

2021年04月20日

# 山西汾酒 (600809.SH)

## 深度分析

### 白酒清香龙头复兴之路在望

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

**买入-A(维持)**

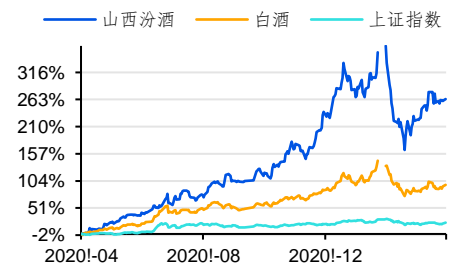
股价(2021-04-19)

354.52 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	308,974.20
流通市值(百万元)	306,960.53
总股本(百万股)	871.53
流通股本(百万股)	865.85
12个月价格区间	95.76/464.97 元

#### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.12	1.52	243.75
绝对收益	13.27	-0.97	266.27

#### 分析师

 陈振志  
 SAC 执业证书编号: S0910519110001  
 chenzhenzhi@huajinsec.cn  
 021-20377051

#### 分析师

 周蓉  
 SAC 执业证书编号: S0910520030001  
 zhourong@huajinsec.cn

#### 相关报告

山西汾酒: Q4 利润超预期增长, 迈入“十四五”复兴新征程 2021-01-04

山西汾酒: 前三季度业绩实现高增 全年增长目标达成可期 2020-10-30

山西汾酒: 上半年业绩增长符合预期 坚定看好清香龙头复兴之路 2020-08-24

山西汾酒: 产品结构升级稳步推进 看好公司长期增长趋势 2020-04-28

山西汾酒: 业绩增长符合预期, 省外市场扩张加速 2019-09-01

#### 投资要点

公司地处山西省杏花村, 拥有“汾”、“杏花村”、“竹叶青”三个中国驰名商标, 汾酒是我国清香型白酒的典型代表。2017 年公司开启国企改革之路, 截止 2019 年底, 山西省国资委为公司实际控制人, 持股比例 58.14%, 华润集团旗下的华创鑫瑞持股 11.38%, 成为第二大股东。

2017-2019 年三年间, 公司实现高速增长。2018/2019 年实现营业收入 93.81/118.80 亿元, 同比增速 55%/27%, 净利润 14.67/19.39 亿元, 同比增速 55%/32%。2020 年汾酒年销售额增加至近 140 亿元, 较 2016 年增长超 200%。2017-2019 三年国企改革初步完美收官, 汾酒开启清香龙头复兴之路, 我们主要从三个维度来推荐:

- ◆ **外在环境与内生动力:** 2016 年之后白酒行业步入向龙头集中、挤压式增长时期。汾酒作为清香型白酒的龙头, 在白酒行业高端化、品牌化、优势特色产区等长期发展趋势下, 17 年加快国企改革进程, 各项关键措施持续落地, 同时聚焦青花、玻汾两款核心产品, 以“抓两头带中间”的产品策略带动业绩增长, 成效显著。
- ◆ **产品布局:** 近年来汾酒的产品策略一直是聚焦。其中青花系列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, 重点围绕品质、文化、历史核心优势, 强化突出高端产品品牌形象; 玻汾则稳扎稳打, 占据低端价位段, 成为光瓶酒市场主力产品, 未来谋划全国化市场快速布局, 努力提升市场占有率。另外, 竹叶青系列作为保健酒品牌, 其健康概念迎合当下喝好酒和健康化消费需求, 公司 2020 年启动竹叶青全国化布局将有利于直接增厚公司业绩, 为汾酒拓展全国市场提供助力。
- ◆ **品牌、渠道与营销机制:** **品牌端,** 汾酒拥有百年历史, 主打“文化”品牌, 梳理高端品牌形象, 同时加速公司品牌瘦身, 完成品牌的持续对焦。**渠道端,** 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, 打开长江以南新的增长极, 19 年省外营收为 59.60 亿元, 占比近 50%。20 年省外营收占比进一步提高, 有望接近 60%。2020 年汾酒聚焦“1357”市场布局策略, 加快 7 个机会型市场拓展速度。**营销机制,** 2017 年公司即开启国资企业营销体系机制改革之路, 推行按契约办事的市场化管理模式, 从而激发企业内部活力和内生动力, 提高企业的经营效率, 效果显著。未来公司会加强“一优三强”品牌一体化运作模式, 把市场化管理模式运用到各品牌, 为汾酒复兴之路提供助力。
- ◆ **投资建议:** 我们预测 2020-2022 年公司营业收入分别为 139.96/169.31/204.30 亿元, 同比增长 17.8%/21.0%/20.7%。归母净利润 31.06/39.63/48.62 亿元, 同比增长 60.2%/27.6%/22.7%。对应 EPS 分别为 3.56/4.55/5.58 元。参考行业可比公司 21 年 PE 均值为 53X, 考虑次高端白酒和公司高成长性给予估值溢价, 给予公司 21 年 PE85X 估值, 给予公司“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示:** 白酒行业发展与宏观经济景气度居具有强相关性, 若宏观经济放缓, 行

业增长或不及预期；公司聚焦青花系列，次高端价格带竞争加剧情况下，青花系列收入存在不及预期风险；公司全国化进程推进中，省外市场拓展不及预期等；

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	13,996	16,931	20,430
YoY(%)	55.4	26.6	17.8	21.0	20.7
净利润(百万元)	1,467	1,939	3,106	3,963	4,862
YoY(%)	55.4	32.2	60.2	27.6	22.7
毛利率(%)	66.2	71.9	72.4	73.0	73.4
EPS(摊薄/元)	1.68	2.22	3.56	4.55	5.58
ROE(%)	24.1	26.9	32.5	30.6	28.3
P/E(倍)	210.7	159.4	99.5	78.0	63.5
P/B(倍)	49.7	41.5	31.6	23.5	17.8
净利率(%)	15.6	16.3	22.2	23.4	23.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

<b>一、汾酒-清香型白酒龙头</b> .....	<b>5</b>
(一) 白酒香型主要分类及汾酒制作工艺.....	5
1、白酒香型主要分类.....	5
2、汾酒工艺特点.....	6
(二) 汾酒主要发展历程.....	6
(三) 汾酒产品结构.....	7
1、中高价酒.....	7
2、低价酒.....	8
3、竹叶青系列配制酒.....	8
<b>二、三个维度看汾酒过去与未来</b> .....	<b>9</b>
(一) 外在环境与内生动力.....	9
1、白酒行业竞争格局及行业趋势.....	9
1) 白酒行业经历两次起伏期.....	9
2) 白酒行业步入向龙头集中、挤压式增长时期.....	10
3) 白酒行业未来发展趋势.....	11
2、汾酒过去三年高增长回顾及主要增长动力.....	11
1) 汾酒目前股权结构.....	11
2) 汾酒国企改革之路及三年高增长回顾.....	12
3) 汾酒主要增长动力.....	13
(二) 产品布局：持续聚焦产品线 拔中高控底部.....	14
1、青花系列树品牌 提高市场份额.....	14
1) 次高端白酒市场空间广阔.....	14
2) 青花系列借助香型差异化优势 有望提高在次高端市场份额.....	15
2、发挥光瓶酒玻汾品牌优势 加速省外扩张.....	16
3、逐步壮大竹叶青品牌优势 打开中长期成长空间.....	18
(三) 品牌、渠道与营销机制.....	19
1、百年汾酒主打文化品牌，走出名酒复兴之路.....	19
1) 汾酒拥有百年文化，独占清香型品牌龙头赛道.....	19
2) 主打“文化”牌，树立高端品牌形象.....	19
3) 加速品牌瘦身，完成品牌持续对焦.....	20
2、稳固省内及环山西强势市场，打开长江以南新的增长极.....	20
1) 稳固省内及环山西强势市场.....	20
2) 打开长江以南新的增长极.....	21
3、营销体系机制改革，推动营销能力稳步提升.....	23
1) 深化用人机制改革，建立市场化考核机制.....	23
2) 推进营销公司混改 建立创新性营销模式.....	24
(四) 公司未来成长性可持续.....	24
1、汾酒既是清香型龙头，又是次高端主力军，拥有双重成长逻辑.....	24
2、产品和市场两个结构可调整，抗风险能力凸显.....	25
3、稳步整合集团资源，为充足产能提供保障.....	25
4、全国化进程刚过半，增量市场仍可期.....	26
<b>三、盈利预测</b> .....	<b>26</b>
<b>四、风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 白酒 12 种香型演变关系图 .....	5
图 2: 汾酒 1993-2018 营业收入及发展历程 .....	7
图 3: 2015-2019 主营产品收入构成 (百万元) .....	8
图 4: 中国白酒年度产量及同比增速 .....	10
图 5: 2018 中国高端白酒市场份额 (%) .....	10
图 6: 2019 年年报股权结构示意图 .....	12
图 7: 次高端白酒迅速扩容 .....	15
图 8: 城镇居民可支配收入及增速 .....	15
图 9: 次高端白酒主要企业收入状况 .....	16
图 10: 次高端白酒主要企业净利润状况 .....	16
图 11: 2016-2018 我国光瓶酒行业市场规模 .....	17
图 12: 我国光瓶酒消费结构 .....	17
图 13: 玻汾近年营业收入及增速 .....	18
图 14: 2010-2018 保健酒市场规模及增速 .....	18
图 15: 2015-2019 年汾酒广告宣传费用及增速 .....	20
图 16: 公司品牌瘦身回顾 .....	20
图 17: 2018 年山西省白酒企业市场份额 (%) .....	21
图 18: 汾酒省内收入及同比 .....	21
图 19: 2016-2019 省内外经销商数量统计 .....	22
图 20: “13313”市场布局 .....	22
图 21: 汾酒 2016-2019 实际产能 .....	25
表 1: 白酒 4 种基础香型特点及工艺 .....	6
表 2: 山西汾酒主要产品系列 .....	9
表 3: 不同档次白酒龙头企业 2016-19 年营收和利润及增速 (亿元) .....	11
表 4: 汾酒国企改革之路重要历史回顾 .....	13
表 5: 汾酒青花 30 2019-2020 年提价明细 .....	13
表 6: 光瓶酒五大阵营 .....	17
表 7: 清香型白酒上市公司业绩一览 .....	19
表 8: 次高端价格带主要产品价格 (元/瓶) .....	24
表 9: 山西汾酒分业务营业收入预测 (百万元) .....	27
表 10: 同行业部分公司相对估值比较 .....	27

## 一、汾酒-清香型白酒龙头

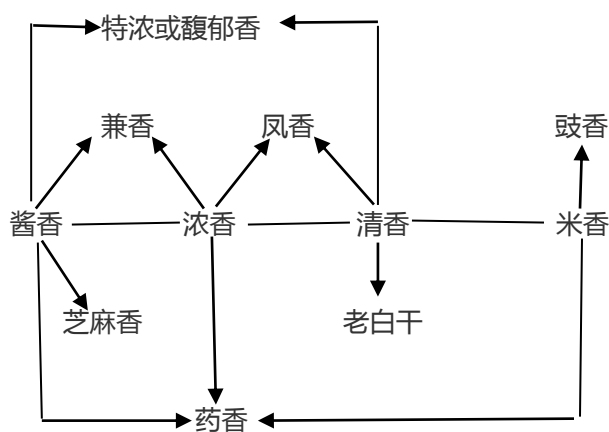
山西杏花村汾酒厂股份有限公司前身系山西杏花村汾酒厂，1994年1月在上海证券交易所上市。公司地处山西省杏花村，拥有“汾”、“杏花村”、“竹叶青”三个中国驰名商标，据2020年《中国500最具价值品牌排行榜》公布，汾酒品牌价值已达427.23亿元。汾酒是我国清香型白酒的典型代表，素以入口绵、落口甜、饮后余香、回味悠长而著称，在国内外享有较高的知名度、美誉度和忠诚度。其主要品种有国藏汾酒、青花瓷汾酒、中华汾酒、老白汾酒等。竹叶青酒是国家卫生部认定的中国保健名酒。早在南北朝时期，汾酒就作为宫廷御酒被载入廿四史；晚唐诗人杜牧的“借问酒家何处有？牧童遥指杏花村”使汾酒再度成名；1915年，在巴拿马万国博览会上汾酒一举荣获中国白酒品牌甲等大奖章，使汾酒名扬海内外；新中国成立以后，在国家举办的五次全国评酒会上，汾酒5次蝉联国家名酒，竹叶青酒3次被评为中国名牌产品，并五次获得国际金奖。

### （一）白酒香型主要分类及汾酒制作工艺

#### 1、白酒香型主要分类

白酒是世界八大蒸馏酒之一，做为中国特有的一种蒸馏酒，它具有酒质无色（或微黄）透明，气味芳香纯正，入口绵甜爽净，酒精含量较高等特点。白酒以高粱、小麦、玉米等粮食做为原料，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿、勾兑等多道工序而成。中国的白酒按照香型分类，共有十二大香型，其中浓香型、酱香型、清香型、米香型为四种基本香型，而老白干香型、芝麻香型、豉香型、药香型、兼香型、特香型、凤香型、馥郁香型这八种香型是由四种基本香型中的一种或多种香型，在工艺的揉和下衍生出来的独特香型。不同的香型白酒体现了不同的风格特征，而各香型独特风格的形成来源于酿酒采用的不同原料，糖化发酵剂，发酵设备，生产工艺，贮存时间，勾调技术以及地理环境等诸多因素。中国白酒呈现出百花齐放，各有千秋的风格特征，而汾酒正是其中四大香型之一——清香型的典型代表。

图 1：白酒 12 种香型演变关系图



资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

表 1：白酒 4 种基础香型特点及工艺

	酱香型	浓香型	清香型	米香型
代表产品	贵州茅台、四川郎酒	泸州特曲、五粮液	山西汾酒	桂林三花酒
主要原料	高粱（酿酒）、小麦（制大曲）	高粱（酿酒）、小麦（制大曲）	高粱、大麦、豌豆	大米
糖化发酵剂	高温大曲	中高温大曲	中低温大曲	小曲
工艺特点	两次投料，多轮次发酵，具有“四高两长”的特点	泥窖固态发酵，续糟配料混蒸混烧	清蒸清烧，地缸固态发酵，清蒸两次清	小曲培菌糖化，半固态发酵，釜式蒸馏
发酵设备	石缸泥底	肥泥窖	陶瓷地缸	不锈钢大罐、陶缸
发酵时间	八轮次发酵（每轮次一个月）	45—90 天	约 28 天	约 7—30 天
香型特点	酒喝完以后香气依然不散，苦味适中	香气浓郁，入口绵甜干净，咽下后能感觉到甘烈的酒气	一个“清”字来形容，没有酒精刺鼻的气味，没有酒气甘烈的味道，优雅舒适的口感	口味甜而柔和，比起酒来说，更像饮料

资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

## 2、汾酒工艺特点

汾酒以晋中平原所产的“一把抓”高粱为原料，用大麦、豌豆制成的“青茬曲”为糖化发酵剂，取古井和深井的优质水为酿造用水。汾酒发酵仍沿用传统的古老“地缸”发酵法。酿造工艺为独特的“清蒸二次清”。操作特点则采用二次发酵法，即先将蒸透的原料加曲埋入土中的缸内发酵，然后取出蒸馏，蒸馏后的酒醅再加曲发酵，将两次蒸馏的酒配合后方为成品。

汾酒，酒液无色透明，清香雅郁，入口醇厚绵柔而甘冽，余味清爽，回味悠长，酒度高（65 度、53 度）而无强烈刺激之感。其汾特佳酒（低度汾酒）酒度为 38 度。汾酒纯净、雅郁之清香为我国清香型白酒之典型代表，故人们又将这一香型俗称“汾香型”。

### （二）汾酒主要发展历程

汾酒可以追溯到南北朝时，此时产有“汾清”酒。据《北齐书》载：北齐武成帝高湛在晋阳给其侄河南康舒王孝瑜的手书中说：“吾饮汾清二杯，劝汝于邺酌两杯。”1951 年在原杏花村酒坊基础上建成“杏花村汾酒厂”，以后逐年扩建，成为国内规模最大的白酒厂之一。1988 年，汾酒的产量破 1 万吨，占当时全国 13 种名白酒产量的一半，也从那年起，汾酒连续 6 年占据白酒行业销量第一的位置。“汾老大”一时睥睨天下。1993 年 12 月山西杏花村汾酒（集团）组建山西杏花村汾酒厂股份有限公司，并公开上市发行，成为全国头家白酒上市企业。

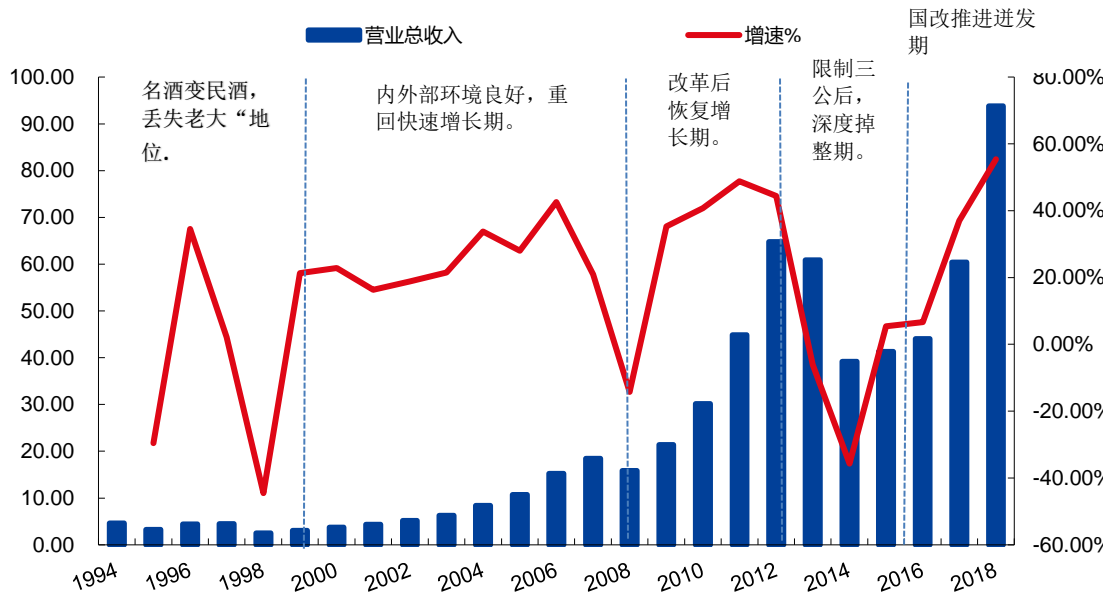
之后汾酒伴随白酒行业的发展分别经历了：1)1994-2001 年：战略转向“名酒变民酒”，叠加假酒事件跌落“老大”地位时期；2)2002-2007 年：内外部环境良好，汾酒重回快速增长期；3)2008-2012 年：调整改革后恢复增长期；4)2013-2015 年：限制三公消费，汾酒随行业进入深度调整期。

2016 年之后，白酒行业景气度提升，次高端酒迎来较好时光。同时 2017 年，汾酒集团与山西省国资委签订了三年任期经营目标责任书，一纸“军令状”拉开了汾酒集团改革的序幕。公司



通过引进战略投资者，优化上市公司股权结构，彻底解决汾酒体制僵化的问题；通过市场化选聘职业经理人和模拟职业经理人等新机制，长效激发营销系统活力；通过实施核心员工股权激励，充分调动员工积极性。

图 2：汾酒 1993-2018 营业收入及发展历程



资料来源: Wind, 华金证券研究所

2017-2019 年三年间，汾酒实现高速增长。2017/2018/2019 年实现营业收入 60.37/93.82/118.80 亿元，同比增速 37%/55%/27%，净利润 10.04/14.67/19.39 亿元，同比增加 57%/55%/32%。2019 年汾酒年销售额增加至 120 亿元，较 2016 年增长近 200%。2019 年汾酒继续延续快速增长的势头，打造了三个 10 亿级区域市场，销售团队增加至 4000 人左右，经销网点从 5 万家激增至 70 余万家。2019 年汾酒圆满收官“十三五”，全国化拼图雏形已现。2020 年是汾酒以“中国酒魂、活态为魂”为战略定位，全面实现汾酒复兴的关键之年。2020 年底公司提出十四五发展规划，未来将重点谋求长江以南市场的显著突破，产品结构优化+全国化持续推进是十四五的增长主线。

### （三）汾酒产品结构

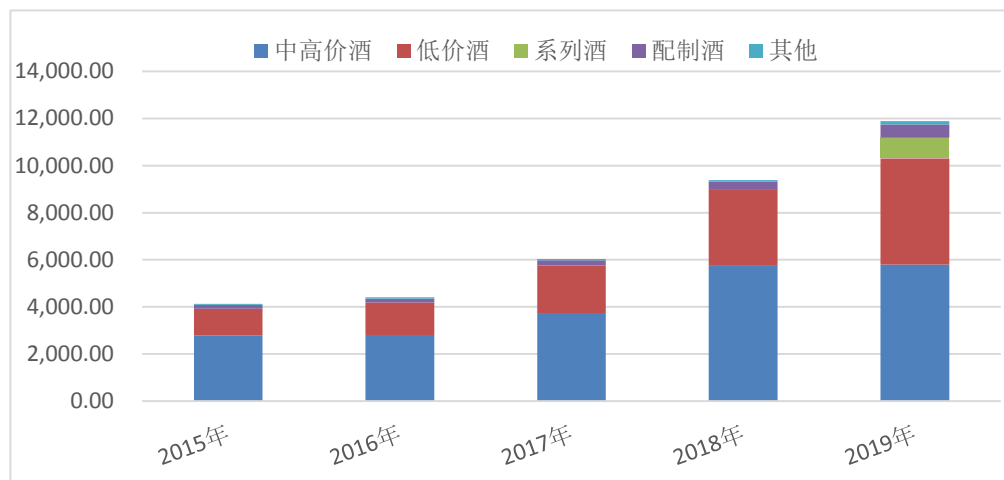
目前，公司拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大中国驰名商标，并拥有近 20 万亩的绿色原粮基地，实现 100%原粮供应。公司主要生产销售汾酒、竹叶青及其系列酒，随着 2018 年公司推出青花汾酒 50 和中国装等新品，弥补高端产品的缺失，公司已经形成以青花汾酒 50 和中国装为高端，以青花 30、青花 20 为次高端，巴拿马及老白汾为中高端，玻汾及系列酒为低端的全产品价格带布局。

#### 1、中高价酒

2018 年公司推出青花汾酒 50 和中国装，定位高端，定价超过千元，主要用于拉升公司品牌力，为产品升级做准备，目前销量较小，业绩贡献尚不突出。青花瓷系列定位次高端，有青花 20 年、30 年的 48 度和 53 度白酒以及 2020 年推出的青花 30 复兴版，定价在 350 元-1000 元，目前占据公司 30% 的收入结构，且增速仍在 30% 左右。

巴拿马及老白汾定位中高端，主要产品有 53 度巴拿马金奖 20、老白汾 10 年、老白汾 15 年，价格带处于 100-400 元之间。在 2012 年公司确定产品结构向高端转型以来，老白汾曾经发挥非常重要的作用，在 2017 年营收占比仍超过 50%，随着公司青花系列的不断放量，营收占比逐渐下降，目前增速在 10%-20% 之间。

图 3：2015-2019 主营产品收入构成（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 2、低价酒

玻汾及系列酒为公司低档产品，定价低于 60 元。其中，玻汾系列产品有黄盖、红盖玻璃瓶 42 度、53 度汾酒。2018 年低价白酒产量约为 4500 万升。由于玻汾在低档酒中竞争力突出，目前低价酒收入增速在 30%-40% 之间。

