

## 青花放量结构升级，清香龙头持续高增



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月26日)	391.48元
目标价格	401.25元
52周最高价/最低价	464.97/96.05元
总股本/流通A股(万股)	87,153/86,585
A股市值(百万元)	341,186
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年04月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	10.43	16.66	6.53	294.14
相对表现	10.96	14.48	8.02	272.65
沪深300	-0.53	2.18	-1.49	21.49



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888\*6079  
caiqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860519080001

联系人

周翰  
021-63325888\*7524  
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

青花高增结构升级，省外扩张名酒复兴 2020-08-27

- **20Q4 盈利高增收官，21Q1 业绩快速增长。**公司发布 20 年年报和 21 年一季度报，20 年实现营收 139.90 亿元，同比+17.6%，归母净利润 30.79 亿元，同比+56.4%；其中 20Q4 收入 36.15 亿元，同比+33.1%；归母净利润 6.18 亿元，同比+140.4%。21Q1 实现营收 73.32 亿元，同比+77.0%，归母净利润 21.82 亿元，同比+77.7%，收入利润持续高增，超出市场预期。

### 核心观点

- **青花放量引领增长，省外市场快速拓展。**拆分来看，20 年汾酒收入 126.3 亿元(+22.6%)，销量和吨价分别增长 18.2%/3.8%，量价齐升。其中：1) 预计青花汾同比增长 30%+，占汾酒收入比重提升至约 30%；2) 玻汾继续放量，同比增长 25%+；3) 巴拿马稳定增长，老白汾全年基本持平。系列酒收入 5.66 亿元(-37.1%)，吨价同比+47.4%，产品结构有效调整；配制酒收入 6.53 亿元(+19.2%)，主要受益于吨价提升。20 年省内收入 60.0 亿元(+3.9%)，稳定增长，省外收入 78.5 亿元(+31.7%)，占比提升 6.0pct 至 56.1%；21Q1 省内外收入为 29.35 亿元(+44.7%)、43.46 亿元(+108.4%)，省外保持高增长，公司继续巩固环山西市场，加强对华东、华南市场突破。21Q1 末合同负债余额 29.3 亿元，同比增加 13.2 亿元，有效支撑后续增长。
- **毛利率持续提升，盈利能力有望改善。**综合结构升级、提价以及会计准则将运输费列入营业成本影响，20 年毛利率为 72.15%(+0.23pct)；21Q1 毛利率 73.54%(+1.31pct)，继续提升。21Q1 销售费用率 17.95%(-3.44pct)，管理费用率 3.19%(-2.28pct)，税金及附加占营收比重 12.49%(+5.93pct)；综合，21Q1 净利率 29.80%(-0.04pct)，税金及附加占比稳定后盈利能力有望改善。
- **产品渠道保持推力，汾酒复兴目标高远。**中长期看，青花站稳次高端，青 30 复兴版向上突破，腰部产品巩固优势，玻汾继续全国化。公司渠道利润较高，经销资源聚拢。十四五规划目标高远，汾酒复兴红利仍存，看好持续高增。

**财务预测与投资建议：**根据财报，上调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 5.35、7.35、9.46 元(原 21-22 年预测是 3.50、4.24 元)。可比公司 21 年 PE 估值 60 倍，给予 25% 的估值溢价，给予公司 21 年 75 倍 PE，对应目标价 401.25 元，维持买入评级。

**风险提示：**改革低于预期、消费需求不及预期、食品安全事件风险。

### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,893	13,990	19,178	24,769	30,751
同比增长(%)	25.9%	17.6%	37.1%	29.2%	24.2%
营业利润(百万元)	2,929	4,235	6,703	9,276	11,939
同比增长(%)	31.0%	44.6%	58.3%	38.4%	28.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,969	3,079	4,660	6,409	8,248
同比增长(%)	30.6%	56.4%	51.3%	37.5%	28.7%
每股收益(元)	2.26	3.53	5.35	7.35	9.46
毛利率(%)	73.4%	72.2%	76.5%	78.5%	79.8%
净利率(%)	16.6%	22.0%	24.3%	25.9%	26.8%
净资产收益率(%)	27.9%	35.4%	39.8%	39.7%	37.8%
市盈率	173.3	110.8	73.2	53.2	41.4
市净率	44.6	34.9	25.0	18.3	13.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

根据财报，上调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 5.35、7.35、9.46 元(原 21-22 年预测是 3.50、4.24 元)。考虑到近年公司利润增速领先行业、业绩持续超出市场预期、估值处于白酒板块最高水平，选取白酒及部分其他酒类龙头企业作为可比公司。公司作为清香型白酒龙头，品牌力强，目前正处在快速发展阶段，省外招商持续推进，品牌红利+外埠扩张有望带动业绩保持较快增长，且未来 3-5 年增速具备持续性。区域上，20 年公司省外收入占比提升到 56%，省外高增长的拉动作用将更明显；结构上，青花汾快速放量，推动结构升级加速，盈利弹性提升明显。公司十四五规划目标在白酒上市公司中领先，在股权激励推动下，经营活力充足。此外，公司与华润的紧密合作将推动内部机制进一步完善，从而降低费用率。由此，我们提升公司的估值溢价至 25%，可比公司 21 年 PE 估值 60，对应公司 21 年 75 倍市盈率，对应目标价 401.25 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率			22 年净利润增速
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
贵州茅台	600519	2077.82	37.17	43.19	50.30	55.90	48.11	41.31	16.5%
古井贡酒	000596	247.50	4.20	5.47	6.66	58.88	45.28	37.15	21.9%
顺鑫农业	000860	49.10	0.57	1.19	1.51	86.72	41.21	32.52	26.7%
酒鬼酒	000799	192.71	1.51	2.44	3.43	127.79	79.04	56.12	40.8%
百润股份	002568	121.47	1.00	1.43	1.96	121.54	84.68	62.09	36.4%
重庆啤酒	600132	127.44	1.77	1.94	2.34	72.14	65.85	54.43	21.0%
调整后平均							<b>60</b>	<b>47</b>	<b>26.5%</b>

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 4 月 26 日收盘价）

表 2：盈利预测调整表

	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,441	18,807	19,178	24,769
变动幅度			16.6%	31.7%
营业成本(百万元)	4,315	4,871	4,511	5,319
变动幅度			4.5%	9.2%
销售费用(百万元)	3288	3573	2923	3701
变动幅度			-11.1%	3.6%
管理费用(百万元)	1180	1313	1380	1782
变动幅度			16.9%	35.7%
财务费用(百万元)	-56	-75	-58	-91
变动幅度			-3.6%	-21.3%
营业利润(百万元)	4502	5451	6703	9276
变动幅度			48.9%	70.2%
利润总额(百万元)	4502	5452	6705	9278
变动幅度			48.9%	70.2%
净利润(百万元)	3240	3923	4931	6782
变动幅度			52.2%	72.9%
归属于母公司净利润(百万元)	3052	3696	4660	6409
变动幅度			52.7%	73.4%
每股收益(元)	3.50	4.24	5.35	7.35
变动幅度			52.9%	73.3%
毛利率	73.8%	74.1%	76.5%	78.5%
变动幅度			2.7%	4.4%
净利率	18.6%	19.7%	24.3%	25.9%
变动幅度			5.7%	6.2%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**表 3：业务预测调整表**

	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
<b>汾酒</b>				
销售收入（百万元）	14,805	17,126	17,625	22,994
变动幅度			19.0%	34.3%
增长率	21.2%	15.7%	39.6%	30.5%
变动幅度			18.4%	14.8%
毛利率	76.7%	77.5%	77.6%	79.6%
变动幅度			1.0%	2.1%
<b>系列酒</b>				
销售收入（百万元）	851	851	565	611
变动幅度			-33.5%	-28.1%
增长率	5.0%	0.0%	-0.1%	8.2%
变动幅度			-5.1%	8.2%
毛利率	34.2%	34.2%	54.5%	55.4%
变动幅度			20.3%	21.2%
<b>配制酒</b>				
销售收入（百万元）	651	696	846	1,022
变动幅度			30.1%	46.8%
增长率	7.0%	5.0%	20.8%	18.7%
变动幅度			13.8%	13.7%
毛利率	63.6%	63.6%	69.8%	70.6%
变动幅度			6.2%	7.0%
<b>其他业务</b>				
销售收入（百万元）	135	135	142	142
变动幅度			5.1%	5.1%
增长率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
变动幅度			0.0%	0.0%
毛利率	52.9%	54.6%	60.0%	60.0%
变动幅度			7.1%	5.4%
<b>合计</b>				
销售收入（百万元）	16,441	18,807	19,178	24,769
变动幅度			16.6%	31.7%
增长率	19.5%	14.4%	37.1%	29.2%
变动幅度			17.6%	14.8%
毛利率	73.8%	74.9%	76.5%	78.5%
变动幅度			2.7%	3.6%

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

## 风险提示

- **改革低于预期风险。**山西省混改加速，我们看好改革给公司带来的业绩改善。如果改革定的收入业绩增速指标未能如期实现，可能会影响公司管理决策的持续性，进而影响公司费用率及其他业绩影响。
- **消费需求不及预期风险。**严控“三公消费”造成了白酒行业一段时期的萎靡，受此影响白酒终端消费的需求逐渐向商务及大众化转变。若消费需求不及预期，可能对公司造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，将会对公司白酒销量和业绩造成不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,969	4,607	6,933	11,181	16,611	营业收入	11,893	13,990	19,178	24,769	30,751
应收票据、账款及款项融资	2,791	4,282	5,870	7,581	9,412	营业成本	3,168	3,896	4,511	5,319	6,199
预付账款	137	117	160	207	257	营业税金及附加	2,349	2,503	3,704	4,784	5,939
存货	5,809	6,354	7,357	8,675	10,110	营业费用	2,544	2,276	2,923	3,701	4,594
其他	564	449	718	704	739	管理费用及研发费用	914	1,106	1,380	1,782	2,213
<b>流动资产合计</b>	<b>13,271</b>	<b>15,808</b>	<b>21,039</b>	<b>28,347</b>	<b>37,128</b>	财务费用	(103)	(68)	(58)	(91)	(139)
长期股权投资	0	39	39	39	39	资产、信用减值损失	(5)	(4)	0	0	0
固定资产	1,641	1,761	1,948	2,014	2,002	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	511	527	364	272	216	投资净收益	(98)	(49)	(16)	0	(8)
无形资产	313	339	327	316	304	其他	2	3	2	2	2
其他	984	1,304	1,143	1,219	1,178	<b>营业利润</b>	<b>2,929</b>	<b>4,235</b>	<b>6,703</b>	<b>9,276</b>	<b>11,939</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,448</b>	<b>3,971</b>	<b>3,821</b>	<b>3,860</b>	<b>3,740</b>	营业外收入	3	6	4	5	5
<b>资产总计</b>	<b>16,720</b>	<b>19,779</b>	<b>24,860</b>	<b>32,207</b>	<b>40,868</b>	营业外支出	2	4	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>2,931</b>	<b>4,237</b>	<b>6,705</b>	<b>9,278</b>	<b>11,941</b>
应付票据及应付账款	2,627	2,311	2,677	3,156	3,678	所得税	815	1,121	1,774	2,496	3,213
其他	6,146	7,318	7,904	9,387	10,715	<b>净利润</b>	<b>2,116</b>	<b>3,116</b>	<b>4,931</b>	<b>6,782</b>	<b>8,728</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,772</b>	<b>9,629</b>	<b>10,581</b>	<b>12,543</b>	<b>14,393</b>	少数股东损益	147	37	271	373	480
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,969</b>	<b>3,079</b>	<b>4,660</b>	<b>6,409</b>	<b>8,248</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.26	3.53	5.35	7.35	9.46
其他	55	84	68	69	74						
<b>非流动负债合计</b>	<b>55</b>	<b>84</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,827</b>	<b>9,714</b>	<b>10,648</b>	<b>12,611</b>	<b>14,467</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	251	288	559	932	1,412	成长能力					
实收资本(或股本)	872	872	872	872	872	营业收入	25.9%	17.6%	37.1%	29.2%	24.2%
资本公积	232	104	104	104	104	营业利润	31.0%	44.6%	58.3%	38.4%	28.7%
留存收益	6,466	8,708	12,584	17,595	23,921	归属于母公司净利润	30.6%	56.4%	51.3%	37.5%	28.7%
其他	73	93	93	93	93	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,893</b>	<b>10,065</b>	<b>14,212</b>	<b>19,596</b>	<b>26,401</b>	毛利率	73.4%	72.2%	76.5%	78.5%	79.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,720</b>	<b>19,779</b>	<b>24,860</b>	<b>32,207</b>	<b>40,868</b>	净利率	16.6%	22.0%	24.3%	25.9%	26.8%
						ROE	27.9%	35.4%	39.8%	39.7%	37.8%
						ROIC	27.9%	34.1%	40.3%	39.7%	37.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	52.8%	49.1%	42.8%	39.2%	35.4%
净利润	2,116	3,116	4,931	6,782	8,728	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	249	152	190	218	241	流动比率	1.51	1.64	1.99	2.26	2.58
财务费用	(103)	(68)	(58)	(91)	(139)	速动比率	0.85	0.98	1.29	1.57	1.88
投资损失	98	49	16	0	8	营运能力					
营运资金变动	1,883	(1,035)	(1,955)	(1,098)	(1,500)	应收账款周转率	1,257.8	3,454.3	9,612.7	9,369.9	9,208.1
其它	(1,269)	(204)	143	(79)	45	存货周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,974</b>	<b>2,010</b>	<b>3,267</b>	<b>5,733</b>	<b>7,383</b>	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
资本支出	(535)	(322)	(200)	(180)	(160)	每股指标(元)					
长期投资	14	(42)	0	3	0	每股收益	2.26	3.53	5.35	7.35	9.46
其他	549	(375)	(16)	0	(8)	每股经营现金流	3.41	2.31	3.75	6.58	8.47
<b>投资活动现金流</b>	<b>28</b>	<b>(740)</b>	<b>(216)</b>	<b>(177)</b>	<b>(168)</b>	每股净资产	8.77	11.22	15.67	21.42	28.67
债权融资	1	(4)	3	(0)	(1)	估值比率					
股权融资	(101)	(128)	0	0	0	市盈率	173.3	110.8	73.2	53.2	41.4
其他	(808)	(1,237)	(727)	(1,308)	(1,784)	市净率	44.6	34.9	25.0	18.3	13.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(909)</b>	<b>(1,369)</b>	<b>(724)</b>	<b>(1,308)</b>	<b>(1,784)</b>	EV/EBITDA	109.3	77.8	49.2	35.7	27.9
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	118.9	80.7	50.6	36.6	28.5
<b>现金净增加额</b>	<b>2,093</b>	<b>(101)</b>	<b>2,327</b>	<b>4,248</b>	<b>5,430</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)