒主流价格带上移到 150-300 元之间, 整体来看中端白酒未来有望量价缓慢提升, 扩容空间相对有限。目前中端酒主要被地产龙头和全国名酒中端产品所占据, 竞争格局较为分散。在行业竞争加剧的背景下, 地产酒龙头和全国名酒将依托品牌和渠道优势加速挤占中小酒企市场份额。

图 35: 白酒价格带消费升级情况

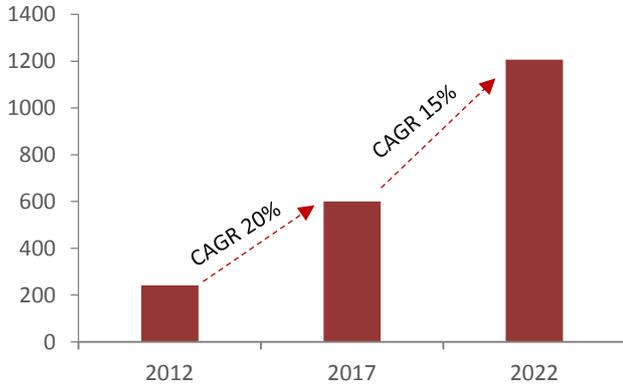


数据来源: 西南证券

2.2.4 低端酒销量萎缩, 光瓶酒量价齐升

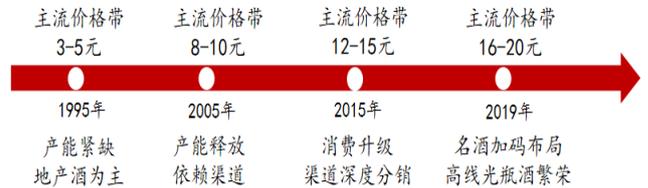
低端容量持续萎缩, 光瓶酒逆势扩容。当前低端酒 (低于 100 元) 市场规模 2000 亿元左右, 近年来随着居民需求向上转移和饮酒频次下降, 低端酒销量持续下降。与此形成鲜明对比的是, 光瓶酒凭借性价比优势呈现出逆势扩容态势, 根据《中国光瓶酒营销白皮书 2017》, 2017 年光瓶酒市场容量 600 亿元左右, 预计 2017-2022 年复合增速保持在 15% 左右。在消费者看重性价比和名酒品牌纷纷发力背景下, 光瓶酒迎来快速扩容的黄金时代。

图 36: 光瓶酒市场规模 (亿元) 及复合增速



数据来源:《中国光瓶酒营销白皮书》, 酒业家, 西南证券整理

图 37: 光瓶酒主流价格带变迁



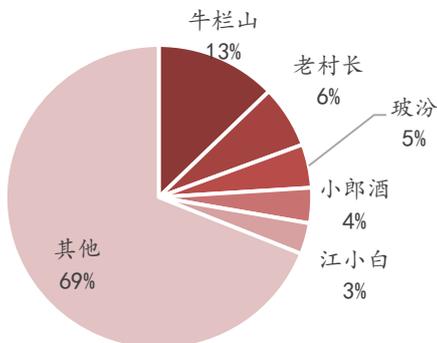
数据来源:《中国光瓶酒营销白皮书》, 酒业家, 西南证券整理

零售价 40 元以上的光瓶酒可视为高线光瓶酒, 近两年高线光瓶酒受到更多消费者和名酒厂家重视, 看好高线光瓶酒快速扩容, 主要基于:

- **性价比突出。**高线光瓶酒基本都为纯粮固态发酵, 口感优于低端盒装酒; 此外由于高线光瓶酒包材等成本占比较低, 性价比优势突出。
- **名酒布局培育。**低端盒装酒多为地方酒厂贴牌生产, 品牌知名度较低。近年来各大知名酒企加码布局推动高线光瓶酒发展, 玻汾、尖庄、沱牌 T68、顺品郎等光瓶酒均是老名酒旗下的光瓶酒, 品牌力优势明显。
- **大众消费升级。**消费者越来越注重健康饮酒、时尚饮酒, 愿意多花钱购买更高品质产品, 高线光瓶酒品质优异, 契合个性化需求, 更加受到追捧。

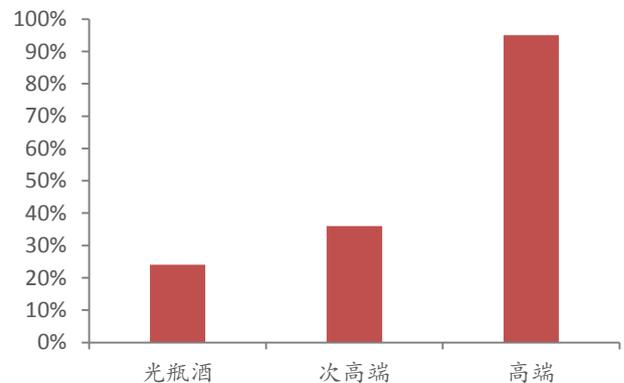
竞争格局: 光瓶酒格局分散, 高性价比和名酒旗下光瓶酒份额明显提升。光瓶酒行业进入壁垒低, 自饮消费下品牌需求弱和过去名酒普遍不重视, 多重原因导致光瓶酒竞争格局较为分散。近年来随着消费者品牌意识和品质意识强化, 光瓶酒迎来快速增长, 其中玻汾、小郎酒、牛栏山等表现十分亮眼。当前光瓶酒 CR3 市场份额仅为 24%, 市场集中度较低, 份额向高性价比和名酒旗下光瓶酒集中的趋势不改。

图 38: 2019 年光瓶酒竞争格局 (收入口径)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 39: 高端、次高端、光瓶酒 CR3 市占率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在消费升级驱动之下，各个档次的白酒价格中枢稳步上移。其中高端稳健扩容，预计未来三年年均销量增长约 10%，单价提升约 8%，营收复合增速约 18.8%；次高端将继续快速扩容，预计未来三年年均销量增长约 15%，单价提升约 5%，营收复合增速约 20.8%。此外中端酒量价小幅提升，整体有限扩容；低端酒量跌价升，市场容量萎缩。

表 3：各档次白酒量价空间测算

	2019 年	2024E	年均复合增速	累计增长空间
高端白酒 (800 元以上)				
销量 (万吨)	6.7	10.8	10%	
单价 (万元/吨)	185	271.8	8%	
销售额 (亿元)	1241	2935	18.8%	136.5%
次高端白酒 (300-800 元)				
销量 (万吨)	7.8	15.7	15%	
单价 (万元/吨)	63.8	81.4	5%	
销售额 (亿元)	500	1278	20.8%	156.0%
中端白酒 (100-300 元)				
销量 (万吨)	95	105	2%	
单价 (万元/吨)	20	22	2%	
销售额 (亿元)	1900	2310	4.0%	21.6%
低端白酒 (100 元以下)				
销量 (万吨)	670	520	-5%	
单价 (万元/吨)	3	3.3	2%	
销售额 (亿元)	2010	1716	-3.1%	-14.6%
合计				
销量 (万吨)	790	652	-3.7%	-17.5%
销售额 (亿元)	5650	8239	7.8%	45.8%

数据来源：国家统计局，渠道调研，西南证券整理

3 品牌、产品、渠道三位一体，清香龙头全面崛起

3.1 品牌端：清香龙头底蕴深厚，品牌建设成效显著

3.1.1 品牌底蕴无可比拟，清香型白酒典型代表

品牌积淀深厚，名酒基因深入人心。汾酒品牌底蕴极为深厚，无论是其传承千余年的名酒历史，还是“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”的诗香意境，再到第一届“国宴用酒”的官方认可，以及上世纪 80 年代末业界公认“汾老大”的行业地位，汾酒在中国源远流长的酒文化中留下浓墨重彩的一笔。汾酒在历史文化、官方认可、行业地位等多个维度均有深厚积淀，多维度共振以此更好的激起消费者的精神和情感共鸣。此外，汾酒凭借其极优异的品质，在连续五届全国评酒大会中均斩获金质奖章，名酒基因深入人心，汾酒深厚的品牌积淀是其走向复兴的强大驱动力。

表 4：汾酒在多个维度具有品牌积淀

品牌维度	代表事件展示
历史文化	汾酒历史悠久，杏花村酿酒起源可追溯至距今 6000 多年前的仰韶文化 1500 年前的南北朝时期，“吾饮汾清二杯，劝汝于邕酌两杯”载入史册，成为最早的宫廷御酒 唐朝诗人杜牧所著“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”成为老百姓耳熟能详的千古名篇 清朝时期汾酒闻名于世，《汾阳县志》记载“汾酿以出自尽善杏花村者最佳”
官方认可	1915 年获得巴拿马万国博览会最高甲等金质奖 第一届政治协商会议和开国大典“国宴用酒” 1952 年首次全国评酒大会即位列“四大名酒”之一 杏花村汾酒酿制技艺 2006 年入选第一批国家级非物质文化遗产
行业地位	1963 年著名的“汾酒试点”项目，形成“四方结队学汾珍”的火爆场景 1980 年代山西汾酒获得白酒行业首个“国家质量管理奖” 1988-1993 年连续 6 年销量和利税均位列行业第一，成为业界公认的“汾老大”

数据来源：公司官网，西南证券整理

表 5：五届全国评酒大会获奖名单

时间	评选结果	获奖品牌
1952 年	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1963 年	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979 年	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、泸州老窖特曲、董酒
1984 年	十三大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989 年	十七大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源：中国酒业协会，酒业家，西南证券整理

清香型典型代表，享受差异化竞争优势。我国共有 12 种香型的白酒，目前市场上占主导地位白酒香型主要为清香型、浓香型、酱香型，其中清香型白酒以无色透明、清香纯正、香味协调、余味净爽为其鲜明特点。当下清香热越来越受到行业关注，首先清香型白酒采用的地缸发酵和清蒸二次清工艺有效规避了酿酒过程中的杂质污染，因而更加干净健康；此外清香型白酒饮用起来具有“干净纯粹、刺激性小”的特点，更容易被年轻消费者所接受。汾酒是我国清香型白酒的绝对龙头，而且在老八大名酒中仅有汾酒为清香型，能够充分享受香型区别而带来的差异化竞争优势。

表 6：三种主流香型的特点

	清香型	浓香型	酱香型
代表产品	汾酒	五粮液/泸州老窖	茅台酒
曲种	中低温大曲	中高温大曲	高温大曲
发酵时间	约 28 天	45-90 天	1 年
发酵池	陶瓷地缸	黄泥发酵	石窖泥底
工艺特点	清蒸清烧，地缸固态发酵， 清蒸两次清	泥窖固态发酵，续糟配料， 混蒸混烧	“三高三长” 九次蒸煮，八次发酵，七次取酒

	清香型	浓香型	酱香型
产品特点	无色透明，清香纯正 香味协调，余味净爽	窖香浓郁，绵甜甘冽 香味协调、回味悠长	酱香突出，幽雅细腻，酒体醇厚，回 味悠长，空杯留香持久

数据来源：中国酒业协会，酒业家，西南证券整理

3.1.2 树立高端民族品牌形象，品牌建设高举高打

树立品牌高度，激发消费者情感共鸣。2017年国企改革以来，汾酒以“打造品牌高度、引领消费文化”为目标，通过宣传“骨子里的中国·青花汾酒”来突出强化其高端民族品牌形象。青花汾酒经典的青花瓷瓶身、“汾”字书法的中国符号、天然靛蓝的中国颜色，三方面共同组成极具特色的“中国风”；与此同时，汾酒将“骨子里的中国”从“中国品质、中国气派、中国精神”三个方面进行品牌内涵延伸，不仅阐释了青花的品牌和文化内涵，更体现了独具匠心的中国味道，从而更好地激发消费者内心深处的情感和精神共鸣。

图 40：青花定位“骨子里的中国”



数据来源：汾酒官方微信公众号，西南证券整理

清理非核心产品，实现品牌瘦身。汾酒过去开发较多的贴牌产品，随着消费者品牌意识日益增强，清理非核心产品，完成产品线聚焦显得十分迫切。2018年公司明确收回所有带“汾”字的产品，尽快实现品牌瘦身工作。2019年汾酒集团品牌管理工作计划再次明确，对非核心产品进行清理以实现产品线瘦身，经过两年大力度的持续清理工作，公司品牌数由过去约1200个进一步优化至500个以内。收回“汾”字开发产品将直接提升主品牌形象，为长远品牌复兴打下坚实基础。

高空+地面联动发力，持续进行品牌输出。汾酒在宣传上通过“高空+地面”联动来进行全方位品牌推广。高空与央视广告团队深度合作，通过策划长版本汾酒故事系列，深度讲述汾酒的历史和文化。与此同时，汾酒赞助中国国际进口博览会、哈佛中国论坛、世界制造业大会等一系列重大活动，在宣传上做到每逢国家大事必有汾酒声音，在消费者心目中留下“夫天下事，喝必汾，汾必喝”的深刻印象。地面则主要通过“行走的汾酒”全国文化大巡展活动，从2018年4月开始的“行走的汾酒”活动足迹已遍历环山西、华东、华南等市场，所到之处通过开展名酒溯源之旅、文化大讲堂、清香盛宴品鉴会等活动来让消费者深度体验和感受汾酒的文化与品质。地面+空中有机联动的方式能够保证稳定、持续的品牌输出。

图 41: 汾酒赞助 2018 年哈佛中国论坛



数据来源: 酒业快讯, 西南证券整理

图 42: 行走的汾酒 2020 启动仪式



数据来源: 云酒头条, 西南证券整理

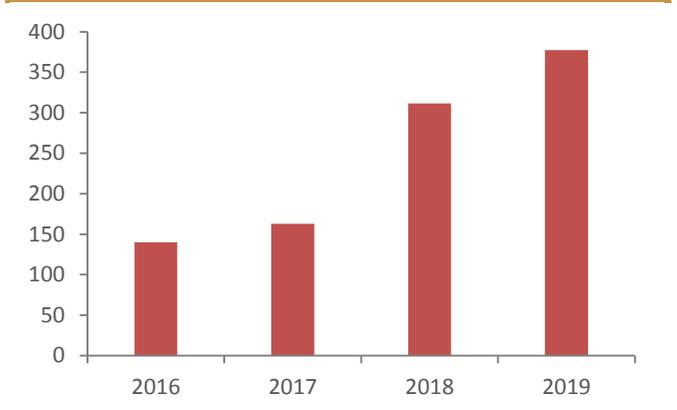
营销投入高举高打, 品牌价值实现跃升。2016 年以来, 公司大力投入费用来提升品牌力, 销售费用和广告宣传费分别由 2016 年的 7.8 亿元、4.6 亿元快速提升至 2019 年的 25.9 亿元、16.1 亿元, 年均复合增速分别达 49%、52%; 通过三年立体化、系统化的高强度推广宣传, 汾酒品牌价值实现跃升, 据世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌》显示, 汾酒的品牌价值由 2016 年的 140 亿元提升至 2019 年为 377 亿元, 名次由有 243 名提升至 165 名, 进步速度白酒行业第一。

图 43: 2016 年以来公司广告宣传费、销售费用及占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 44: 2016 年以来山西汾酒品牌价值 (亿元)



数据来源: 世界品牌实验室, 西南证券整理

3.2 产品端: 产品矩阵完备, 青花、玻汾极具竞争力

产品矩阵完备, 价格带全覆盖。汾酒产品矩阵从高端延伸到低端, 实现价格带全覆盖, 其中高端主要为青花中国装和青花 30·复兴版, 次高端主要包括青花 30 和青花 20, 腰部产品主要为巴拿马和老白汾系列, 低端主要为玻汾。此外竹叶青系列主打保健酒, 杏花村系列酒主打大众民酒。

表 7：汾酒产品矩阵

产品系列	产品名称	产品定位	主流度数与规格	参考价 (元)	产品展示
青花系列	青花中国装	高端	55 度/500ml	1699	
	青花 30·复兴版		53 度/500ml	1099	
	青花 30	次高端	53 度/500ml	816	
	青花 20		53 度/500ml	458	
巴拿马系列	巴拿马 20	中高端	53 度/475ml	456	
	巴拿马 10		53 度/475ml	328	
老白汾系列	老白汾 15	中端	53 度/475ml	208	
	老白汾 10		53 度/475ml	158	
	老白汾醇柔		53 度/475ml	115	
玻汾	黄盖玻汾	低端	53 度/475ml	46	
	红盖玻汾		42 度/475ml	45	
	乳白汾		48 度/475ml	58	
竹叶青系列	竹叶青 20	中高端	42 度/500ml	430	
	竹叶青 10		38 度/750ml	240	
	竹叶青牧童牛	低端	45 度/475ml	48	
	竹叶青露酒		45 度/475ml	40	

数据来源：公司官网，京东商城，西南证券整理

产品策略“两头带中间”，青花、玻汾持续高增长。青花 30 和青花 20 在次高端价格带中品牌力和渠道力突出，极具市场竞争力；玻汾在光瓶酒中品质优势突出，已打造为最具性价比的光瓶酒。得益于两头产品竞争力突出，公司采取了“两头带中间”的产品策略，其中青花高举高打，玻汾放量并培育清香消费氛围，并带动腰部和其他产品发展。青花和玻汾近几年持续高增长，构成公司发展的核心驱动力。

表 8：2017 年以来汾酒系列产品增速

品牌系列	2017 年增速	2018 年增速	2019 年增速	2020Q3 增速	2019 年体量
青花	约 50%	65%-75%	50%-60%	30%-40%	28-30 亿元
巴拿马&老白汾	25%-30%	30%-35%	约 10%	3%-5%	34-36 亿元
玻汾	35%-40%	30%-40%	约 50%	20%-25%	38-42 亿元

数据来源：渠道调研，西南证券整理

青花高举高打，高速增长业绩靓丽。青花系列是汾酒提升品牌力和走向复兴的坚实支撑；作为五届中国名酒和清香龙头，青花近年来坚持高举高打拉升品牌力，推出青花中国装向超高端延伸渗透来强化清香国酒的品牌定位，当前主要起到拔高品牌形象的作用。随着汾酒品牌势能日盛，2017-2019 年青花系列保持 50% 以上的高增长，2020 年在新冠疫情冲击下，前三季度仍然保持 30% 以上的高增长，在次高端价格带中的表现可谓一枝独秀。

青花 30 控量提价拔高品牌，青花 20 快速放量抢占份额。当前实现放量的主要为青花 30 和青花 20，这两款产品在次高端细分价格带具有较强竞争优势。其中青花 30 控量挺价，从 2018 年以来多次提价，2020 年 6 月青花 30 更是单瓶提价 100 元；青花 20 定位 350-500

元次高端主流消费价格带，青花 20 品牌力优秀叠加渠道利润可观，现已成为 350-500 元价格带强有力的竞争产品。

表 9：2019 年以来青花系列调价情况

产品系列	调价日期	调价内容
青花系列	2019 年 5 月	53 度/48 度青花 30 开票价分别上涨 25 元/35 元，建议终端价为 738 元
	2019 年 7 月	53 度/48 度青花 30 开票价分别上涨 25 元/35 元，建议终端价分别为 788/768 元
	2020 年 6 月	53 度/48 度青花 30 开票价每瓶上涨 100 元，青花 20 开票价每瓶上涨 20 元

数据来源：佳酿网，西南证券整理

玻汾持续高增长，担当培育清香氛围大任。玻汾是公司的另一大拳头产品，玻汾近年来持续保持高增长，营收从 2014 年约 8 亿元飞速提升至 2019 年约 35 亿元，年均复合增长高达 34%，对整体增长做出巨大贡献。不仅如此，玻汾由于价格亲民，因而居民消费频次较高，担当起培育清香消费氛围的重大任务；此外省外扩张往往是先由玻汾向大量终端铺货，青花在其中精选优质终端重点培育，渠道协同效应显著。

玻汾性价比优势突出，量价齐升稳健增长。玻汾当前已成为最具性价比的高线光瓶酒，玻汾高增长原因有：**1) 品牌力优异**，汾酒作为五届中国名酒，玻汾经典装的形象在老一辈消费者心目中留下极为深刻的印象，消费基础良好；**2) 产品力突出**，玻汾为纯粮固态酿造，在同等价位中品质优势十分明显，性价比极高；**3) 渠道利润可观**，尽管玻汾单瓶利润和其他光瓶酒差异不大，但玻汾自然动销情况好，产品周转率明显高于竞品，综合下来渠道利润更加可观。玻汾性价比突出，通过提价和放量齐发力，未来稳健增长可期。

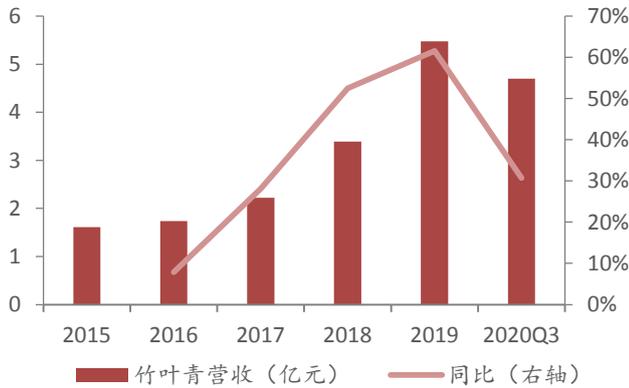
表 10：玻汾系列调价情况

调价日期	产品名称及规格	供烟酒店指导价	烟酒店提议成交价	终端标价
2019 年 1 月	53 度玻汾	40	45	58
2019 年 9 月	53 度玻汾	41	48	60
2019 年 11 月	42 度玻汾	37	44	50

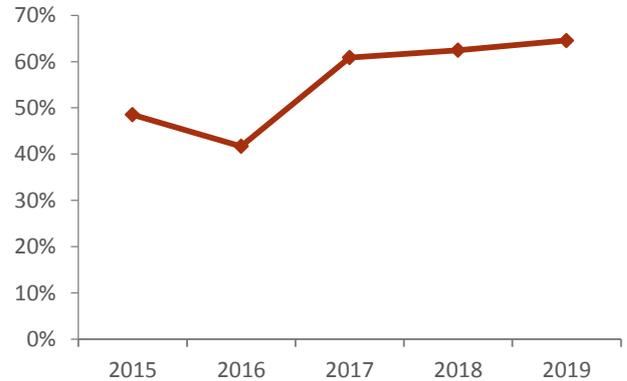
数据来源：《关于 53 度玻汾价格产品体系执导的通知》，搜狐网，西南证券整理

巴拿马贡献增量，老白汾仍在调整。巴拿马和老白汾系列定位腰部产品，老白汾系列主要集中在省内销售，存在渠道利润透明和产品老化的问题，未来增长有限。公司审时度势于 2018 年 9 月推出战略新品巴拿马金奖系列，该系列的推出不仅丰富公司产品线，而且巴拿马系列价位和渠道利润均高于老白汾，很好地解决了老白汾面临的产品老化和渠道推力不足的弊端，并有效承接老白汾的产品结构升级需求。2020 年前三季度在新冠疫情冲击之下，巴拿马仍然实现 20% 左右高增长，增长韧性十足。随着青花和玻汾省外的顺利扩张，2019 年巴拿马系列也开始顺势导入环山西市场，腰部产品增长空间进一步打开。未来受益于青花品牌力向上和环山西市场的导入，巴拿马和老白汾增长有望提速。

竹叶青培育力度加大，有望复制玻汾发展路径。竹叶青系列是汾酒未来增长的又一看点，近两年在公司大力培育下实现较快增长，营收端由 2016 年 1.7 亿元增长至 2019 年为 5.5 亿元，年均复合增速达 46.7%。2020 年前三季度疫情冲击下增速仍高达 31%，此外竹叶青毛利率也稳步向上提升。当前公司推出双轮驱动战略，向竹叶青增资 6 亿元打造大健康产业项目，玻汾培育成功经验在前，竹叶青又是保健酒领域唯一历史知名品牌，有望复制玻汾的发展路径，在独特品牌优势的加持下，竹叶青完全具备成为大单品的空间。

图 45：2015 年以来竹叶青系列营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：2015 年以来竹叶青系列毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年 9 月，定位高端的青花 30·复兴版隆重上市，复兴版在售价和定位上对标五粮液和国窖，是汾酒聚焦培育并计划实现高端放量的战略新品。青花 30·复兴版酒体品质更优，包装更加大气，极具辨识度的复兴版将进一步拔高汾酒整体品牌形象，并填补过往清香酒欠缺高端大单品的空白，未来空间值得期待。

3.3 渠道端：营销战斗力全面激发，渠道管理能力持续增强

3.3.1 推行组阁聘任制，营销战斗力全面激发

资深销售领导履新，制定规划指明方向。营销能力不强，员工积极性不高在过去长期制约着汾酒的发展。2017 年李秋喜董事长签订目标责任书之后，汾酒销售公司作为改革排头兵率先开启大刀阔斧的改革。以常建伟为执行董事、李俊为总经理的新一届销售公司领导班子搭建完成，两位领导均为老“汾酒人”，过去在公司销售体系工作多年并担任关键职务，对于公司情况了解透彻，市场运作经验丰富。两位领导履新后即深入一线开展调研，随后提出以市场发展为核心的“133363”营销工作规划，为汾酒未来销售工作指明了前进方向。

推行组阁聘任制，营销战斗力充分激发。以激发销售团队积极性和战斗力为目标，销售公司新管理层推动如下三方面改革：**1) 推行组阁聘任制**，2017 年 6 月，汾酒销售公司集体解聘原来的经理层、部门负责人等副处级以上领导干部的职务，重新聘用上岗，有效解决了过去权责不清，裙带关系复杂的问题。**2) 强化员工激励**，通过构建以结果为导向，将薪资与业绩直接挂钩、建立清晰明确的激励考核制度来充分激发销售人员的积极性。**3) 推行末位淘汰制**，汾酒销售公司对各省区经理和一线业务人员考核采用末位淘汰制，并提拔一线优秀的业务人员和省区经理进入销售经理层班子。通过三方面实质性的改革措施协同发力，营销战斗力由此得到充分激发。

3.3.2 理顺价格体系+推动费用落地，渠道管理能力得到实质提升

汾酒早年采用以经销商为主导、厂家为辅的渠道运作模式，该模式具有能够快速实现区域扩张、经销商积极性高的优点。但由于厂家对于市场管控力度较弱，弊端也非常明显。比如在行业处于下行周期时，大商容易出现低价甩货，由此带来的大量窜货使得价格体系崩溃。与此同时，受限于市场运作人员数量不足，公司对投入的市场费用难以进行有效监督，过去厂家对于渠道的控制力和渠道精细化水平都不高。

2017年销售公司新管理层上任后开始对价格体系和费用投放开启大规模改革。**1) 理顺价格体系，完善渠道利润分配。**渠道利润的合理分配有利于经销商和终端形成稳定的利润预期，从而强化渠道信心。汾酒销售公司通过制定包括出厂价、终端供货价、团购指导价、终端零售价等来理顺渠道价格体系，以此构建合理的渠道利润分配体系，并确保渠道利润在10%-15%的合理区间之内。**2) 价费分离，推动费用落地。**国改以来汾酒强化对市场运营费用的管控力度，首先明确规定市场运营费用的使用方向；其次随着厂家派出的市场稽核人员数量的增加，市场运营费用得以有效监督，进而确保费用真正用于市场建设和消费者培育；最后若发生运营费用变现或者另做他用情况，违规经销商会受到厂家重罚。

渠道政策持续裂变，精细化程度稳步提升。汾酒在政策层面理顺价格体系和推动渠道费用落地的基础之上，根据具体发展情况不断完善渠道政策。2017年严格实行“半控价、全控价”，顺利实现青花顺价销售；2018年汾酒坚持“价格刚性、渠道利润、费用落地”三条主线，增强价格管控能力；2019年汾酒严打经销商低价倾销等窜货问题，推动主销产品销售配额制，借助数字化系统赋能渠道。与此同时，历经三年快速扩张，汾酒营销团队由400人扩张至超4000人，强有力的营销团队是市场运作能力提升的坚实基础；可控终端网点数量由2016年的仅2万多家飞速扩张至2020H1为80万家，汾酒对于渠道控制力和精细化程度提升明显。

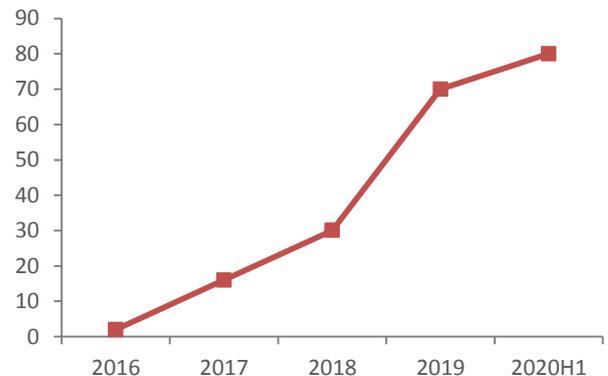
表 11：汾酒渠道政策持续裂变

时间	渠道政策内容
2017年	逐步形成了“以入股优质企业成立混合所有制公司、联合区域经销商成立大平台公司和以产品系列为主体成立的混合所有制合资联销公司”新模式
2017年	实行“半控价、全控价”和“价费分离”的价格管控模式，实现了主销产品的顺价销售
2018年	坚持“价格刚性、渠道利润、费用落地”三条主线，对费用审批和核报充分授权，强化对产品价格的管控能力
2019年	汾酒施行“三月六条”政策，严禁低价倾销行为、严禁跨区域窜货违规行为、严禁未经授权私自向电商平台供货，全额或部分取消违规经销商控价基金的返还
2019年	对全系列产品实行销售配额制管理，实行精细化分级管理；借助数字化系统改造传统渠道
2020年	汾酒成立了10个直属管理区，划小管理单元，推动组织下沉，建立更加高效的区域管理组织
2020年	强化终端建设和团购聚焦，加大电商销售渠道建设，推动直播带货等新零售方式

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 47：2015年以来汾酒销售员工数量


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：2016年以来汾酒可控终端网点


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.3 市场开拓层层递进，省内扁平化精耕，省外招商快速推广

市场开拓层层递进，稳扎稳打步步为营。国改以来汾酒市场开拓思路清晰，2017年汾酒将重心放在推动省内渠道下沉和引导产品结构升级，并为发力环山西市场做好基础准备工作。2018年汾酒在环山西市场大量招商铺货，同时省内推出巴拿马系列，延续渠道下沉和产品结构升级。2019年大力开拓华东市场，华东当年实现翻倍增长；与此同时，环山西市场继续推动渠道下沉工作，增速仍有40%左右；2020年珠三角市场开拓接棒发力，确立对“江浙沪皖粤”五省重点培育，并定下较高增长目标。环山西市场继续推进空白市场下沉和核心终端掌控。

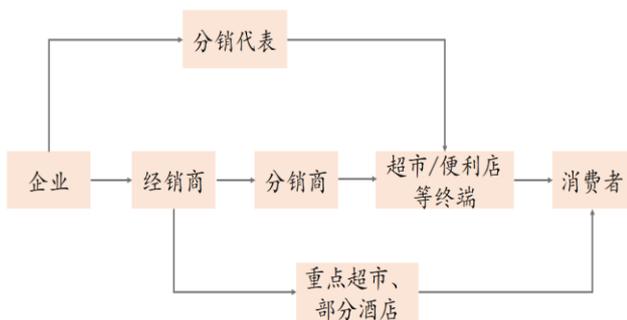
图 49：2017 年以来汾酒市场开拓进程



数据来源：渠道调研，西南证券整理

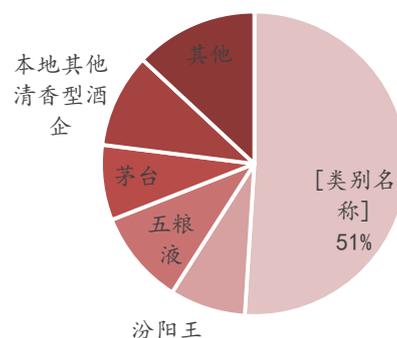
省内绝对龙头，渠道下沉精耕。汾酒是山西省内白酒绝对龙头，市场份额占比达51%，远超汾阳王等本地酒企，茅台、五粮液等全国化名酒占比也均未超过10%。省内采用有利于渠道精细化运作的直分销模式，直分销模式即在传统经销商渠道销售基础上，辅助设立专门的分销代表协助分销商开展深度分销，通过厂家派驻分销代表直接介入可以加强对渠道和终端的反应速度和掌控力度。另一方面，汾酒持续推进“百县千镇”工程，增加省内经销商数量，市场渗透率稳步提升。

图 50：汾酒省内渠道示意图



数据来源：微酒，西南证券整理

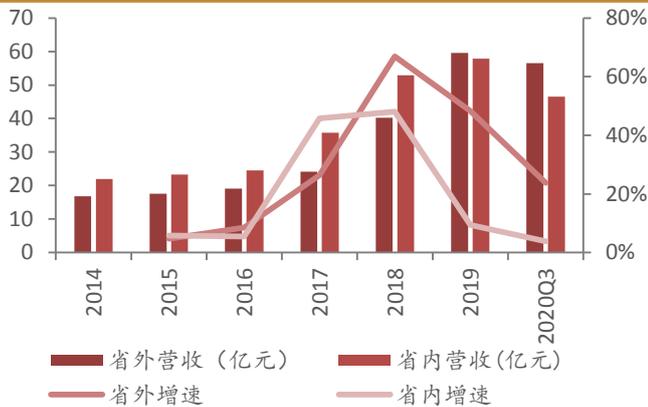
图 51：山西省内白酒竞争格局（收入口径）



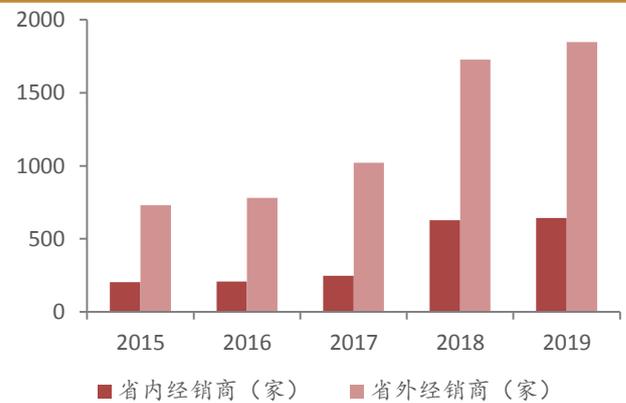
数据来源：糖酒快讯，西南证券整理

借助优质经销商资源，省外渠道开拓良好。公司在省外充分借助优质经销商资源，以此实现市场快速扩张。环山西市场汾酒的消费基础较好，2018年汾酒通过在环山西市场大力招商，并给予经销商有吸引力的渠道利润，优质经销商快速向公司聚齐，从而实现快速扩张。

针对长江以南市场，汾酒一方面联合区域经销商成立大平台公司，由此激发经销商积极性；另一方面给予优质经销商前置费用支持，减轻经销商资金压力。汾酒在 2018 年开始集中发力省外以来，省外经销商数量飞速增加，从而带动省外营收增速远高于省内，2020 年单三季度省外收入同比+39.1%，高速扩张势头不减。

图 52：2014 年以来汾酒省内、省外营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 53：2015 年以来汾酒省内、省外经销商数量


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 国改力度空前，活力激发实现“汾酒速度”

汾酒自 2017 年开启国企改革以来，营收和利润端均持续高增长，品牌势能稳步提升，全国化进展情况良好，取得了业界瞩目的“汾酒速度”。汾酒何以实现如此靓丽的增长？“汾酒速度”的背后离不开力度空前的国改，三年国改期间，汾酒在股权结构、关联交易、机制体制等方面取得重大突破，驱动管理层、员工积极性空前提高，整体经营效率大幅提升。汾酒以签订目标责任书为契机，高难度业绩目标倒逼管理层开启力度空前的改革。三年以来，引进战投+股权激励+酒类资产整体上市渐次落地，改革红利持续释放，老名酒重焕生机。

汾酒国改序幕拉开，高难度目标倒逼改革。2017 年，在山西省委、省国资委对省内国企国资改革的大布局下，汾酒勇立潮头，成为山西国企改革先锋兵。2017 年 2 月，汾酒集团与山西省国资委签订《2017 年度经营目标考核责任书》和《三年任期经营目标考核责任书》，目标责任书的签订标志着汾酒改革的序幕正式拉开。目标责任书坚持三大原则“权责利统一，对标先进，正向激励”的原则，主要内容包括山西省国资委将经营权、管理层聘任权、年度预算决算权等八项权利授权给汾酒集团董事会行使；此外汾酒集团 2017-2019 年酒类收入增长目标分别为 30%、30%、20%，三年酒类利润增长目标分别为 25%、25%、25%。

表 12：目标考核责任书内容

目标考核责任书	主要内容
《2017 年度经营目标考核责任书》	1) 2017 实现酒类营业收入 66.5 亿元，同比增长 30% 2) 2017 实现酒类利润总额 10.5 亿元，同比增长 25% 3) 2017 年酒类收入排名不低于行业第七名
《三年任期经营目标考核责任书》	1) 汾酒集团 2017-2019 年酒类收入增长目标分别为 30%、30%和 20%，酒类利润增长目标分别为 25%、25%、25% 2) 截止到 2019 年 12 月 31 日，汾酒集团国有资本保值增值率要达到 107.6%，酒类营收达到 103.74

目标考核责任书	主要内容
	亿元，酒类利润总额达到 16.38 亿元
	3) 任期内三年考核结束，企业资产质量及风险控制在合理范围内

数据来源：山西省国资委官网，西南证券整理

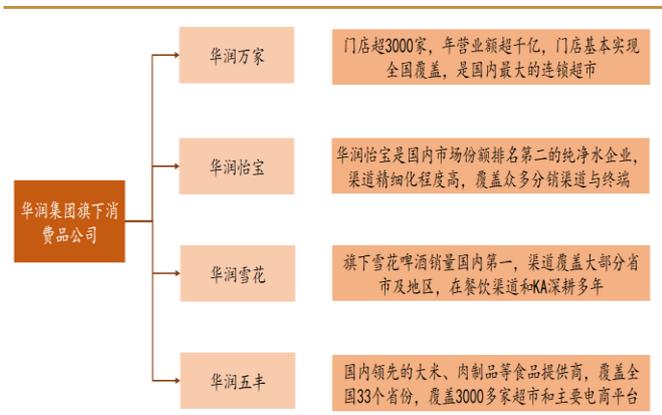
薪酬与绩效直接挂钩，管理层动力十足。依据目标考核责任书，管理层如果完成考核目标，董事长则按照规定取得报酬，对超额完成目标 25% 以上的，省国资委给予汾酒集团董事长特别奖励；完不成年度经营业绩目标，解聘董事长。同时利润总额目标考核情况与企业工资总额预算挂钩：超过目标 30% 以内的，按超过目标利润额的 10% 进行奖励；超过目标 30%-50% 的，按 15% 进行奖励；超过目标 50% 及以上，按 20% 进行奖励。反之如若未完成目标，也将分三个档次扣减工资总额。在圆满完成 2017 年目标任务后，2018 年 2 月汾酒拿出总额 4200 万元对领导班子进行奖励，兑现了当初签订经营目标协议书时的承诺，管理层备受鼓舞，积极性空前高涨。

4.1 引华润为战投，实现“引资、引智”

引华润为战投，充分发挥渠道协同效应。2018 年 2 月，公司向华润集团旗下的华创鑫睿转让 11.45% 的股份，汾酒集团持股比例下降至 58.52%，华润集团的战略加盟是汾酒混改的重大突破。引进战略投资者解决了过去存在的一股独大问题，公司治理得到显著改善；其次华润旗下拥有雪花、怡宝等畅销全国的产品，且华润有着成熟丰富的快消品运作经验，可为公司营销提供战略咨询和经验分享；最后渠道协同显著，华润雪花、怡宝等拥有遍布全国的营销网络，直接掌控约 190 万家终端网点，旗下商超华润万家覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区，对汾酒在省外市场开拓提供强有力的支持。

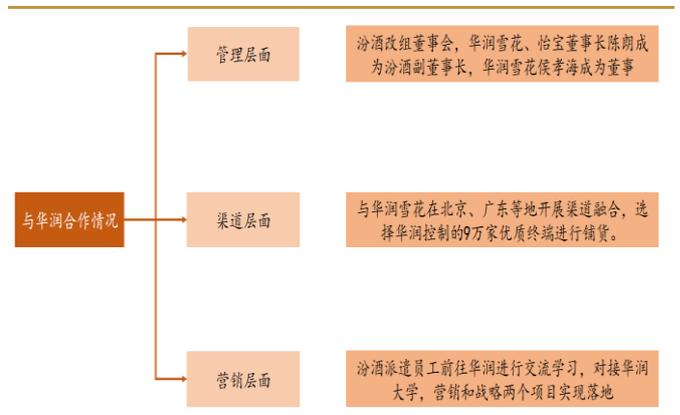
与华润合作持续落地，助力汾酒提高营销力。自华润成为公司战略投资者以来，二者之间的合作持续落地。从管理层面，2018 年汾酒改组董事会，陈朗和侯孝海入主汾酒董事会，其中陈朗为华润集团副总经理、华润雪花、怡宝董事长，侯孝海则为华润雪花啤酒(中国)总经理；从渠道层面，汾酒与华润旗下华润雪花、怡宝矿泉水销售渠道展开合作，**汾酒选取了华润 9 万多家优质终端进行铺货。**从营销层面，汾酒派员工前往华润学习管理经验，与华润大学对接，营销和战略两个项目均已顺利落地。通过与华润进行经验共享来提升运营能力和管理效率。

图 54：华润集团旗下消费品公司情况



数据来源：华润集团官网，西南证券整理

图 55：汾酒与华润合作落地情况



数据来源：公司公告，酒业家，西南证券整理

4.2 员工持股计划如期推进，业务骨干积极性提升

2019年3月，汾酒发布公告称拟向公司高管、中层管理人员及核心技术（业务）人员等395人授予590万股限制性股票，授予价19.28元/股，共分三期解除限售，行权条件需满足对应的考核指标，由此标志着公司限制性股票激励计划顺利落地。此举不仅进一步完善公司治理结构，还能充分调动公司中高层管理人员和核心业务骨干的积极性。此外该项员工持股计划业绩考核期为2019年—2021年，间接为汾酒实现良好业绩提供支撑。

表 13：汾酒限制性股权激励名单

姓名	担任职务	获授限制性股票数量（万股）	获授限制性股票占总股本比例
宋青年	副总经理	5	0.006%
武世杰	副总经理	5	0.006%
李俊	副总经理	5	0.006%
马世彪	总会计师	5	0.006%
郝光岭	总经理助理	5	0.006%
高志峰	总经理助理	5	0.006%
王涛	董事会秘书	5	0.006%
武爱东	职工监事	5	0.006%
中层管理人员、核心技术/业务人员（共387人）		528	0.610%
预留		60	0.069%
合计		628	0.725%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 14：限制性股权激励行权条件

解除限售期	可行权比重	业绩考核内容
第一期 (2021/5/8—2022/5/8)	40%	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 2019年营业收入增长率不低于90%，且不低于同行业对标企业75分位值水平 2019年主营业务收入占营业收入的比例不低于90%
第二期 (2022/5/8—2023/5/8)	30%	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 2020年营业收入增长率不低于120%，且不低于同行业对标企业75分位值水平 2020年主营业务收入占营业收入的比例不低于90%
第三期 (2023/5/8—2024/5/8)	30%	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 2021年营业收入增长率不低于150%，且不低于同行业对标企业75分位值水平 2021年主营业务收入占营业收入的比例不低于90%

数据来源：公司公告，西南证券整理 备注：收入增长率考核以2017年业绩为基数

4.3 酒类资产整体上市，解决同业竞争困扰

根据公司公告，2016-2018年公司与关联方实际发生的交易金额分别为7.76亿元、11.57亿元、29.28亿元，递增的关联交易弊端越发明显。为减少关联交易，解决同业竞争的困扰，汾酒加快了集团酒业资产注入上市公司的步伐。2018年11月以来，公司开始大刀阔斧进行集团酒业资产收购，2019年11月更是密集收购控股股东汾酒集团的7项关联资产。密集收购之后，2019年关联交易下降至14.2亿元，2020H1进一步降至5.1亿元。随着2020年

11月汾酒收购集团酒业发展区股份公司51%股权尘埃落定，集团几乎全部的酒业资产已经注入上市公司，集团公司与股份公司关联交易等历史问题得到有效解决，治理结构得到优化，经营效率和盈利能力将进一步提升。

表 15：汾酒收购集团酒类资产情况

收购时间	交易标的	收购价格 (万元)	资产项目
2018/11/19	杏花村国贸	9282.75	龙城国贸、大同长风、朔州国茂、长风国茂共四家销售公司 100% 股权，大连杏花村酒业公司、三晋杏花村汾酒专卖店 100% 股权
2018/12/13	酒业发展区销售公司	12232.1	酒业发展区销售公司 51% 股权
2019/3/5	汾酒集团	891.03	房屋建筑物、构筑物 机器设备
2019/3/5	义泉涌公司	9945.04	金安商贸公司 80% 股权、汾玉商贸公司 31% 股权
2019/6/20	宝泉涌公司	2575.70	宝泉涌公司 51% 股权
2019/11/25	宝泉福利公司	1645.59	房屋建筑物、机器设备、运输设备、电子设备
2019/11/25	杏花村汾酒集团	213.33	汾酒集团 9275 平方米土地使用权
2019/11/25	竹叶青营销公司	1194.95	竹叶青营销公司 10% 股权
2019/11/25	汾酒集团汾清酒厂	19725.12	汾青酒厂 100% 股权
2020/11/18	集体酒业发展区公司	26520.85	汾酒集团酒业发展区股份有限公司 51% 股权

数据来源：公司公告，西南证券整理

2019年汾酒超额完成国改任务，成为白酒行业唯一入选国务院国企改革“双百行动”企业，经营效率和员工积极性大幅提升，积聚起强大的发展势能。2020年11月，汾酒集团正式升格为山西省属重点骨干企业。此次整体升格，既是对汾酒改革成绩的充分肯定，更对今后汾酒进一步深化改革提出更高要求。站在新的起点，汾酒将进一步深化管理、营销、用人等方面的改革，推动内部治理更加精细和高效，未来改革红利将持续释放。

5 展望未来：品牌复兴助推青花高增，全国化空间广阔

伴随着三年国改完美收官，公司实现了令业界瞩目的“汾酒速度”，以李秋喜董事长为代表的核心管理团队顺利连任，当下的汾酒站在全新的历史起点。我们试着从汾酒品牌复兴、产品发展、全国化空间进行系统梳理，以此厘清汾酒未来的增长路径和发展空间。未来3-5年将是汾酒品牌加速复兴，青花系列实现突破，全国化更进一步的黄金时代。在优秀管理层掌舵和改革红利持续释放之下，持续高增动力充足，汾酒复兴坚实有力。

5.1 兼具天时、地利、人和，品牌复兴逻辑清晰

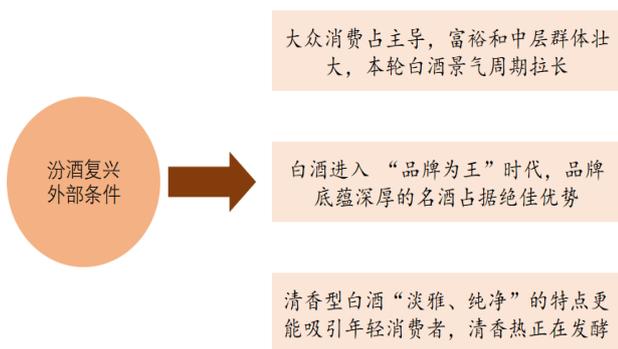
汾酒在国改红利不断释放之下，营收和利润均连续高增长，即便今年在新冠疫情的冲击下，汾酒表现依旧靓丽，青花系列在次高端中的表现更可谓一枝独秀。在当前行业处于挤压式增长的大背景下，如何看待汾酒未来增长空间，汾酒何以复兴成为亟待回答的重大命题。我们试着从更高远、更本质的维度来看待汾酒复兴；白酒作为最注重品牌基因和文化积淀的消费品，**品牌高度决定未来空间，汾酒复兴本质上即为品牌复兴**。当下的汾酒具备“天时、地利、人和”三重有利条件，品牌复兴基础扎实。

- **天时：外部环境有利。** 1) 当前大众消费崛起，富裕阶层和中产阶层持续壮大，名酒需求更加稳健增长。2) 白酒进入“品牌为王”时代，品牌驱动相比于过去依靠

产能、渠道驱动竞争壁垒更高，更为持久和稳定，强品牌力的名酒将持续受益。3) 清香热持续发酵，清香型白酒“淡雅、纯净”的特点更易被年轻消费者接受，从玻汾的火爆程度，清香热可见一斑。

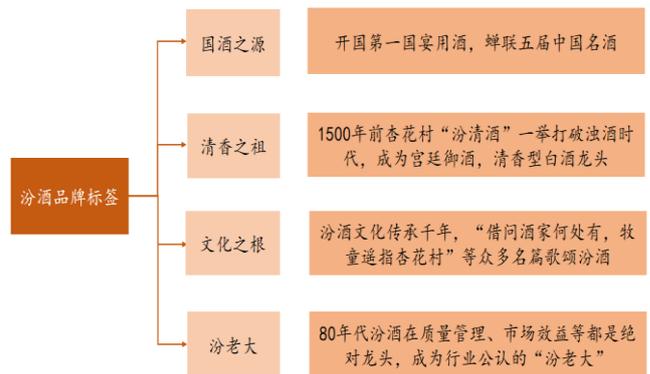
- 地利：深厚的品牌积淀。**汾酒有着“国酒之源、清香之祖、文化之根、五届名酒、汾老大”等多维度、深层次的标签，其无可比拟的品牌底蕴能够强有力地占据消费者心智。历经三年高强度品牌建设，消费者对汾酒品牌认知的正循环已然形成，品牌势能稳步向上。

图 56: 汾酒复兴的外部条件



数据来源：公司公告，酒业家，西南证券整理

图 57: 汾酒的品牌标签



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

- 人和：优秀管理层推动。**在李秋喜董事长签署目标责任书之后，汾酒即从顶层设计上提出“11936”中长期复兴战略，描绘出汾酒复兴的蓝图。该项战略规划明确了要实现汾酒全面复兴，重回白酒一线阵营的长远发展目标。2017-2019 年为完成考核目标和推动汾酒复兴，公司自上而下积极推进，改革力度大、速度快，成效十分显著。展望未来，汾酒国改红利继续释放，长效激励机制已然形成，以李秋喜董事长为代表的核心管理层顺利连任，未来的汾酒必将以更大的力度和决心推动品牌复兴。

表 16: 汾酒“11936”复兴战略

“11936”复兴战略	具体内容
1 个理论	系统构建 1 个理论——“中国酒魂信仰理论体系”
1 个精神	大力弘扬一个精神——“报国、诚信、创新、开放、坚韧、儒雅”的汾酒精神。
9 度管理	实行“九度管理”——“理论高度、思想锐度、文化厚度、改革强度、营销深度、发展速度、执行力度、品牌美誉度、顾客忠诚度”
3 大任务	完成三大新的历史性任务——“机制改革创新、质量规模效益科技复合型发展、品质文化历史核心竞争力综合提升”，综合经济效益力争进入行业前三。
6 个酒都	建设六个酒都——“诚信酒都、人文酒都、创新酒都、开放酒都、绿色酒都、幸福酒都”

数据来源：公司公告，西南证券整理

5.2 聚焦培育青花，青花 30·复兴版横空出世

产品策略转为“拔中高、控底部”。公司过去“两头带中间”产品策略十分成功，依托青花和玻汾这“一高一低”两款拳头产品的协同发力，汾酒品牌影响力和清香消费氛围均提升明显。随着三年国改完美收官，公司迈入全新发展征程，秉承着“先做优，再做强，再做大”的中长期发展战略。2020年汾酒将产品策略调整为“拔中高、控底部”，按照“一控三提”方针，聚焦资源实现青花突破，玻汾控量稳中有升，进而带动巴拿马、老白汾发展。

做大做强青花系列，青花极具想象力和发展空间。消费者对于品牌认知源于企业最主要的产品，如飞天茅台代表了茅台的档次，普五代表了五粮液的档次等。因而聚焦资源培育青花大单品，推动品牌力不断向上，是汾酒谋求复兴的必然选择和坚实支撑。2020年以来，汾酒通过加大营销资源投放力度，以青花为核心来考核业务员和经销商，多管齐下重点做大做强青花系列，青花系列实现突破必将带动整个产品体系实现质的飞跃。2019年青花体量仅28-30亿元，聚焦培育下持续高增长可期。

青花 20、30 分离运作，精准提升营销能力。汾酒定下 2020 年青花 20 和 30 双增 10 亿元（销售口径），总量达到 50 亿元的目标。考虑到青花 20 和青花 30 主要消费场景、消费人群、适配终端类型及其需要配套的落地动作都有较大差别，汾酒从核心市场、产品定位和市场动作等方面对两大产品进行分离操作，分离运作能够提高市场运作的效率和针对性，由此进一步提升青花两大单品的市场竞争力。

表 17：青花 20、30 分离运作

分离内容	青花 20	青花 30
战略目的	快速放量抢占市场	提升品牌价值为主
核心市场	聚焦 100 个城市	聚焦 50 个城市
产品定位	更偏向于渠道型产品	更偏向于团购型产品
价格策略	青花 20 则采取紧盯对手、适时调整的策略	青花 30 将持续上升、应时而动
市场动作	围绕商务团购，发力薄弱宴席	依托商务和团购资源

数据来源：糖酒快讯，西南证券整理

青花 30·复兴版横空出世，汾酒坚定发力高端。过去两年青花 30 通过控量提价拔高品牌力，2020 年 9 月汾酒更进一步，推出青花 30·复兴版，“为高品质生活代言”的品牌诉求契合时代发展脉搏。复兴版在酒体品质、外观研制、防伪溯源和销售模式等方面进行全面革新。看好青花 30·复兴版在高端实现放量，主要基于：

- **品牌力足够+清香型龙头。**汾酒不仅有着深厚的品牌积淀，还是清香型龙头，经过国改三年培育，消费者认可度日渐提升。
- **管理层聚焦培育。**管理层已将青花 30·复兴版的培育推广作为未来三年工作的重中之重来抓，而且 2020 年 10 月份酒追加 3 亿元专项资金用于高端复兴版的布局和长江以南重点市场推广工作。
- **优质经销商助力。**高端酒经销商代理权极为稀缺，青花 30·复兴版当前处于导入期，经销代理权相对茅台、五粮液容易获得，加之渠道利润充足，全国优质经销商将助推青花 30·复兴版实现快速铺货。

汾酒在 9 月举行了青花 30·复兴版长城发布会，随后马不停蹄地选择北京、深圳、成都、山东等重点省市及华致酒行、永辉超市、华润 Ole 等全国性大型销售连锁平台策划进行一系列以“大国之酿 青花汾酒”为主题的首发仪式。汾酒密集的动作背后不仅展现出公司极强的执行力和优异的市场运作能力，更凸显青花 30·复兴版发力高端的坚定决心。

图 58: 青花 30·复兴版上市


数据来源：汾酒官方微信公众号，西南证券整理

图 59: 青花 30·复兴版与华润 Ole 商超签约


数据来源：新浪财经，西南证券整理

5.3 发力长江以南市场，全国化仍在半途

2017 年以来，汾酒积极的省外扩张策略成效显著，但不容忽视的是，汾酒省外体量和占比仍远逊色于茅台、五粮液、剑南春等酒企，全国化仍在半途。在省内增长空间有限的背景下，省外扩张成为公司未来增长的核心驱动力。2020 年汾酒践行“1357”市场拓张战略，一方面通过渠道下沉来对原有优势市场精耕细作，另一面对珠三角、长三角等小板块市场加大开拓力度。汾酒具备全国化的品牌力，在市场运作能力实质提升叠加整体资源更加充裕的背景下，汾酒全国化扩张有望加速。

表 18: 汾酒“1357”市场战略分解

1+3+5+7	市场定位	包含市场
1	大本营市场	山西市场
3	传统优势市场	京津冀板块、鲁豫板块、陕蒙板块
5	5 小板块	江浙沪皖板块、粤闽琼板块、两湖板块、东北板块、西北板块
7	7 个机会型市场	四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏

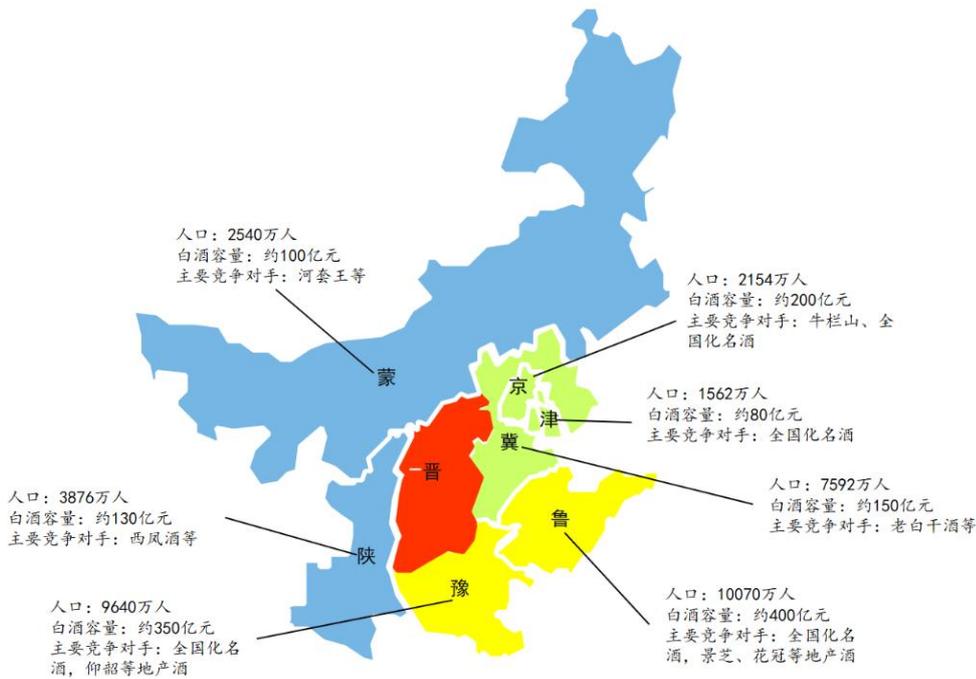
数据来源：公司公告，西南证券整理

5.3.1 环山西市场消费氛围好，渠道下沉空间大

汾酒发力环山西市场以来，2018 年增速约为 50%；2019 年公司放慢经销商招聘数量，着力做好终端网点下沉与精耕工作，增速依旧达到 40%左右。汾酒在环山西市场连续高增长主要基于：1) 环山西市场是天生的开放、半开放市场，地产酒的品牌力与汾酒相比差距较大；2) 汾酒在 2009-2013 年曾经在环山西市场取得不错的成绩，消费者认知基础良好且清香型白酒消费氛围浓厚。3) 国改以来，经过三年高强度的市场开拓，汾酒的品牌影响力站上全新台阶，加之渠道利润较高，经销商主动聚集助力汾酒快速扩张。

市占率仍然较低，渠道下沉空间广阔。环山西市场位于祖国北方，包括京津冀、鲁豫、陕蒙合计七个省市，环山西市场总人口达到 3.74 亿，白酒容量达到 1410 亿。汾酒在环山西市场具有天然的地缘优势和差异化的香型优势。历经 2017-2019 年较快增长，2019 年汾酒在环山西市场体量仅接近 40 亿元，市占率仅为 2.8%，还有很大提升空间；从渠道覆盖来看，当前环山西市场众多区县及以下市场还未覆盖，空白终端依然较多，未来渠道下沉空间广阔。

图 60：环山西市场情况



数据来源：国家统计局，渠道调研，西南证券整理

5.3.2 长江以南市场加速开拓，四大保障措施确保执行落地

以长三角、珠三角为代表的长江以南市场是我国的经济、文化、人口交流高地，长三角和珠三角地区人口总量达 2.9 亿，GDP 总额超 29 万亿元，白酒消费容量超 1300 亿元。由于这些地区消费力强，非常有利于高端产品推广和品牌打造，要真正实现汾酒复兴和成为全国性酒企，汾酒就必须在长江以南市场占有一席之地。2017-2019 年汾酒对于长江以南市场重视程度不断提高，市场动作层层递进，开拓力度持续加大。

表 19：汾酒对长江以南市场开拓持续推进

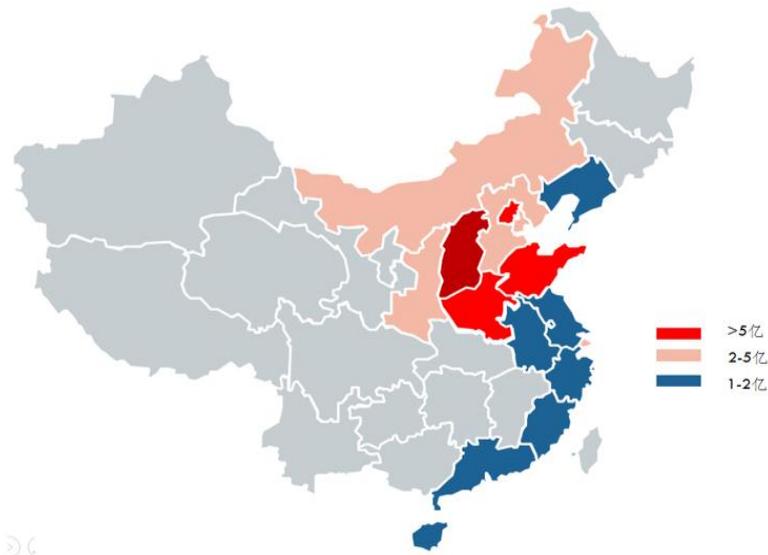
时间	长江以南市场开拓持续推进
2017 年 12 月	携手象屿、海晟两大国企，联合社会资本，建立了混改的市场化合资品牌公司—象屿汾酒（福建）销售公司，拉开开拓长江以南市场序幕
2018 年 1 月	参考象屿模式，陆续成立了广东竹叶青酒业有限公司、汾酒浙江平台公司等多种形式的混改企业，加大与实力雄厚的经销商之间的合作
2018 年 8 月	在浙江杭州召开了华东市场战略发布会，正式开启以长江以南市场为重点的省外市场战略突围
2019 年 3 月	在汾酒经销商大会上，明确提出了“过长江、破华东、占上海”的华东战略
2019 年 12 月	召开“长三角、珠三角重点市场营销工作推进会”，江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 省 35 城被汾酒划定为长

时间	长江以南市场开拓持续推进
	江以南核心市场重点布局，目标三年平均增速超 50%
2020 年 6 月	董事长李秋喜亲自带队调研指导江南市场，并召开“长江以南市场（江浙沪皖）工作会议”
2020 年 9 月	“行走的汾酒 2020” 首站选择广东

数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

以点带面实现突破，南方过亿省份持续增加。汾酒在南方市场开拓采取“以点带面，从线到片、层层递进”的市场开拓策略。通过聚焦打造样本市场，开展团购、品鉴会等方式逐步培育起认知和消费氛围。在样本市场取得突破之后，将市场培育模式进行复制推广到更多地区，实现以点带面，连线成片的目的。与此同时，华润集团有着深厚的渠道资源，对汾酒向南发展提供一臂之力。截止到 2019 年，浙江、安徽、上海、广东、福建、海南等省市已经破亿，过亿市场基本成片。

图 61：汾酒在全国各地营收情况



数据来源：糖酒快讯，西南证券整理

加速开拓长江以南市场，目标“三年平均增速超 50%”。在环山西市场持续收获叠加汾酒营收接近 120 亿元，汾酒“打过长江去”具备充足的资源支持。2019 年 12 月，汾酒召开“长三角、珠三角重点市场营销工作推进会”，由此吹响“渡江战役”的冲锋号。召开如此高规格的会议表明汾酒将集中发力长江以南市场升级为公司核心战略，经销商信心受到极大鼓舞。会议最终将江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 省 35 城被划定为汾酒长江以南核心市场重点布局，并制定了详细的市场运作策略，定下“三年平均增速超 50%”的发展目标。

表 20：“江浙沪皖粤”五省战略规划

省份	市场定位	市场运作策略	2019 年体量	2016-2019 年累计增速
江苏	一线白酒会战市场	重点聚焦苏州、泰州、无锡、徐州、盐城、扬州等城市，构建据点、全面布商、培育核心产品，快速提高市场占有率	约 1.0 亿元	305%
浙江	规模潜力市场	聚焦杭州湖州、金华等城市，重点打造平台运作样板市场；同时，依	约 1.3 亿元	353%

省份	市场定位	市场运作策略	2019 年体量	2016-2019 年 累计增速
		托专卖店，以小平台模式向潜力地区发展		
上海	江南标识、大都市战略、文化差异研究所	在渠道分级的基础上优化产品、渠道区域的结构，探索建立专卖店店中店模式，建立上海圈层拓展的专项方案	约 1.7 亿元	422%
安徽	品牌占位市场	聚焦合肥、滁州等城市，稳步实现品牌渗透、招商建网的目标	约 1.0 亿元	294%
广东	沿海经济发达市场	聚焦广州、深圳、东莞、珠海四大核心市场，以基础建设、招商育商为切入点，通过圈层培育渗透围攻，拉动品牌在大湾区崛起	约 1.8 亿元	353%

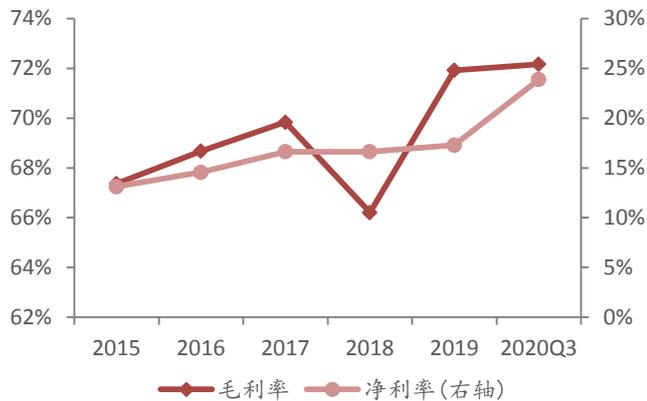
数据来源：糖酒快讯，西南证券整理

四大保障措施确保执行落地。“一分部署，九分落实”，汾酒在制定好在“长三角、珠三角”的战略规划之后，为保证“渡江战役”成为公司核心战略，部署规划能够真正落地并取得良好成效，汾酒配套出台四大保障措施来保驾护航。

- **组织保障。**汾酒成立了以谭忠豹任组长，刘卫华、常建伟等汾酒集团高管为组员的“加快拓展长江以南核心市场领导组”，并同时成立了由李俊任组长，张永踊等为组员的“加快拓展长江以南核心市场执行组”。
- **人才保障。**一方面在长三角、珠三角核心市场总体评估、预判，确定试点区域引进职业经理人制度，运作成熟后进行复制、推广。另一方面，适度增加五省区营销人员和地聘人员，地聘人员每年增加 300 人，厂方现有人员按比例每年增长 50%。
- **资源保障。**为在五省市场取得成效，汾酒在费用预投机制方面，打破年度费效比的限制，按三年总任务测算，给予区域三年费用总指标，设定相对安全的风控峰值，鼓励区域前置投入市场，打好市场基础。
- **机制保障。**对于江浙沪皖粤五省的关键岗位，适时导入竞聘上岗方式，选拔优秀人才，从全国各地抽调不少于 20 名优秀城市经理；激励机制方面，以“强激励、硬约束”为前提，采取模拟职业经理人制度，加大人员激励额度，提高团队的积极性。

6 财务分析

毛利率提升明显，销售费用率保持较高水平。汾酒毛利率、净利率分别由 2015 年的 67.4%、13.1%提升至 2019 年的 71.9%、17.3%，其中 2018 年毛利率短暂下降主要系与集团公司关联交易增加所致。随着产品结构升级和直接提价，加之关联交易得到有效控制，毛利率进一步提升趋势明确。从费用率来看，随着营收基数的扩大和经营效率的提升，汾酒含研发的管理费用率由 2015 年的 10.2%下降至 2019 年为 7.2%，边际递减趋势明显。近年来汾酒大力进行品牌建设和区域扩张，销售费用率由 2016 年的 17.6%提升至 2019 年为 21.7%，持续维持在较高水平。

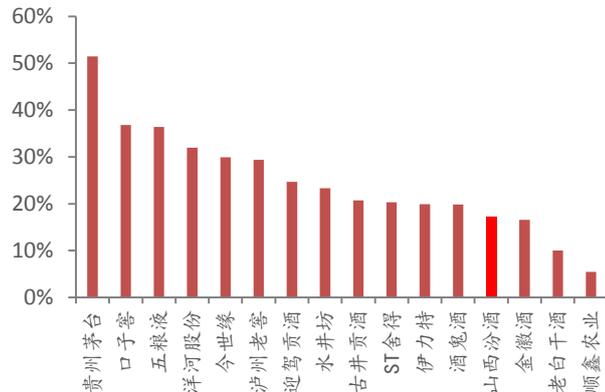
图 62：2015 年以来汾酒销售毛利率、净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

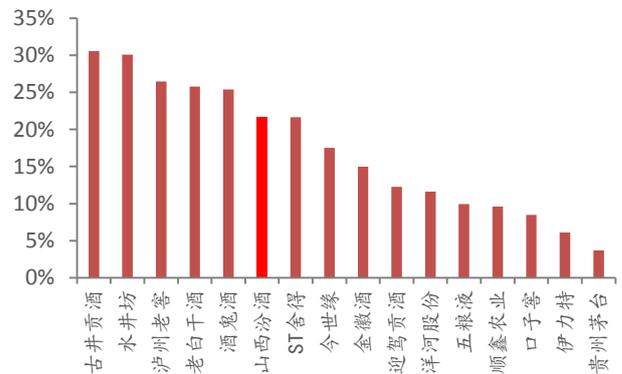
图 63：2015 年以来汾酒销售费率、管理费用率、财务费率


数据来源：公司公告，西南证券整理

净利率提升空间广阔，销售费用率有望边际递减。横向对比来看，2019 年汾酒销售净利率仅为 17.3%，与其他次高端和高端名酒相比差距十分明显。此外汾酒销售费用率在白酒行业中仍然处于相对较高的位置。历经三年销售费用的大力投入，汾酒品牌建设成效显著，未来销售费用率有望边际递减。在毛利率提升叠加销售费用率边际递减共同作用下，预计未来净利率将持续向上提升。

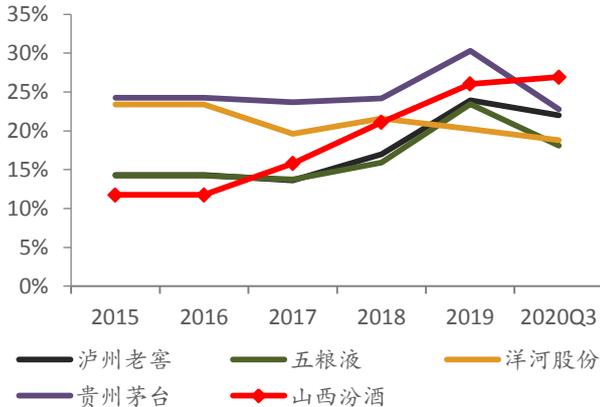
图 64：2019 年白酒上市公司销售净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

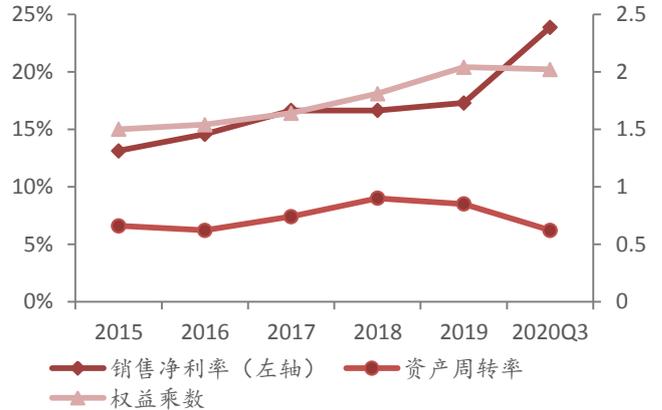
图 65：2019 年白酒上市公司销售费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

ROE 实现跃升，经营情况持续向好。在白酒结构性繁荣和汾酒国改双重作用下，汾酒权益净利率实现快速跃升，汾酒 ROE 从 2015 年排名末位跃升至 2020 前三季度成为榜首，表明汾酒经营质量持续向好。分拆 ROE 来看，2015-2019 年销售净利率和权益乘数共同向上，驱动销售净利率快速提升。2020 年前三季度疫情下公司费用管控良好，净利率的大幅提升驱动 ROE 上升。

图 66: 2015 年以来“茅五泸汾洋”的权益净利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 67: 汾酒 2015 年以来 ROE 分解


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

7 盈利预测与估值

7.1 盈利预测

关键假设:

1) 受益于消费升级和渠道开拓, 青花系列将持续扩容, 巴拿马系列导入省外市场放量, 老白汾维持低速增长, 玻汾性价比突出需求大幅增加, 预计 2020-2022 年汾酒销量同比增长 15%、20%、17%, 吨价分别提升 6%、3%、3%, 毛利率分别为 77%、79%、81%;

2) 2020 年疫情对系列酒影响较大, 在疫情逐步得到有效控制下, 同时考虑到系列酒导入渠道, 预计 2020-2022 年系列酒销量同比增长-35%、30%、10%, 吨价分别提升 5%、15%、10%, 毛利率分别为 36%、38%、40%;

3) 配制酒竹叶青系列未来三年将迎来高速增长, 参考玻汾的市场开拓模式, 预计 2020-2022 年配制酒销量同比增长 30%、40%、40%, 吨价分别提升 3%、10%、8%, 毛利率分别为 65%、65%、65%;

4) 2020 年受疫情的影响, 白酒销量下降; 同时, 体量扩大带来明显规模效应, 管理和销售效率持续改善, 费用率将边际递减。

表 21: 分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入 (亿元)	94	119	140	177	216
	增速	55%	27%	18%	26%	22%
	营业成本 (亿元)	32	33	36	44	51
	毛利率	66%	72%	74%	75%	76%
汾酒	收入 (亿元)	80.7	103.0	125.5	155.1	187.0
	增速		27.7%	21.9%	23.6%	20.5%
	销量 (万吨)	67291	84991	97740	117288	137226

分业务情况		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	增速		26.3%	15.0%	20.0%	17.0%
	吨单价 (万元/吨)	12.0	12.1	12.8	13.2	13.6
	增速		1.1%	6.0%	3.0%	3.0%
	成本 (亿元)	21.7	24.9	28.9	32.6	35.5
	毛利率	73.1%	75.8%	77.0%	79.0%	81.0%
系列酒	收入 (亿元)	9.6	9.0	6.1	9.2	11.1
	增速		-5.8%	-31.8%	49.5%	21.0%
	销量 (万吨)	44650	33470	21756	28282	31110
	增速		-25.0%	-35.0%	30.0%	10.0%
	吨单价 (万元/吨)	2.1	2.7	2.8	3.2	3.6
	增速		25.7%	5.0%	15.0%	10.0%
	成本 (亿元)	6.3	5.8	3.9	5.7	6.7
毛利率	34.4%	35.2%	36.0%	38.0%	40.0%	
配制酒	收入 (亿元)	3.4	5.5	7.3	11.3	17.1
	增速		61.6%	33.9%	54.0%	51.2%
	销量 (万吨)	5159	7272	9454	13235	18529
	增速		41.0%	30.0%	40.0%	40.0%
	吨单价 (万元/吨)	6.6	7.5	7.8	8.5	9.2
	增速		14.6%	3.0%	10.0%	8.0%
	成本 (亿元)	1.3	1.9	3.2	5.3	8.7
毛利率	62.5%	64.6%	65.0%	65.0%	65.0%	
其他	收入 (亿元)	0	1	1.0	1.0	1.0
	成本 (亿元)	2	1	0.5	0.5	0.5
	毛利率	-1083.0%	50.6%	53.0%	53.0%	53.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 140 亿元 (+18%)、177 亿元 (+26%)、216 亿元 (+22%)，归母净利润分别为 30.1 亿元 (+55%)、39.5 亿元 (+31%)、50.4 亿元 (+27%)，EPS 分别为 3.45 元、4.53 元、5.78 元。

7.2 绝对估值

表 22：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	7
永续期增长率	4%
无风险利率 Rf	2.8%
市场组合报酬率 Rm	8%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	20%

估值假设	数值
β 系数	0.87
债务资本成本 Kd	0%
债务资本比重 Wd	0%
股权资本成本 Ke	9.09%
WACC	9.09%

数据来源：西南证券

表 23: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (亿元)
核心企业价值	2887
净债务价值	69
股票价值	2956
每股价值	339.22

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 339.22 元。

7.3 相对估值

山西汾酒是品牌力深厚的老名酒，当前处于全国化高速扩张阶段，兼顾品牌力和区域扩张，选取贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、水井坊作为可比估值对象，2020-2022 年平均 PE 分别为 61 倍、48 倍、41 倍，基于公司未来三年营收增速和业绩弹性远高于上述品牌，维持“买入”评级。

表 24: 可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600519.SH	贵州茅台	25082	1997.00	32.80	36.91	43.90	51.38	61	54	45	39
000858.SZ	五粮液	11570	298.05	4.48	5.26	6.37	7.51	67	57	47	40
000568.SZ	泸州老窖	3528	240.85	3.17	3.94	4.78	5.69	76	61	50	42
000596.SZ	古井贡酒	1408	279.66	4.17	4.20	5.32	6.42	67	67	52	43
600779.SH	水井坊	446	91.32	1.69	1.44	1.89	2.30	54	64	48	40
平均值								65	61	48	41
600808.SH	山西汾酒	3282	376.63	2.22	3.45	4.53	5.78	170	109	83	65

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

8 风险提示

1) 新冠疫情二次爆发风险。由于新冠疫情具有较高的不确定性，在海外疫情二次爆发的背景下，国内疫情防控压力加大，疫情爆发将冲击终端消费场景和消费信心。

2) 经济大幅下滑风险。如果经济出现较大幅度下滑，将会影响白酒行业消费，冲击终端消费场景缺失，渠道库存水平同比提升，势必将影响经销商信心和打款积极性。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	118.80	140.00	176.63	216.16	净利润	20.54	30.25	39.71	50.55
营业成本	33.36	36.47	44.03	51.37	折旧与摊销	1.42	2.29	3.15	4.39
营业税金及附加	22.53	26.55	33.50	41.00	财务费用	-1.03	-0.46	-0.64	-0.89
销售费用	25.81	28.00	35.33	43.23	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	8.55	9.10	11.48	14.05	经营营运资本变动	21.22	2.84	8.78	4.18
财务费用	-1.03	-0.46	-0.64	-0.89	其他	-11.38	-0.03	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	30.77	34.89	50.99	58.23
投资收益	-0.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2.26	-13.00	-11.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	2.54	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	0.28	-13.00	-11.00	-15.00
营业利润	28.43	40.33	52.94	67.40	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.02	0.00	0.01	0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	28.45	40.33	52.94	67.40	股权融资	-1.45	0.00	0.00	0.00
所得税	7.92	10.08	13.24	16.85	支付股利	-6.54	-9.69	-15.02	-19.75
净利润	20.54	30.25	39.71	50.55	其他	-0.49	-0.27	0.64	0.89
少数股东损益	1.15	0.20	0.20	0.20	筹资活动现金流净额	-8.47	-9.96	-14.38	-18.86
归属母公司股东净利润	19.39	30.05	39.51	50.35	现金流量净额	22.58	11.93	25.61	24.37
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	39.64	51.56	77.18	101.55	成长能力				
应收和预付款项	1.71	28.80	30.90	34.07	销售收入增长率	26.63%	17.84%	26.16%	22.38%
存货	52.58	57.53	69.44	81.03	营业利润增长率	30.61%	41.84%	31.26%	27.31%
其他流动资产	32.50	6.15	7.76	9.50	净利润增长率	31.65%	47.30%	31.27%	27.31%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	25.40%	46.25%	31.50%	27.86%
投资性房地产	0.13	0.13	0.13	0.13	获利能力				
固定资产和在建工程	21.29	23.32	25.25	27.08	毛利率	71.92%	73.95%	75.07%	76.23%
无形资产和开发支出	3.13	11.83	17.76	26.55	三费率	28.06%	26.17%	26.14%	26.09%
其他非流动资产	9.69	9.68	9.67	9.67	净利率	17.29%	21.61%	22.48%	23.39%
资产总计	160.68	189.02	238.10	289.59	ROE	26.93%	31.48%	32.88%	33.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.78%	16.00%	16.68%	17.46%
应付和预收款项	75.62	83.36	105.89	124.75	ROIC	42.44%	68.33%	78.20%	87.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.27%	30.12%	31.39%	32.80%
其他负债	8.81	9.58	11.45	13.27	营运能力				
负债合计	84.43	92.94	117.34	138.03	总资产周转率	0.85	0.80	0.83	0.82
股本	8.72	8.72	8.72	8.72	固定资产周转率	7.39	8.08	9.06	10.06
资本公积	1.32	1.32	1.32	1.32	应收账款周转率	1394.64	1696.45	1605.74	1626.28
留存收益	64.76	85.12	109.60	140.20	存货周转率	0.79	0.66	0.69	0.68
归属母公司股东权益	74.47	94.10	118.58	149.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.33%	—	—	—
少数股东权益	1.78	1.98	2.18	2.38	资本结构				
股东权益合计	76.25	96.08	120.76	151.56	资产负债率	52.55%	49.17%	49.28%	47.66%
负债和股东权益合计	160.68	189.02	238.10	289.59	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.51	1.56	1.59	1.64
					速动比率	0.88	0.94	0.99	1.06
					股利支付率	33.72%	32.26%	38.03%	39.23%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	28.83	42.16	55.44	70.89	每股收益	2.22	3.45	4.53	5.78
PE	167.98	108.37	82.42	64.67	每股净资产	8.75	11.02	13.86	17.39
PB	42.71	33.89	26.97	21.49	每股经营现金	3.53	4.00	5.85	6.68
PS	27.41	23.26	18.44	15.06	每股股利	0.75	1.11	1.72	2.27
EV/EBITDA	111.23	75.77	57.16	44.36					
股息率	0.20%	0.30%	0.46%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn