

利润端超预期增长，十四五青花有望持续发力

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-03-09

收盘价（元） 257.90

近 12 个月最高/最低（元） 464.97/76.48

总股本（百万股） 872

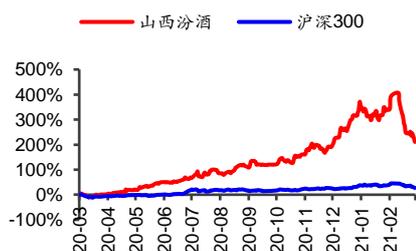
流通股本（百万股） 866

流通股比例（%） 99.3

总市值（亿元） 2,248

流通市值（亿元） 2,233

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

《山西汾酒点评报告：文化建设助青花向上，业务端持续高景气》2020-09-14

《华安证券_公司研究_公司点评_山西汾酒：营销三阶段发展，迎接十四五开局年》2020-12-27

《华安证券_公司研究_公司点评_山西汾酒：利润端超预期增长，迎接十四五开局年》2021-01-03

事件

公司发布业绩快报，2020 年实现营收 140 亿元，同增 17.7%，实现归母净利润 31.1 亿元，同增 57.8%。4Q 实现营收 36.2 亿元，同增 31.5%，实现归母净利润 6.4 亿元，同增 165%，收入端符合预期，利润端超预期。

主要观点

利润超预期增长。公司 4Q 营收增长符合预期，利润超预期增长，或系青花系列提价及占比提升贡献利润弹性。至 2020 年末，公司终端数量达 85 万家，管理水平大幅提升，营销组织结构进一步下沉，已形成 30 个省区+40 个管理区的区域营销组织架构。2020 年是公司改革巩固年，分产品看，抓两头青花、玻汾快速增长，2020 年青花同增约 30~35%至约 40 亿元规模，玻汾同增约 25~30%，老白汾基本持平；分区域看，2020 年 1+3 重点板块持续发力，省内大个位数增长、基本盘稳固，环山西市场同增约 20%，其中山东/河南分别同增约 20%/30%+，延续快速增长，长江以南同增 50%以上、低基数下高速增长，全国范围内亿元市场过半，1357 全国化布局逐步形成，省内外占比已提升至约 40:60，泛区域化向全国化稳步推进。

青花延续旺销，拔中高控底部。当前青 20 批价约 350 元，青 30 复兴版布局千元价格带后，青 20 性价比明显，渠道反馈春节期间，以华北为代表的部分市场青 20 同增约 30%+，延续快速增长。青 30 复兴版定位千元价格带，初期以团购渠道为主，成交价超过 1100 元，待春糖进一步明确市场运作模式。渠道反馈春节期间玻汾同增约 15%，出于产品结构、产能等考虑，预计十四五期间玻汾放量节奏或稳定于年化 10~15%区间，同时稳步提价，符合公司控底部的产品战略。

十四五营销三阶段发展，推行 13344 营销改革计划。公司将十四五营销分为三阶段，分别是：1)2021 年解决经销商结构、实现品牌聚焦、及提升经销商利润；2)2022~2023 年实现省外高质量发展、尤其是长江以南市场显著突破、实现杏花村规模质量双升、及开拓国际市场；3) 2024~2025 年实现青花规模加速发展、实现汾酒杏花村相互支撑、全面实现 135 市场建设（山西+京津冀板块、豫鲁板块、陕蒙板块+江浙沪、东南、两湖、东北、西北 5 小版块市场均实现规模化）、并在国际市场形成品牌力。营销战略方面推进 13344 计划，其中重点是成立汾酒营销中心聚焦营销改革，聚焦圈层营销、品牌聚焦、国际化发展，品牌上抓两头强腰部（其中青花 30 复兴版提高汾酒品牌势能），强化核心终端建设与团购意见领袖维护工作，持续提升经销商利润，加强品牌能见度。此外，十四五期间公司着力打造竹叶青品牌，推进速度及效果仍待持续观察。

新五年看青花持续发力，维持“增持”评级。公司 2020 年利润端超预期，青花系列产品结构提升对利润贡献显著，展望十四五，公司产品、区域、营销等多方面战略积极可为，维持 2021~2022 年盈利预测，预计营收同增 24%、22%，归母净利润同增 29%、26%，EPS 4.61、5.83 元，对应 PE 56、44 倍。我们认为，产品端，聚焦青花向上升级及高线光瓶酒玻汾稳步发展，青花有望成为北方高端酒代表；渠道端，战略持续裂变、混改红利有望持续释放；区域端，省外扩张发力泛全国化；财务端，产品结构上移有望持续拉动净利率上行，公司仍处于成长期核心阶段，业绩确定性高，近期估值回落显著中长期价值愈发显著，维持“增持”评级。

风险提示：1) 青花、玻汾动销不及预期；2) 省内下沉、省外扩展不及预期等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11880	13996	17367	21142
收入同比(%)	25.8%	17.8%	24.1%	21.7%
归属母公司净利润	1939	3105	4018	5078
净利润同比(%)	28.6%	60.2%	29.4%	26.4%
毛利率(%)	71.9%	74.9%	76.5%	78.1%
ROE(%)	26.0%	29.4%	27.6%	25.8%
每股收益(元)	2.22	3.56	4.61	5.83
P/E	40.33	72.39	55.95	44.26
P/B	10.50	21.30	15.43	11.44
EV/EBITDA	24.95	49.27	37.60	29.26

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	12642	15643	21828	29353	
现金	3964	4026	9079	15989	
应收账款	6	26	21	25	
其他应收款	35	64	67	80	
预付账款	130	194	174	210	
存货	5258	4549	5427	6473	
其他流动资产	3250	6784	7060	6576	
非流动资产	3425	3425	3425	3425	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	1620	1620	1620	1620	
无形资产	313	313	313	313	
其他非流动资产	1491	1491	1491	1491	
资产总计	16068	19068	25254	32779	
流动负债	8389	8100	10029	12174	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	1974	1568	1798	2278	
其他流动负债	6415	6532	8231	9896	
非流动负债	55	55	55	55	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	55	55	55	55	
负债合计	8443	8154	10084	12229	
少数股东权益	178	362	600	902	
股本	872	872	872	872	
资本公积	132	132	132	132	
留存收益	6443	9549	13566	18644	
归属母公司股东	7447	10552	14570	19648	
负债和股东权	16068	19068	25254	32779	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	3077	175	5192	7081	
净利润	1939	3105	4018	5078	
折旧摊销	142	0	0	0	
财务费用	-97	0	0	0	
投资损失	0	115	143	174	
营运资金变动	1235	-3227	796	1531	
其他经营现金	561	6513	3457	3846	
投资活动现金	28	-112	-140	-171	
资本支出	-140	3	3	3	
长期投资	71	0	0	0	
其他投资现金	97	-115	-143	-174	
筹资活动现金	-847	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	6	0	0	0	
资本公积增加	-207	0	0	0	
其他筹资现金	-646	0	0	0	
现金净增加额	2258	63	5052	6910	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	11880	13996	17367	21142	
营业成本	3336	3519	4078	4623	
营业税金及附加	2253	2197	2866	3700	
销售费用	2581	2799	3473	4228	
管理费用	855	974	1181	1417	
财务费用	-103	-189	-299	-489	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收	0	0	0	0	
投资净收益	-98	-115	-143	-174	
营业利润	2843	4556	5895	7452	
营业外收入	3	3	3	3	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	2845	4557	5897	7453	
所得税	792	1268	1640	2074	
净利润	2054	3289	4256	5380	
少数股东损益	115	184	238	301	
归属母公司净利润	1939	3105	4018	5078	
EBITDA	2974	4480	5737	7134	
EPS (元)	2.22	3.56	4.61	5.83	

主要财务比率					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
成长能力					
营业收入	25.8%	17.8%	24.1%	21.7%	
营业利润	27.2%	60.2%	29.4%	26.4%	
归属于母公司净利	28.6%	60.2%	29.4%	26.4%	
获利能力					
毛利率(%)	71.9%	74.9%	76.5%	78.1%	
净利率(%)	16.3%	22.2%	23.1%	24.0%	
ROE(%)	26.0%	29.4%	27.6%	25.8%	
ROIC(%)	26.8%	29.6%	27.3%	25.1%	
偿债能力					
资产负债率(%)	52.5%	42.8%	39.9%	37.3%	
净负债比率(%)	110.7%	74.7%	66.5%	59.5%	
流动比率	1.51	1.93	2.18	2.41	
速动比率	0.86	1.35	1.62	1.86	
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.73	0.69	0.64	
应收账款周转率	1905.67	546.26	815.60	837.65	
存货周转率	1.69	2.24	2.27	2.03	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊	2.22	3.56	4.61	5.83	
每股经营现金流	3.53	0.20	5.96	8.12	
每股净资产(最新	8.54	12.11	16.72	22.54	
估值比率					
P/E	40.33	72.39	55.95	44.26	
P/B	10.50	21.30	15.43	11.44	
EV/EBITDA	24.95	49.27	37.60	29.26	

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

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

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。