## 3、竹叶青系列配制酒

竹叶青是山西汾酒旗下保健酒品牌，但在规模上，竹叶青的发展相较汾酒目前快速发展的步伐略显缓慢。2019 年，竹叶青酒营业收入 5.5 亿元，仅占比山西汾酒营收的 4.5%。竹叶青作为保健酒品牌，其健康概念迎合当下喝好酒和健康化的消费需求，未来汾酒将启动竹叶青全国化布局，为汾酒拓展全国市场提供助力。



表 2：山西汾酒主要产品系列

系列	产品	规格	定位	价格（元/瓶）
青花系列	中国装	53度/500ml	高端	1999
	复兴版青花30	53度/500ml		1199
	青花30	53度/500ml	次高端	979
	青花20	53度/500ml		559
巴拿马系列	巴拿马20	53度/475ml	中高端	439
老白汾系列	老白汾15年	53度/475ml		229
	老白汾10年	45度/475ml	中高端	165
	老白汾醇柔	53度/475ml		118
玻汾	乳玻汾	48度/475ml		75
	红盖玻汾	45度/475ml	低端	49
	黄盖玻汾	42度/475ml		50
竹叶青	竹叶青30	53度/500ml		788
	竹叶青20	42度/500ml	保健酒	555
	竹叶青10	38度/500ml		288
	冰派竹叶青	38度/298ml		65

资料来源：公司官网，京东，华金证券研究所

## 二、三个维度看汾酒过去与未来

### （一）外在环境与内生动力

#### 1、白酒行业竞争格局及行业趋势

##### 1) 白酒行业经历两次起伏期

###### ① 20 世纪 80 年代-2003 年：第一次历史起伏期

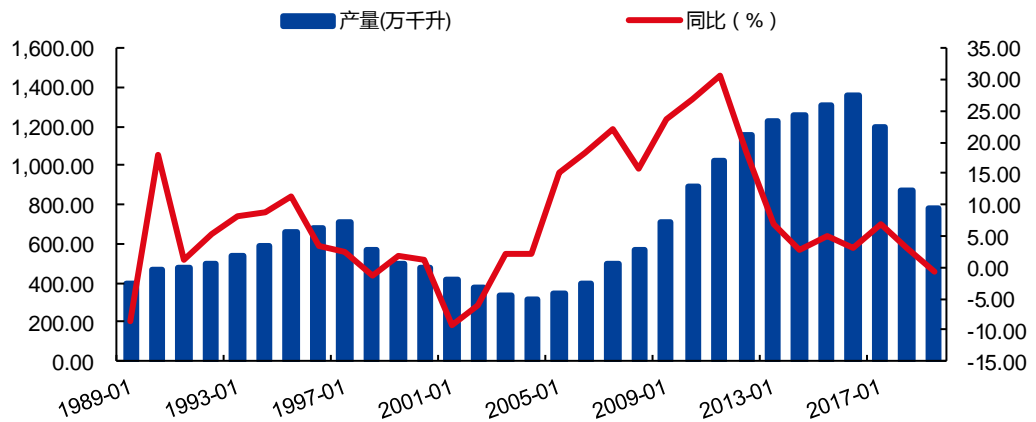
随着市场经济的发展和社会消费水平的提高，白酒行业在 20 世纪 80、90 年代迅速发展，当时较低的市场准入要求和较高的利润水平刺激各地兴办众多小型酒厂，至 1996 年，白酒行业年产量达到 801 万吨的高峰，约为建国初期的 80 倍。1997 年之后，当时历经亚洲金融危机和政策限制，加上鲁酒标王事件、山西假酒事件，白酒行业从 1998 年开始大幅度滑坡，诸多名酒甚至出现经营困难。

###### ② 2003-2016 年：第二次历史起伏期

从 2003 年开始，随着中国经济的高速增长，白酒行业进入了“黄金十年”，我国白酒行业全面复苏，2003-2012 年行业产量从 349 万吨增至 1153 万吨，平均增速为 18.6%。2005 年以来经济高速增长和投资驱动模式首先刺激了高端酒的消费，茅五泸最先脱颖而出。2008 年全球金融危机稍有调整后，2009 年的 4 万亿投资为区域名酒和次高端酒带来机会，通过深度分销和系列产品开发，洋河、古井、酒鬼、汾酒等品牌在 2009-2012 年业绩大幅提升。2012 年的塑化剂事件和限制三公消费使行业黄金期画上句号，白酒行业进入为期 4 年的调整期。2012 年 100 元至 300 元的中高端白酒消费中，政务、商务与民间消费占比分别为 25%、35%、45%，而随着政策打压，2014 年政务消费占比急骤下滑到 3%，商务与民间消费占比分别为 42%与

55%。2015年起，随着白酒行业重点从高端政商消费向由“消费升级”为特征的大众消费转型后，行业回暖。

图 4：中国白酒年度产量及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

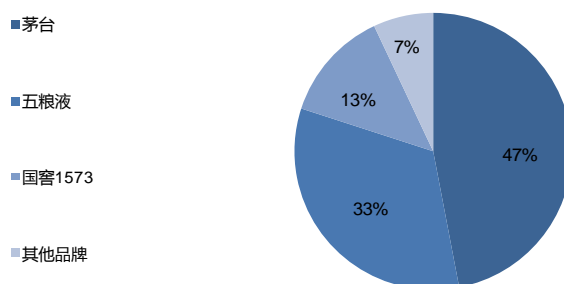
## 2) 白酒行业步入向龙头集中、挤压式增长时期

白酒行业从 2016 年逐渐复苏，2017 年酒企业绩出现大规模增长。白酒行业紧抓此轮消费升级的机遇，再次完成了行业的“蝶变”。本轮白酒行业复苏，基础更加夯实，复苏的根基在于消费群体由原来的三公消费转向消费升级所带来的商务、大众消费群体。

在消费升级趋势下，品牌力强、产品结构好和有较强渠道掌控力的企业成为受益者，中小酒企面临较大压力。据国家统计局数据，2018 年全国规模以上白酒生产企业 1445 家，较上年减少 148 家，近 10 年来企业数量首次减少。与此同时，上市酒企的盈利能力也开始出现分化，高端、次高端盈利能力进一步加强，中低端白酒压力加大。

以销售金额绝对数值测算，茅台、五粮液、泸州老窖三大龙头的市场份额在 2016 年只有 14.5%，而到 2018 年，这一比例已经上升到 25.7%，三年的时间内翻了一倍，由此也带来了利润的大幅提升，三大龙头企业过去三年的年平均净利润增速高达 26%。2018 年，茅台、五粮液、泸州老窖总共占据高端白酒 93% 的市场，龙头集中凸显马太效应。

图 5：2018 中国高端白酒市场份额 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

下图我们给出了高端、次高端及区域酒的三个龙头企业，统计这 9 家企业在近三年内的销售收入和利润增长情况，整体来看所有的企业营收、利润都保持在 20% 以上的水平（利润除洋河 19.9% 以外），在行业整体去产能过程中，龙头企业保持了扩张，另外需要注意到，几乎每个企业的平均利润增长率都高于同期的营收增长率，这也反映了在这一过程中龙头企业的议价能力在不断提升。

表 3：不同档次白酒龙头企业 2016-19 年营收和利润及增速（亿元）

公司	销售收入				年平均 增长率	净利润				年平均 增长率
	2019	2018	2017	2016		2019	2018	2017	2016	
贵州茅台	854.30	772	610.6	401.6	28.39%	439.70	378.3	290.1	179.3	34.73%
五粮液	501.18	400.3	301.9	245.4	28.38%	182.28	140.4	100.9	70.57	36.23%
泸州老窖	158.17	130.6	103.9	86.27	23.40%	46.42	35.1	26.02	19.79	31.53%
山西汾酒	118.80	98.82	63.61	44.05	38.35%	20.54	15.6	10.12	6.416	47.80%
水井坊	35.39	28.19	20.48	11.76	47.69%	8.26	5.794	3.355	2.248	54.37%
舍得酒业	26.50	22.12	16.38	14.62	22.73%	5.38	3.729	1.421	0.802	106.61%
洋河股份	231.26	241.6	199.2	171.8	8.02%	73.86	81.15	66.19	58.05	5.02%
古井贡	104.17	86.86	69.68	60.17	21.05%	21.58	23.69	16.12	11.51	21.56%
今世缘	48.70	37.41	29.57	25.62	26.59%	14.58	11.51	8.954	7.581	23.49%

资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

### 3) 白酒行业未来发展趋势

从白酒行业目前的现状分析，我们预测高端化、品牌化、集中度提高、向优势特色产区集中将是我国白酒行业未来一段时间呈现的新特点、新趋势：

第一，高端化趋势。以 2018 年为例，2018 年我国高端白酒销售总额为 5363 亿元，比 2017 年增长 12.88%，其中利润为 1250 亿元，利润同比增速 29.98%。高端白酒行业利润空间较大，反映出白酒行业高端化的趋势。

第二，品牌化趋势。随着经济发展，人们的消费水平进一步提高。原来消费不起的品牌酒逐渐被接受，品牌白酒的渠道不断下沉，白酒消费进一步趋向品牌化。

第三，集中度进一步提高。2018 年，前七大酒企(茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、山西汾酒、郎酒、剑南春)的合并市场占有率上升至约 34%，正在逐步蚕食地方中小品牌的市场份额，品牌集中度越来越高、行业挤压式增长愈发明显。

第四，向优势特色产区集中。2019 年 4 月 8 日，国家发展改革委公布了“关于就《产业结构调整指导目录(2019 年本，征求意见稿)》公开征求意见的公告。《征求意见稿》第二类限制类中，虽然“白酒生产线”依然在列，但备注了“白酒优势产区除外”，更有利于白酒优势产区的发展。

汾酒作为“清香型”白酒的龙头，在白酒行业高端化、品牌化、优势特色产区等长期发展趋势下，占据了很好的卡位优势，良好的外部环境之下，汾酒也顺势而为，觅得行业和公司发展良机，从“回暖”进入到“加速发展”的新阶段。

## 2、汾酒过去三年高增长回顾及主要增长动力

### 1) 汾酒目前股权结构

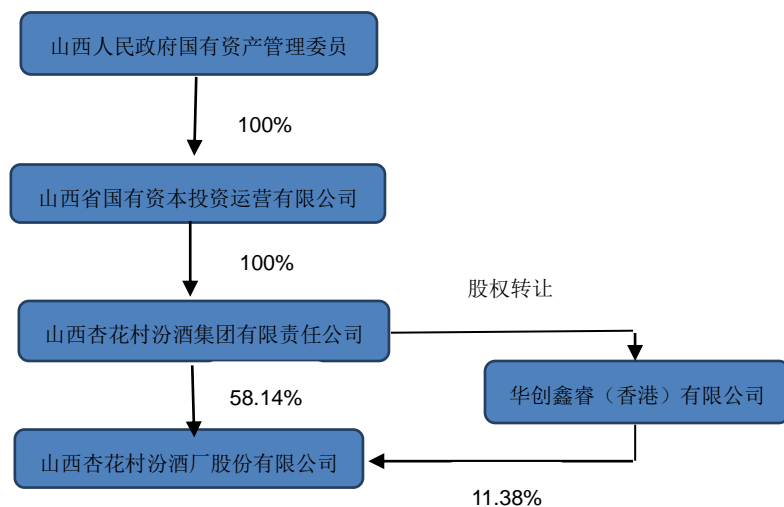
2017年9月之前，山西省人民政府国有资产管理委员会对公司的持股比例一直保持在70%左右。之后公司开启国企改革之路，逐步推进混合所有制改革。2018年公司引入华润作为战略投资者，汾酒集团将持有的11.45%公司股权转让给华润集团旗下的华创鑫睿。截止2019年底，山西省国资委为公司实际控制人，持股比例58.14%，华润集团旗下的华创鑫睿持股11.38%，成为第二大股东。

## 2) 汾酒国企改革之路及三年高增长回顾

2015年行业复苏以来，汾酒营收仅恢复小个位数增长，2015/2016年营业收入同比增速仅为5.4%/6.7%，相较于同时期的茅台、五粮液，2015/2016年营业收入同比增速为3.82%/20.56%，3.08%/13.32%。曾经的“汾老大”与其他品牌的差距逐渐拉大，改革迫在眉睫。2017年2月23日，汾酒集团同山西省国资委签订任期经营业绩责任书，董事长李秋喜承诺，2017-2019年酒类收入分别增长30%、30%、20%，净利润年均增长25%，至2019年酒类总收入达到百亿规模，汾酒拉开了三年高增长的序幕。

国企改革收官，汾酒在多方面实现高增长：①行业排名：从2016年第八名上升至2018年行业第五；②业绩高增长，集团口径方面，2017/2018年实现酒类收入70.76/110.64亿，增速达41%/56%，实现利润总额14.72/23.45亿，增速达68%/59%；股份公司口径方面，2019年全年实现营业收入/归母净利润118.80/19.39亿元，三年复合增速分别为39%/50%/27%，2019年营收成功迈入百亿俱乐部；③营销队伍持续扩容，2017-2019年，销售团队由500余人增长至4000余人；经销商数量则由700余家增长至2000余家；专卖店数量由400多家增长至900多家；汾酒经销网点从5万家激增至70余万家；④全国化布局稳步推进，目前已基本扫除空白市场，形成3个10亿级板块市场，亿元以上市场数量翻一倍；2018年起省外收入超过省内，且占比持续提升。

图 6: 2019 年年报股权结构示意图



资料来源：公司公告，酒说，华金证券研究所

表 4: 汾酒国企改革之路重要历史回顾

时间	事件
2012年	4月公司与控股股东山西杏花村汾酒集团有限责任公司共同对山西杏花村汾酒销售有限责任公司进行增资扩股，完成后，公司持有汾酒销售公司的股权比例从60%上升到90%，汾酒集团公司的持股比例从40%下降为10%。
2014年	5月成立山西汾酒创意定制酒公司，其中汾酒销售公司持有51%，经销商新晋商持有49%的股权。8月公司以原始出资取得上海销售公司94%股权，上海销售公司作为汾酒集团混合所有制改革的试点，引入经销商、基金投资人和经营团队持股，公司持股比例降到40%；
2015年	4月汾酒销售公司与厦门禹道成立合资公司。8月成立竹叶青酒（北京）有限公司，竹叶青酒营销公司持股51%，经销商持股49%。同期设立科技开发公司并尝试建立核心员工的创业、创新平台，探索新型团队协作模式和技术员工薪酬激励机制。
2016年	6月山西汾酒河北办事处升级为运营中心，由汾酒和河北艾伦公司共同合作，共同运营河北市场，为成立混合所有制运营公司试点，标志着汾酒营销模式变革的开始。
2017年	2月23日董事长李秋喜签下经营目标考核责任书。省国资委继续向企业放权，向汾酒集团下放经营方针和投资计划、财务预算、人事权、投资计划、薪酬管理等8项实权。7月山西省国资委将所持有的上市公司控股股东山西杏花村汾酒集团有限责任公司100%股权全部划转至国有资本投资运营有限公司。12月成立的厦门分公司象屿公司是汾酒混改的第三次尝试，且与之前不同，汾酒没有控股而是参股，走出了汾酒改革的重要一步。
2018年	2月控股股东汾酒集团拟以协议转让方式将持有9915万股山西汾酒股份转让给华润创业控股子公司华创鑫睿。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。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；山西省国资委通过了汾酒公司股权激励方案，激励对象为公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员。
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。同期公司首次限制性股权激励计划实施落地，授予限制性股票涉及的激励对象共计395人，激励对象包括高级管理人员、关键岗位中层管理人员、核心技术、业务等骨干人员。12月股东大会通过了股份公司与汾酒集团间7项关联资产收购议案，汾酒集团完成整体上市。

资料来源：公司公告，酒说，华金证券研究所

### 3) 汾酒主要增长动力

汾酒 17-19 年实现高增长，主要归因于以下几点：

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 主力单品量价齐升，拉动营收和利润双增长：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。19-20 年青花已提价三次，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%。

表 5: 汾酒青花 30 2019-2020 年提价明细

日期	产品	上调区间			涨价后终端价
		开票价	终端供货价	终端建议零售价	
2019年5月	48度青花汾酒30	35元/瓶	-	-	738元/瓶
	53度青花汾酒30	25元/瓶	-	-	738元/瓶
2019年7月	48度青花汾酒30	20元/瓶	10元/瓶	30元/瓶	768元/瓶
	53度青花汾酒30	30元/瓶	30元/瓶	50元/瓶	788元/瓶
2020年8月	48度青花汾酒30	101元/瓶	101元/瓶	161元/瓶	929元/瓶
	53度青花汾酒30	101元/瓶	101元/瓶	191元/瓶	979元/瓶

资料来源：云酒头条，微酒，华金证券研究所

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,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公司的主要努力方向。

## (二) 产品布局:持续聚焦产品线 拔中高控底部

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较为合理的产品结构: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,强化突出高端产品品牌形象;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。另外,竹叶青系列作为保健酒品牌,其健康概念迎合当下喝好酒和健康化的消费需求,公司2020年启动竹叶青全国化布局将有利于直接增厚公司业绩,为汾酒拓展全国市场提供助力。

### 1、青花系列树品牌 提高市场份额

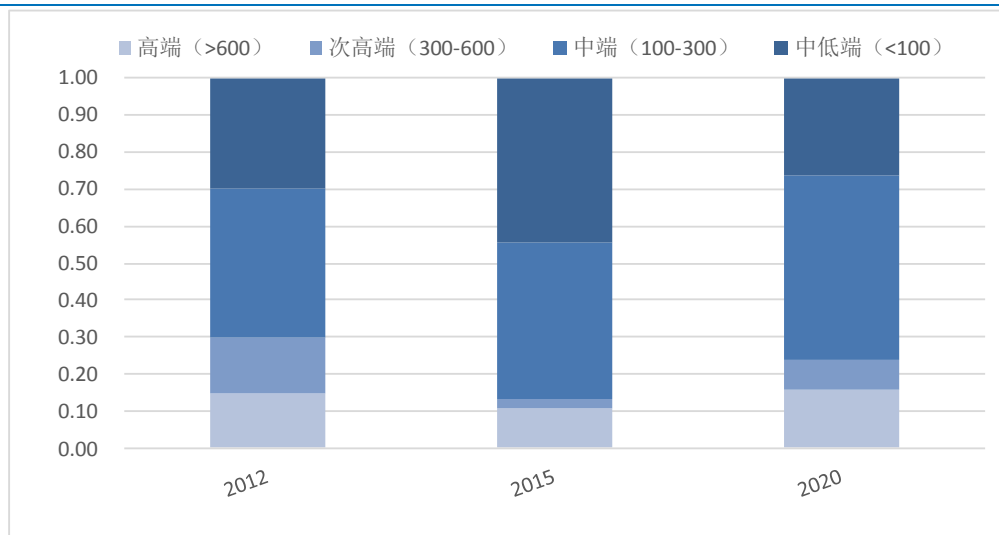
#### 1) 次高端白酒市场空间广阔

①供应缺口明显 首先看高端白酒。茅台产量逐年提升,然而高端白酒受制于酿造工艺、优质出酒率和贮藏时间等多重因素的影响,再加之其他品牌的退出,单靠茅五泸撑起高端市场的一片天空显然难以做到供给量的快速释放。2012-2018年,高端酒年供给量仅由4.5万吨提高至5.5万吨,每年复合增长仅为3.4%。依据茅台基酒产量数据推算,在不考虑大量使用年份酒进行勾调的前提下,到2020年之前茅台年供应量的复合增速为5.2%,仍将处于紧缺状态。其他品牌方面:五粮液目前在积极提升优质出酒率,老窖的项目扩产也在积极进行中,水井、酒鬼等也正在逐步回归高端市场。随着高端需求的回暖,市场参与者都在努力提升产量以获取更高的市场份额,乐观估计到2020年高端白酒产量有望达到7万吨/年,2018-2020年均增长率12.8%,但仍然仅为高端需求增速的80%左右。

再看次高端白酒。从2012到2018年,次高端行业年销量从10万吨出头降至4万吨,行业缩水60%。上一轮白酒牛市中,政务消费占比40%,在排除政务消费影响后,2012年真实的商务和个人消费6万吨上下,考虑到人均可支配收入的提升幅度,我们估算2018年真实的次高端需求约为8.7万吨,实际4万吨的供应量与需求相比存在1倍以上的缺口,乐观估计次高端整体供应量未来以20%速度增长,2020年能够达到5.8万吨以上,供应缺口仍然较大。预计截止2020年,高端白酒平均每年以8%的速度增长,次高端白酒的扩容速度更是达到26%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,整个白酒行业的结构在向上提。



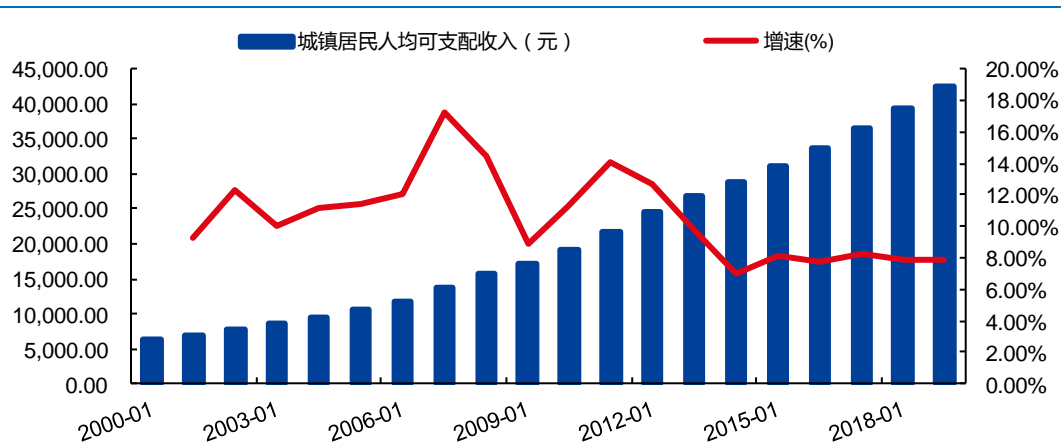
图 7：次高端白酒迅速扩容



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

②消费升级，需求扩大。近年来人均可支配收入增长提升居民的消费能力。截至 2019 年年底城镇居民人均可支配收入增至 42,359 元，相较于 2015 年的 10,493 元，实现 10.5%的复合增速。目前大众主流消费价格带上移到 100-300 元，消费升级趋势下，次高端仍是白酒市场中的“成长性”行业。我国白酒市场规模约 6000 亿元，中高端白酒(100-300 元)市场规模最大约 2500 亿，占比 42%，在消费升级趋势下，预计未来 3-5 年时间，若中档价位 20%的消费量升级为 300 元以上价位，将直接带来 500 亿左右的次高端市场增量。人们不断追求更高的消费层级，之前偏低端的消费者不断涌入次高端，使得次高端的消费群体不断扩大。

图 8：城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

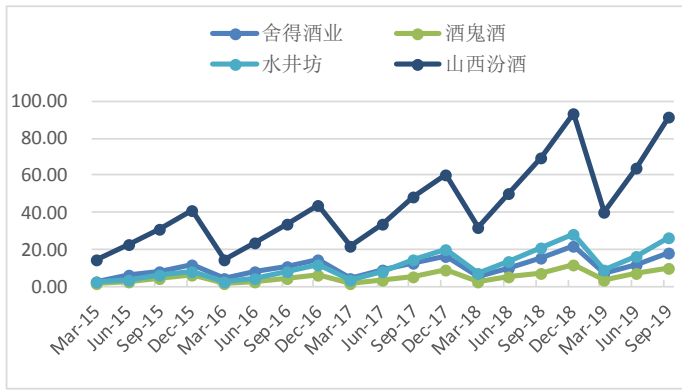
## 2) 青花系列借助香型差异化优势 有望提高在次高端市场份额

### ①次高端白酒竞争格局

目前白酒行业次高端的公司数量实际上在减少，其范围基本就在洋河，汾酒，水井坊，舍得，酒鬼酒，郎酒，剑南春。其中，后面的郎酒、剑南春目前不是上市公司，洋河基本在往第一阵营上升，A 股市场目前基本就是次高端四杰，即：汾酒，水井坊，舍得，酒鬼酒。因为次高端这个价格带需要品牌力的支撑，目前消费群体主要是大众消费，消费相对理性，因此这个价格带竞争

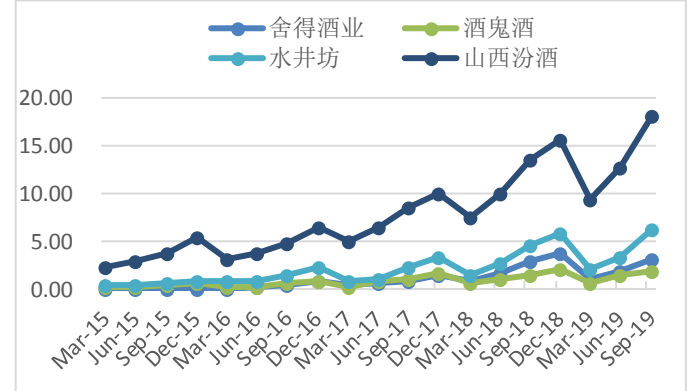
格局相对稳定。山西汾酒自身的品牌实力不俗，在山西、华北地区有着良好的大众口碑，加之作为清香型白酒，具有香型差异化优势，2017年国改之后，汾酒全国化布局展开，其有望在次高端市场中不断提高市场份额。

图 9：次高端白酒主要企业收入状况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：次高端白酒主要企业净利润状况



资料来源：Wind，华金证券研究所

### ②借助汾酒青花系列树全国化品牌

汾酒产品经营策略是“两头带中间”，其中青花系列是重中之重，是品牌力提升和利润创造的主力产品。2018-2019年，山西汾酒的青花系列放量明显，增速接近翻番，2019年汾酒中高价白酒营业收入 57.92 亿元，占总营收 48.75%，相较于 2017 年同期数据，中高价白酒营收同比上涨 54.8%。19-20 年青花系列已提价三次，公司以“控量挺价”为主，保证青花系列增长持续稳健。

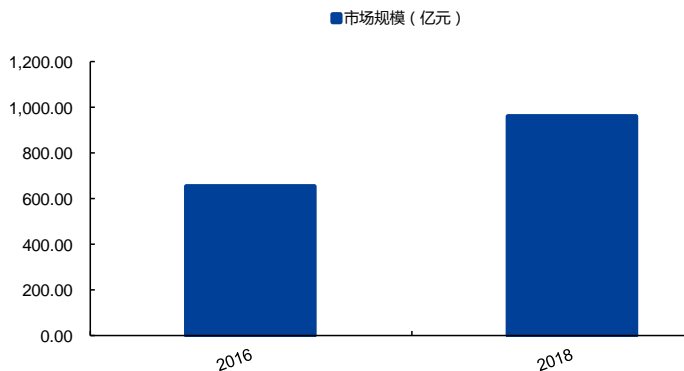
从 2020 年开始，汾酒对青花 20 和青花 30 实现分核心市场、核心终端以及核心动作三个层面的分离操作：(1)核心市场分离，青花 20 聚焦 100 个城市，青花 30 聚焦 50 个城市，青花 20 更偏渠道产品，战略任务重在次高端价位带“跑量”；青花 30 更偏团购高端产品，战略任务重在塑造品牌高度。(2)核心终端方面，青花 30 主攻依托高端团购能力强、有政务商务资源的终端，而青花 20 则主攻依托宴席资源、商务团购资源的终端。数量方面，青花 30 主攻终端 2 万家，核心 5000 家；青花 20 主攻终端 7 万家终端，核心 1. 万家。为了保障上述操作能够顺利实施，公司在 2020 年也围绕价格、费用和利润三个层面提供保障：(1)价格方面，青花 30 继续提升，青 20 采取紧盯对手、适时调整的策略。(2)费用方面，聚焦增量区域和增量客户，并且打造审批核销的快捷通道确保相应动作的快速落地。(3)利润方面，青花汾酒通过利润管理、六大激励体系(执行力度、市场健康度、增长幅度、季度、半年度、年度)、风险兜底等举措保障渠道健康运转。

## 2、发挥光瓶酒玻汾品牌优势 加速省外扩张

2012 年我国光瓶酒行业发展进入快车道，在持续的反腐倡廉限制“三公”消费、环保政策趋严等因素的影响下，众多高端酒企纷纷进入光瓶酒市场，2016 年光瓶酒市场规模约 650 亿，到 2018 年市场规模增至 960 亿元左右。预计 2018-2022 年的复合平均增速大致在 15%-30% 之间。目前我国光瓶酒主要分为五类阵营：一是以玻汾、五粮液为代表的名酒光瓶酒，二是以江小白、小郎酒等为代表的新兴光瓶酒，三是以牛栏山、红星等为代表的京味二锅头，四是以老村长、龙

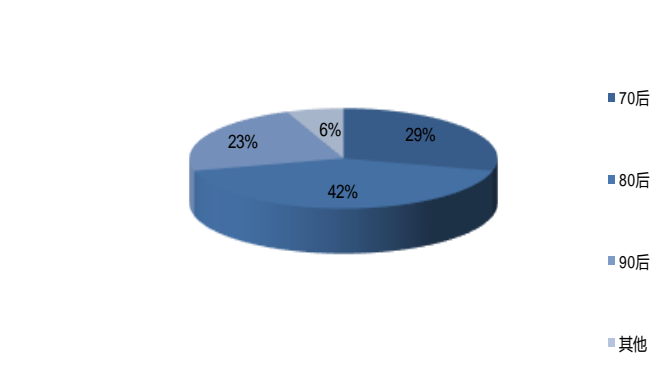
江家园等为代表的东北光瓶酒，五是以小角楼、汾阳王等为代表的地产酒。不同类型的光瓶酒各发所长，形成自己的优势市场。

图 11: 2016-2018 我国光瓶酒行业市场规模



资料来源: 中国酒业协会, 华金证券研究所

图 12: 我国光瓶酒消费结构



资料来源: 中国酒业协会, 华金证券研究所

虽然目前 5/10/15 元价格带的量为主流价格带, 但是伴随消费群体年轻化以及消费升级, 20/30/40 元价格带的高线光瓶酒也将出现高速增长。2015-2018 年, 以玻汾为主导的中低价酒营收复合平均增速高达 42%, 2019 年, 牛栏山珍品陈酿增速也超 50%, 充分证实行业变化趋势。

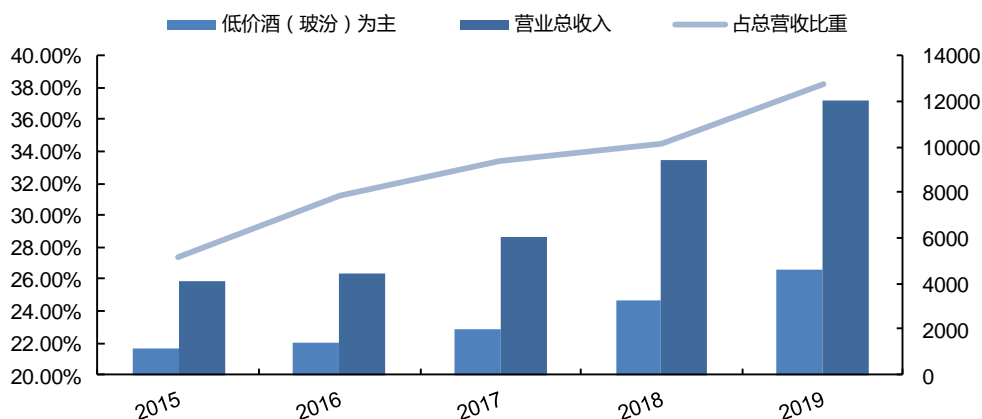
表 6: 光瓶酒五大阵营

品类	代表品牌	主要价格区间	优势	重点消费区域/群体
名酒光瓶酒	玻汾、五粮液等	50-100元	名酒基因, 知名度高	全国、城市低收入家庭
新兴光瓶酒	江小白、小郎酒等	30-50元	个性时尚, 颜值较高	全国、新型农民工、年轻群体
京味二锅头	牛栏山、红星等	15-30元	品质突出, 性价比高	源自北京, 全国扩张、新型农民工、城市居民
东北光瓶酒	老村长、龙江家园等	15-30元	高渠道占有, 高频促销	源自东北, 局部扩张、农民工、城郊结合部居民
地产酒	小角楼、汾阳王等	15元及以下	价格便宜	当地市场、农民工、农村居民

资料来源: 中国酒业协会, 华金证券研究所

玻汾作为汾酒系列的入门级产品, 在推进全国化布局中起到培育清香消费者群体的作用, 其依然有望实现超越行业整体增速的高质量增长。原因如下: (1)汾酒作为四大名酒中清香型的代表, 玻汾的经典无可替代。2015 年以来, 红/黄盖玻汾价格坚挺, 在 35-50 元这个价格带处于绝对领先地位。未来 5-10 年公司享受光瓶酒消费升级的行业红利指日可待。(2)光瓶酒行业的 70% 消费市场集中在东北、华北及中原市场, 汾酒在环山西市场有很好的消费者基础, 仍存在增长空间。(3)公司针对玻汾系列, 通过供应方式以终端数量与区域控制相结合的办法, 给予渠道环节的利润率接近 50%, 并要求终端铺市率达 80%, 确保店店有玻汾, 提升消费者点击率。2019 汾酒的终端数量扩张至 55.7 万家。(4)随着汾酒与华润的协同逐步强化, 华润 190 万家终端的渠道价值与玻汾快消品的产品属性有望打开更大的想象空间。

图 13: 玻汾近年营业收入及增速

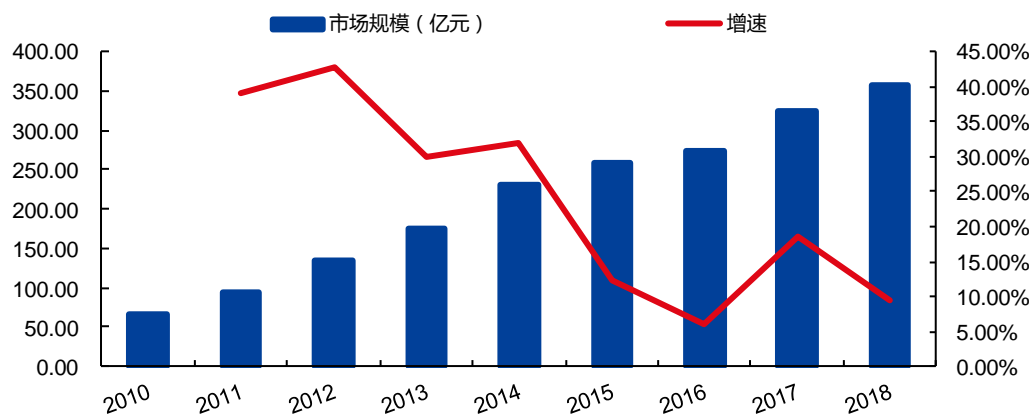


资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 3、逐步壮大竹叶青品牌优势 打开中长期成长空间

竹叶青酒是山西汾酒旗下保健酒品牌。竹叶青酒公司除竹叶青之外，还生产竹叶春、玫瑰汾酒、白玉汾酒及其它保健酒、配制酒、露酒产品。但在规模上，竹叶青的发展相较汾酒目前快速发展的步伐略显缓慢。2019年，竹叶青酒营业收入5.5亿元，仅占比山西汾酒营收的4.5%。竹叶青作为保健酒品牌，其健康概念迎合当下喝好酒和健康化的消费需求，未来汾酒将启动竹叶青全国化布局，为汾酒拓展全国市场提供助力。

图 14: 2010-2018 保健酒市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

据智研咨询发布《2020-2026 年中国保健酒行业市场供需形势及未来前景规划报告》数据显示：2001 年中国保健酒行业市场规模仅为 8 亿元，2005 年中国保健酒行业市场规模增长至 45 亿元。此后几年，保健酒行业依旧处于发展的成长期，市场扩张增长速度很快，2018 年中国保健酒行业市场规模将达 356.4 亿元，同比增长 9.5%。

尽管与传统白酒产业相比，保健酒市场规模依旧有限，但随着时下消费者对健康饮酒的关注与理性消费观念的形成，保健酒将成为广大消费者日常饮酒的新选择。未来几年内，保健酒产业必将迎来高速发展的黄金时期。

保健酒过去由于药味过重消费饮用的口感很差，限制了消费人群的广普化。未来保健酒企业更多将产品研发的重点关注到酒液的口感、色泽和酒体的选择，保健酒口感有望得到优化，最终将达到中高端酒的水准。在口感优化趋势下，保健酒产品也将迎来新一轮升级。

竹叶青作为汾酒的老品牌，有历史文化的认知。同时作为清香型的代表，其口味也容易被消费者认同和接受。2020年3月24日，汾酒发布公告，将全面推动竹叶青品牌建设发展，并以现金方式对全资子公司竹叶青公司增资6亿元，用于竹叶青品牌建设投入、市场渠道投入、新品研发投入以及特色中药材创新板块投入，并对竹叶青全产业链进行产供销研一体化的数字化提升。

竹叶青酒将布局全国市场，深化混改，未来将通过多轮融资，与投资伙伴一起发挥混改“互补优化效应”。在管理层面，将实施“事业合伙人制”，逐步形成“市场选聘+股权激励+项目投资+风险基金”一体化配套机制。这一板块将成为汾酒中长期业绩增厚的重要看点。

### （三）品牌、渠道与营销机制

#### 1、百年汾酒主打文化品牌，走出名酒复兴之路

##### 1) 汾酒拥有百年文化，独占清香型品牌龙头赛道

报告前段我们就有提及，汾酒历史悠久。《北齐书》中记载，北齐武成帝高湛从晋阳写给河南康舒王孝瑜的诗中说：“吾饮汾清二杯，劝汝于邺酌两杯”。宋《北山酒经》记载，“唐时汾州产干酿酒”，《酒名记》有“宋代汾州甘露堂最有名”，明末爱国诗人傅山先生，曾为申明亭古井亲笔题写了“得造花香”四个大字，说明杏花井泉得天独厚，酿出的美酒如同花香沁人心脾。清李汝珍在《镜花缘》一书九十六回的曲牌中，列举当时全国知名酒类五十余种，其中推汾酒为首。1915年汾酒在巴拿马万国博览会上荣获一等优胜金质奖。自1953年以来，汾酒连续被评为全国“八大名酒”和“十八大名酒”之列。1980年又荣获国务院颁发的金质奖章。

表 7：清香型白酒上市公司业绩一览

股票代码	上市公司	2019年		地区
		营业收入（亿元）	利润（亿元）	
000860	顺鑫农业	149.00	8.09	北京
600809	山西汾酒	118.8	19.39	山西
002646	青青稞酒	12.54	0.36	青海

资料来源：Wind，华金证券研究所

近年来，随着白酒消费群体逐步发生变化，部分地区消费者口味有向轻柔、绵甜转化的特点，加上清香型白酒加大文化宣传推广，清香型白酒市场份额有提升趋势。酱香酒热度高，清香型增长亦显著快于行业。公司独占清香赛道，同与浓香次高端竞争激烈相比，具有差异化，处在清香价值链金子塔顶端位置，亦受益于清香的普及和消费升级。

##### 2) 主打“文化”牌，树立高端品牌形象



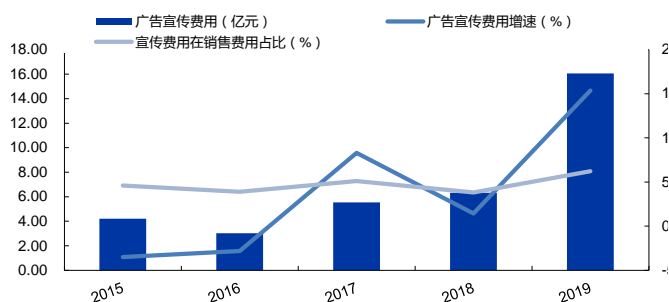
注重文化内涵，汾酒决胜市场的独有优势就是清香文化，公司主要强化营销中的文化价值，特别是明确“中国酒魂”的概念，对汾酒有着至关重要的战略意义，也是赢得市场和营销先机的关键。据 2020 年《中国 500 最具价值品牌排行榜》公布，汾酒品牌价值已达 427.23 亿元。

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，“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展现在消费者面前，将汾酒历史文化传播到市场当中。媒体对活动报道 3000 余次，影响受众超过 7 亿人次，并在行业内引起重大反响，成为酒业超级“IP”。2019 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。2020 年，作为“行走的汾酒 2020”首场活动，广州站举行了新闻发布会、文化大讲堂、名家对话、火炬传递、文化大巡展、走访媒体等六项内容。“行走的汾酒 2020”活动全面升级，改变过去以文化大巡展为主要内容的形式，突出“走出去和请进来相结合”，“文化传播与市场营销相结合”，通过文化与品牌的赋能，实现汾酒市场快速增长。

### 3) 加速品牌瘦身，完成品牌持续对焦

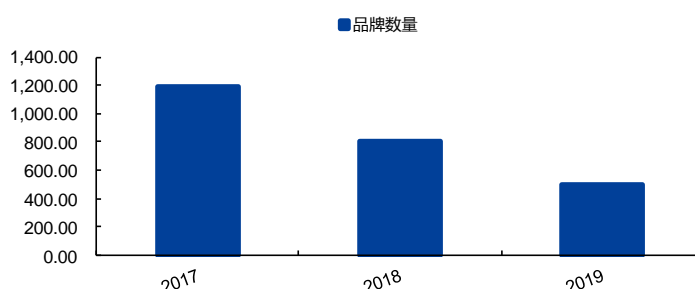
在 2018 年股东大会上，公司明确表明将收回“汾牌”，由开发模式全面转换为“定制+自营”销售；除此之外，还将收回所有带有“汾”字的产品，尽快完成品牌梳理，实现品牌瘦身。“汾”是汾酒品牌的价值核心，收回“汾”字头有利于公司实现品牌聚焦。此外，公司还围绕“一优三强”酒类品牌一体化运作新模式，成立营销改革办公室，让汾酒在发挥营销龙头的同时，加快与竹叶青酒、杏花村酒、汾牌系列酒资源共享、协同发展，不断加大品牌瘦身力度，规范产品包装。同时从以开发品牌为主、转换为“定制+自营”模式，为专业大客户定制，易于追责、避免乱象，自营易于管控市场、精耕细作，将实现品牌管理程度的归集和提高。在一系列举措之下，相信汾酒将持续回归并释放其品牌价值。

图 15: 2015-2019 年汾酒广告宣传费用及增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 公司品牌瘦身回顾



资料来源: 酒业家, 华金证券研究所

## 2、稳固省内及环山西强势市场，打开长江以南新的增长极

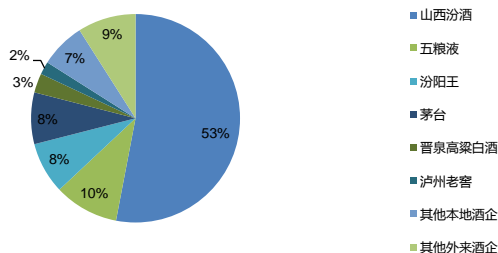
### 1) 稳固省内及环山西强势市场



公司在山西省内市场具有绝对优势，当前山西白酒市场消费规模在 100 亿元左右，主流价格带为 80-120 元。山西汾酒市占率超 50%，占有绝对优势。从香型来看，省内清香型产品占比约 90%，口味粘性高，其他香型只作为补充。

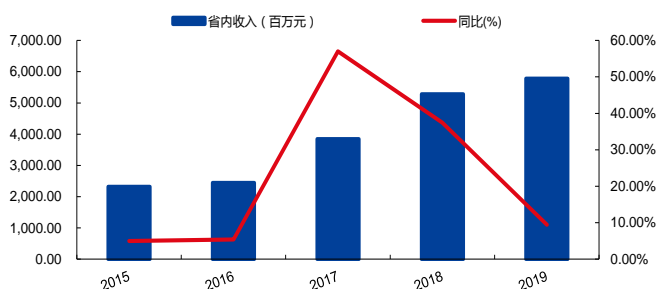
从属地来看，山西本地白酒企业主要为汾酒、汾阳王、晋泉高粱白酒等，占比超过 70%。2018 年汾酒集团省内营收约 70 亿元，位居营收规模第二的地产酒汾阳王营收规模不足 10 亿元，位居第三的梨花春不足 5 亿元。外地品牌酒企主要包括茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、牛栏山等，占比接近 30%。其中茅台、五粮液为主，主攻高档酒价格带，与汾酒展开错位竞争。

图 17：2018 年山西省白酒企业市场份额（%）



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 18：汾酒省内收入及同比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

省内经济回暖，白酒需求升级明显。2016、2017 年伴随煤炭供给侧改革，山西经济稳中向好，强有力的提振了省内白酒消费需求，公司省内营收规模迅速恢复。从近两年营业收入来看，省内承担公司 2017 年营收的主要增量。省内渠道建设不断推进，基础更加扎实。公司自 2014 年起加大对晋北市场渠道和终端建设，重塑品牌形象，加速收复晋北市场。2016 年开始加快渠道下沉，“一百双千”工程有效落地，全省 1100 多个乡镇全面覆盖，至 2018 年省内实现产品全程追溯，渠道的严密性大为增强，区域之间的窜货减少，山西市场基础坚实，稳中有升。省内 2017 年增速高达 46%，省外处于调整布局阶段，增长 26%。2019 年公司省内营收接近 60 亿规模，超越 2012 年水平，达到历史高点。

环山西省份承担 2019 年营收的主要增量。2018 年聚焦“1+3”核心板块市场，公司在环山西市场有较好的品牌力和消费者基础。环山西市场（京、津、冀、豫、鲁、蒙、陕）空间大，市场规模合计约 1200 亿，且多数省份地产酒实力不强。公司全国化战略从山西市场入手突破，2018 年省外市场增长提速，增速达到 74%，省内进行升级和渠道扁平化，增长 32%。2019 年汾酒省外收入 59.6 亿元，预计环山西市场贡献 30 亿元以上，占比超 50%。如河南市场，公司 2016 年销售收入仅 3 亿，2018 年达到 10 亿，2019 年达到 13 亿，发展迅猛。21 年河南市场增速将有所加快，河南市场是通过快速扩充终端网点、渠道网络实现扩张，玻汾占比超过三分之一，未来增长空间主要看青花，增长的速度取决于升级速度以及青花抢占河南次高端市场份额的速度。同时山东、陕西市场亦然，目前河南、山东等板块市场已经进入精细化运作阶段。

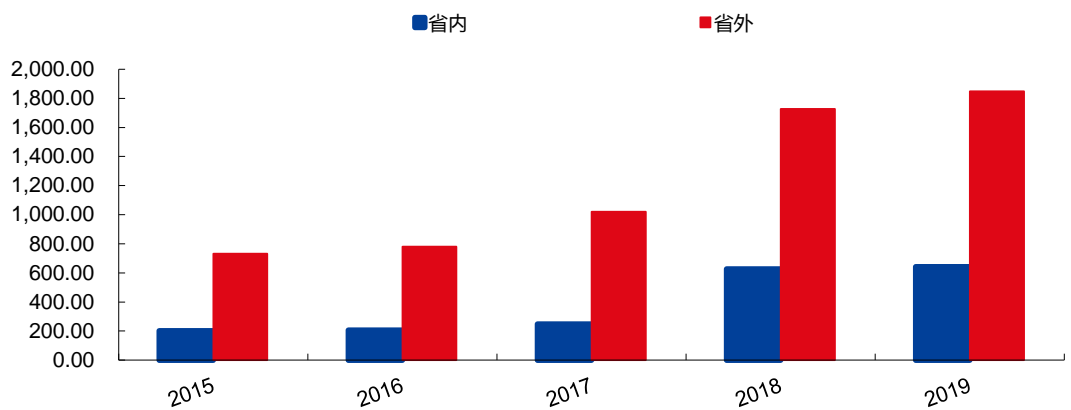
## 2) 打开长江以南新的增长极

①全国化布局持续推进，2019 年起，公司全面实施“13320”市场战略，针对“1+3”板块市场(山西市场和豫鲁、内蒙陕西、京津冀华北三大环山西板块)，针对“3+20”市场(三个亿

元市场辽宁、广东、海南，20 个千万级以上重点地级市场)，在现有的千万级规模的地级市场中进行重点市场筛选打造，力求在省外市场逐步形成点状布局、梯度推进、局部突破的市场新格局。其中，“小规模市场打大规模战役”，如襄樊、南宁、银川、抚州、晋江、乌鲁木齐、厦门等表现良好。小规模市场瞄准的人群更加精准，和消费者沟通更科学、更有效。

2020 年公司提出聚焦“1357”市场布局策略，遵循“年度指标不调整，动态调整阶段性指标”的原则，创新营销发展方式方法，保存量找增量，加快汾酒全国化布局，确保在稳盘山西市场及传统优势市场基础上，加大力度拓展省外市场。在巩固“1+3 板块”（即山西市场、京津冀板块、鲁豫板块、陕蒙板块）市场的基础上略有增长，适度加大“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）市场的拓展力度，加快 7 个机会型市场（四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏）的拓展速度。

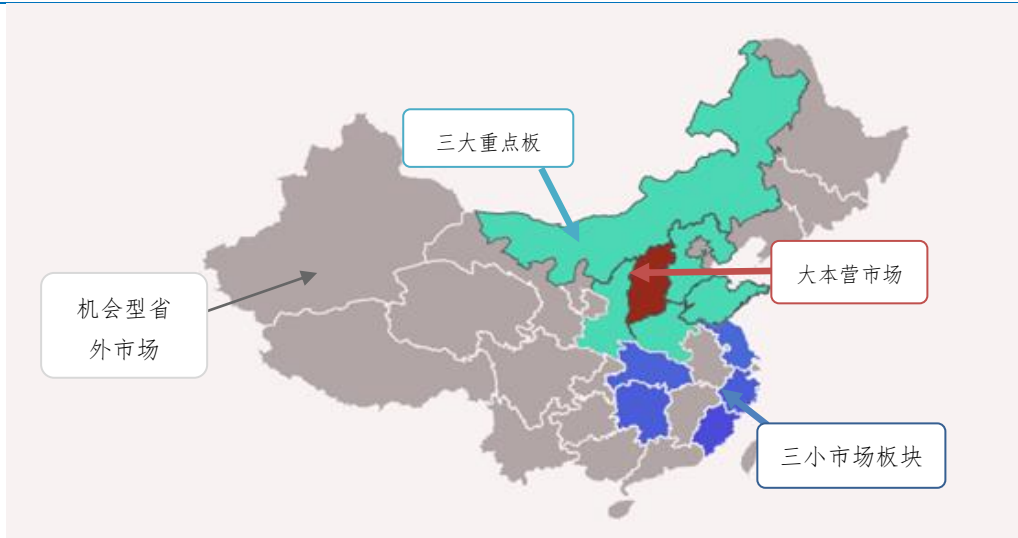
图 19: 2016-2019 省内外经销商数量统计



资料来源：公司公告，华金证券研究所

②长江以南为新的增长极。2017-19 年公司省外市场业绩高增长，让汾酒加大了筹码。对于省外市场，公司预计 2020 年达到山西省内外 4: 6 的市场占比。

图 20: “13313”市场布局



资料来源：公司公告，华金证券研究所

长三角、珠三角区域酒水市场接受度较高，且呈现多香型、多酒种的特点，有利于清香型品类的普及，培育新的消费人群，汾酒南下也是基于这些区域的消费偏好，有利于打开市场。

同时，南方市场相比北方市场而言，汾酒的品牌基础和市场基础比较薄弱，需要从品牌、产品、营销模式、经销商选择以及推广模式方面，系统重构适合这种特定市场的运营体系。汾酒根据不同周期的市场策略制定相应的投入和产出规划，以消费基础培育为核心实施“围点打圆”的市场梯队成长策略，确保市场运作能够“匍匐式”发展。同时，建立核心样板市场战略，聚焦资源先实现“点”的突破，再实施由点到面的突破。

例如，在华东市场，汾酒通过与华润合作，依托运营平台、永辉超市等方式，来提高市场占有率和渠道掌控力。江苏市场，将定位为“一线白酒会战市场”，构建据点、全面布商、培育核心产品；上海市场则定位“江南标识、大都市战略、文化差异研究所”，目标是保增量、树形象、建机制。浙江市场定位“规模潜力市场”、安徽市场定位“品牌占位市场”、广东市场定位“沿海经济发达市场”。

在具体拓展举措上，汾酒成立了加快拓展的领导小组和执行组，并将增加五省区营销人员和地聘人员。此外，还将对长三角、珠三角市场区域投入费用支持，主要用于品牌宣传、终端拓展、大型活动推广和事件营销等。近年汾酒在长三角、珠三角市场销售增幅明显：从 2016 年至 2019 年，上海市场增幅 422%；江苏市场增幅 305%；广东市场增幅 217%；安徽市场增幅 294%；浙江市场增幅 353%。

### 3、营销体系机制改革，推动营销能力稳步提升

2017 年 2 月 23 日，公司与山西省国资委签订经营目标考核责任书，汾酒即开启国有企业营销体系机制改革之路，推行按契约办事的市场化管理模式，从而激发企业内部活力和内生动力，提高企业的经营效率。

#### 1) 深化用人机制改革，建立市场化考核机制

①在用人机制上，推行职业经理人市场化聘用制度，通过集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人及基层干部职务，采用组阁聘任的用人机制，落实了营销单位的用人自主权，有效地推进了营销人员能进能出，职位能上能下，收入能高能低的改革进程，深化动力机制变革，激发了营销活力。2018 年，公司将其合计持有的山西汾酒 11.45% 股权转让给华创鑫睿，引进华润助力营销体制改革。2019 年公司完成 395 名高管人员、核心骨干员工的限制性股票激励计划，充分调动中高层管理人员和核心骨干员工的积极性、创造性，助力公司营销能力再上新台阶。

②在考核机制上，实施契约化动态考核，对公司全体助理级以上领导干部和职能部门进行公开测评，对得分排名靠后的助理级干部和职能部门负责人，实行动态的升降职机制，该机制解决了改革中存在的压力传导不到位、政策落实不到位、沟通协调不到位等问题，有利于进一步提升机关部门的服务意识和水平，营造争先创优氛围，为公司发展创造良好的内部环境。

③薪酬激励机制上，《三年任期经营目标考核责任书》要求集团利润总额目标考核情况与企业工资总额预算挂钩，省国资委根据汾酒集团完成利润目标情况，增加或减少企业工资总额：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，且公司拥有工资总额自主分配权。若未完成目标利润，也将分三个档次扣减工资总额。此薪酬激励机制充分地调动集团营销团队和个人的积极性。

## 2) 推进营销公司混改 建立创新性营销模式

公司逐步形成了“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。继 2014 年成立的汾酒创意定制酒公司,2015 年成立上海杏花村汾酒企业管理有限公司,引进战略投资者和财务投资者后,于 2017 年成立厦门分公司象屿公司,公司仅仅参股,首次放弃控股权;2018 年公司组建浙江经销商联合运营平台,采取不入股仅参与管理的方式进行合作,在营销体制改革创新上再次迈出坚实一步。从实施效果来看,上海、浙江 2019-2020 年都实现收入高速增长,营销活力得到有力释放。

### (四) 公司未来成长性可持续

#### 1、汾酒既是清香型龙头,又是次高端主力军,拥有双重成长逻辑

清香型白酒市场凭借其自身特点,发展空间巨大,汾酒有望再次复兴:1) 上世纪 70 年代,清香型以出酒率高,用粮省的优势成为主流香型,清香型白酒占据全国白酒市场份额的 70%,有较好的群众消费基础;2) 目前 80 后和 90 后群体正成为白酒消费中坚力量,清香型白酒清香淡雅、自然谐调的口感会更受年轻消费群体的喜爱;3) 清香型白酒接近国际烈酒口味,适用于做鸡尾酒基酒,且相较于洋酒有陈年优势,未来有望占据国际市场份额;4) 由于酿造工艺不同,与浓香型和酱香型白酒相比,清香型白酒具有生产周期短、产量大、成本相对低的优势,清香型白酒能在保障高品质的条件下充分满足市场需求。2017-2019 三年间,酱香酒热度高,清香型增长亦显著快于行业(以汾酒和牛栏山作为典型代表,两者收入增长均显著高于白酒行业)。公司独占清香赛道,同浓香次高端竞争激烈相比,具有差异化,处在清香价值链顶端位置,将受益于清香的普及和消费升级。

作为清香龙头,汾酒品牌存在继续高端酒发展的空间。汾酒在 300-400 元价格带优势已显,青花 20 增长持续放量中,青花 30 定位升级,未来高端化产品前景相对更乐观。2016 年以来,汾酒多次提价,目前青花 20 和青花 30 价格在次高端当中均占有相对优势,品牌高度得到认可。2021 年 3 月老版青花 30 开票价提高到 700 元以上,在次高端价格带中,汾酒已经超越剑南春、水井坊井台,公司价格优势是品牌价值回归的外在表现。

表 8: 次高端价格带主要产品价格(元/瓶)

	京东价格		京东价格		京东价格
青花 20	559	珍酿八号	359	剑南春	458
青花 30	979	井台	519	珍藏	739
中国装	1999	典藏	859		

资料来源: Wind, 京东 2020 年 3 月, 华金证券研究所

另外,汾酒已经在产品升级上做好准备,在青花 20、30 基础上,重新推出中国装(青花 40)。高端酒价格即是价值的外在表现,中国装终端定价 1999 元,实际成交价 1399-1599 元。同时汾酒在 2020 年推出青花 30 复兴版,青花复兴版作为汾酒高端化产品的代表,将助力汾酒占位千元价格带,目前千元价格带仅有酱香和浓香品牌,还没有清香品牌,而汾酒是清香龙头,且具有深厚的品牌底蕴,汾酒完全具备高端化的能力,青花复兴版一旦成功占位,长期成长空间可期。



## 2、产品和市场两个结构可调整，抗风险能力凸显

从产品结构看，公司产品组合具有优势，尤其是光瓶酒性价比高，营业占比约三分之一，光瓶酒具有放量优势，在疫情和宏观经济双重压力下，需求表现相对更好，公司可通过调节光瓶酒销售计划和节奏，减轻自身增长压力。

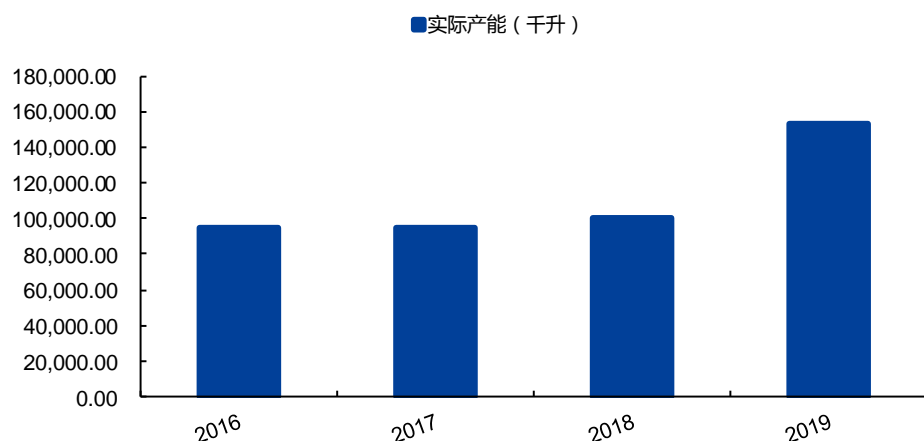
从市场结构看，省内省外各占一半，任务结构具有调节空间。从经验看，省外市场发育程度不同，目标增长压力不同，也具有较大调节空间。省内市场为传统优势市场，20年在疫情影响之下，省内市场仍然实现正增长，为确保完成20年收入目标提供保障。

## 3、稳步整合集团资源，为充足产能提供保障

根据2019年年报披露，2019年公司实际产能15.3万千升，2019年底库存成品酒6.77万千升，半成品酒7.77万千升。按照之前“4421原酒产能翻番”的规划，汾酒到20年原酒产能将达到20万千升，与之对应则也将直接推动原酒储存能力提升。

为保障20万千升原酒产能，汾酒2019年汾酒陆续整合资源，接连收购集团部分资产、义泉涌公司部分资产和宝泉福利厂部分资产，购入汾青酒厂100%股权和宝泉涌公司51%股权、汾酒销售公司10%股权和竹叶青公司10%股权。汾酒放眼长远发展，整合原有各类生产资源，在收购汾酒集团义泉涌酒业公司部分资产后，成立汾酒厂股份有限公司白玉酒厂，实现白玉酒厂原酒和大曲产能扩产，建成优质原酒和大曲生产基地，直接扩大公司酒曲产能，提升白酒产能。同时，在收购汾酒集团汾青酒厂后，汾酒将其定位为优质原酒生产业务单元，并做大机械加工业务。此外，公司收购汾酒集团宝泉涌部分股权后，将其定位为公司系列酒主要生产单位，系列酒生产计划、质量管控、品牌管理及市场营销等各项工作全面纳入公司运营体系。

图 21：汾酒 2016-2019 实际产能



资料来源：公司公告，华金证券研究所

同时公司将加快“四个一流基地”建设：力争建成华中及华北地区一流的包装彩印基地，建成50万亩和25万吨产量的国内一流的原粮种植基地，建成国内一流的白酒产业基地，建成年接待180万游客的世界一流的杏花村酒文化旅游基地。

## 4、全国化进程刚过半，增量市场仍可期

2019年12月，公司召开“长三角珠三角重点市场营销工作推进会”，对长江以南市场新一轮拓展布局，江苏、浙江、上海、安徽、广东等5省份35城被汾酒划定为长江以南核心市场重点布局，确立三年平均增速超50%的目标，创造长江以南增长极。汾酒华东市场的阶段目标：局部形成品牌主导优势，样板市场占有率进入当地前五名，核心样板市场进入前三名，与此同时，通过多元模式创新的探索实践，形成适合华东市场发展的汾酒模式，在此基础上打造2-3个亿元级、5-10个5000万元级、20-30个1000万元级的地级市场，并完成县级市场全覆盖。按照此目标，华东市场未来将贡献6.5亿-11亿元收入增量。

汾酒全国化下半程增长空间仍较充裕。区域策略上公司全国化新增招商和铺货仍处在贡献增长的活跃期，20年亿元市场突破17个，长江以南市场平均增速超过50%，省外占比提高到60%。1357市场扩张节奏明确，省外建立了“31个省区+10个直属管理区”的区域营销组织架构，渠道精细化紧随其后，营销组织战斗力强大确保渠道推力，2020年终端数量突破85万家，同比增长15万家。空白市场招商铺货和复购率的提高仍将贡献较为充裕的增长空间。

## 三、盈利预测

未来公司聚焦打造青花以提升收入增长质量和品牌价值，受益于清香型白酒市场和次高端白酒市场扩容，加之公司全国化布局深入推进，青花系列凭借品牌先发优势和香型差异化，有望保持高速发展。对于公司未来经营情况预测做出如下假设：

**假设1：**我们认为在次高端市场扩容和清香型市场规模提升的趋势下，青花系列有望持续增长。1)青花系列占据次高端市场两个重要价格带，青花20定位350-550元价格带，性价比优势突出，向下可以承接由于消费升级由中端转换到次高端的消费者，青花30定位600-900元价格带，随着高端酒价盘上移性价比突出，提价空间打开。青花30复兴版定位千元价格带，青花系列整体成长空间可期。预测2020年青花营收增速可达20%左右。2)巴拿马和老白汾系列：未来巴拿马系列将作为青花下沿产品，开始全国化布局；老白汾的增长空间来自于省内渠道下沉，以及消费升级推动省内消费者从玻汾向老白汾转移，二者合计2020年预计营收增速10%左右。

**假设2：**玻汾通过全国化推广，连续三年保持高速增长，2020年预测营收增速20%左右。

**假设3：**1)毛利率：未来公司聚焦青花发展，青花系列占比有望提升。产品结构升级叠加提价因素，公司毛利率有望仍然站上70%。

2)费用率：近年来公司维持高销售费用投放率，以谋求品牌拉力提升和省外市场的渠道拓展，预计2020年公司销售费用率18%左右；管理费用率6.80%，同比下降0.4pcts。

2020年销量增速预计在20%左右，销售价格略有增长；玻汾系列全国渠道趋于成熟，预计未来增速将放缓，收入增速有望维持在20%左右。我们预测2020-2022年公司营业收入139.96/169.31/204.30亿元，同比增长17.8%/21.0%/20.7%。归母净利润31.06/39.63/48.62亿元，同比增长60.2%/27.6%/22.7%。对应EPS分别为3.56/4.55/5.58元。2020-2022年市盈率99.5/78.0/63.5倍。



表 9：山西汾酒分业务营业收入预测（百万元）

产品	指标	2019	2020	2021	2022
汾酒	营业收入	10297	12386	15214	18598
	YOY	14.8%	20.3%	22.8%	22.2%
	营业成本	2492	3007	3658	4484
	YOY	-17.38%	20.67%	21.63%	22.58%
系列酒	营业收入	900	945	992	1042
	YOY	—	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	583	614	640	667
	YOY	—	5.3%	4.2%	4.2%
配制酒	营业收入	548	592	651	716
	YOY	61.6%	8.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	194	213	234	258
	YOY	52.4%	9.8%	10.0%	10.0%
其他	营业收入	135	74	74	74
	YOY	82.3%	-45.1%	0.0%	0.0%
	营业成本	66	33	33	33
	YOY	151.6%	-49.8%	0.0%	0.0%
合计	营业收入	11880	13996	16931	20430
	YOY	26.6%	17.8%	21.0%	20.7%
	营业成本	3336	3922	4533	5291
	YOY	5.2%	17.6%	15.6%	16.7%

资料来源：Wind，华金证券研究所

#### 相对估值

参考行业可比公司 21 年 PE 均值为 53X，考虑次高端白酒及公司高成长性给予估值溢价，给予公司 21 年 PE85X 估值，给予公司“买入-A”评级。（注：2021 年 4 月 19 日收盘价）。

表 10：同行业部分公司相对估值比较

证券代码	证券简称	2020A(E)	2021E	2022E	PE(TTM)
	平均值	65.21	53.10	42.05	70.85
600519.SH	贵州茅台	53.75	48.36	41.44	56.17
000858.SZ	五粮液	51.34	42.54	35.97	53.14
000568.SZ	泸州老窖	55.16	48.32	39.83	58.32
600779.SH	水井坊	55.45	46.66	36.00	67.62
600702.SH	ST舍得	72.09	55.24	42.72	73.93
000799.SZ	酒鬼酒	103.44	77.50	56.32	115.93

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 四、风险提示

白酒行业发展与宏观经济景气度居具有强相关性，若宏观经济放缓，行业增长或不及预期；

公司聚焦青花系列，次高端价格带竞争加剧情况下，青花系列收入存在不及预期风险；

公司全国化进程推进中，省外市场拓展不及预期；

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	9016	12642	13690	20222	23630	<b>营业收入</b>	9382	11880	13996	16931	20430
现金	1296	3964	4426	6657	9801	营业成本	3170	3336	3868	4565	5441
应收票据及应收账款	3706	6	3493	4973	5242	营业税金及附加	1796	2253	2166	2621	3163
预付账款	104	130	145	187	214	营业费用	1627	2581	2657	3044	3673
存货	3156	5258	4498	7018	6708	管理费用	628	855	952	1151	1389
其他流动资产	754	3285	1127	1387	1664	研发费用	12	22	18	22	27
<b>非流动资产</b>	2813	3425	3678	4046	4477	财务费用	-27	-103	-126	-166	-247
长期投资	4	0	-0	-2	-4	资产减值损失	2	0	0	0	0
固定资产	1599	1620	1897	2253	2651	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	223	313	319	328	340	投资净收益	1	-98	-19	-23	-28
其他非流动资产	987	1491	1462	1466	1489	<b>营业利润</b>	2177	2843	4443	5670	6956
<b>资产总计</b>	11829	16068	17367	24267	28107	营业外收入	1	3	5	5	3
<b>流动负债</b>	5309	8389	7175	10476	9796	营业外支出	4	1	3	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	2174	2845	4445	5673	6957
应付票据及应付账款	1344	2727	1993	3579	3062	所得税	615	792	1147	1464	1795
其他流动负债	3966	5661	5182	6897	6734	<b>税后利润</b>	1560	2054	3298	4209	5162
<b>非流动负债</b>	38	55	55	55	55	少数股东损益	93	115	192	246	300
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1467	1939	3106	3963	4862
其他非流动负债	38	55	55	55	55	EBITDA	2285	2868	4462	5684	6929
<b>负债合计</b>	5347	8443	7229	10530	9851	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	267	178	369	615	915	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	866	872	872	872	872	<b>成长能力</b>					
资本公积	282	132	132	132	132	营业收入(%)	55.4	26.6	17.8	21.0	20.7
留存收益	5005	6476	7973	10137	12873	营业利润(%)	57.2	30.6	56.2	27.6	22.7
归属母公司股东权益	6214	7447	9769	13122	17342	归属于母公司净利润(%)	55.4	32.2	60.2	27.6	22.7
<b>负债和股东权益</b>	11829	16068	17367	24267	28107	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	66.2	71.9	72.4	73.0	73.4
						净利率(%)	15.6	16.3	22.2	23.4	23.8
						ROE(%)	24.1	26.9	32.5	30.6	28.3
						ROIC(%)	24.5	26.3	32.7	31.0	28.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	45.2	52.5	41.6	43.4	35.0
						流动比率	1.7	1.5	1.9	1.9	2.4
						速动比率	0.9	0.5	1.1	1.1	1.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	3.2	6.4	8.0	4.0	4.0
						应付账款周转率	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
						<b>估值比率</b>					
						P/E	210.7	159.4	99.5	78.0	63.5
						P/B	49.7	41.5	31.6	23.5	17.8
						EV/EBITDA	134.8	106.4	68.4	53.3	43.3

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

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%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

陈振志、周蓉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn