

# 青花系列势能持续释放，来年开门红可期

## ——山西汾酒更新点评

✍ 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
✍ 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001  
✉ [zhangxiaoqian@stocke.com.cn](mailto:zhangxiaoqian@stocke.com.cn)

### 事件

公司于近期召开主题为践行“三新”要求，全方位推动汾酒高质量发展的2022年全球经销商大会，其中“三新”指立足“新发展阶段”、贯彻“新发展理念、构建“新发展格局”。

### 投资要点

#### □ 革故鼎新久久为功，已实现跨越式发展

过去五年中，公司已实现跨越式发展：1) 营销组织变革：秉承“123456”营销战略，“133363”营销工作方针，“三位一体”人才培养理念，青花汾酒发展五大理念，形成了31+10区域组织管理模式，实现了营销组织扁平化体系，引进市场化招聘模式，组建5000人以上的营销队伍。2) 管理：积极引入九州行终端掌控系统；统筹制定了费用管理的标准科目，目前推进的科目达到84个；管理团队年轻化。汾酒目前势能集聚，在改革、品类、产品线、市场上优势凸显，**四大优势推动汾酒迈入新发展阶段**：汾酒亿元市场从2017年的8个增长到28个，经销商数量从2017年不足1000家增长到2944家，终端控制数量从2017年不足万家增长到100万家，长江以南市场平均增速60%，青花汾酒5年累计增幅超过4番，汾酒整体品牌影响力持续提升。

#### □ 品牌力提升为首，锚定“三分天下有其一”目标

首要目标：品牌提升；营销总体方案：133238。公司将通过四个“专注”+四个“坚持”来实现品牌提升这一首要目标：1) 专注于市场结构优化、产品结构优化、品质优化、管理提升；增强战略定力、深化国企改革、坚持强化风险。下一步，汾酒营销工作将围绕“133238”汾酒营销总体改革方略展开，即：锚定一个目标（“三分天下有其一”）、打好三场战役（营销体系化建设攻坚战；产品结构调整攻坚战；品牌价值提升攻坚战）、构建三大市场（聚焦大基地市场、华东市场、华南市场）、推进两大工程（“1s+3m+6p”国际营销体系、杏花村品牌/个性化品牌战略打造工程）、紧扣三个指标（青花汾酒的销量指标、青花20的终端指标、青花汾酒意见领袖群体指标）、做到八个坚持（包括坚持党建引领营销、培养执行作战团队、信息化建设、经销商结构优化等），携手谱写厂商合作、企业发展、品牌崛起新篇章。

#### □ 青花系列势能持续释放，来年开门红可期

2021年为品牌发展年，青花系列占比持续提升叠加省外拓张加速奠定超预期业绩基础，来年开门红可期：1) **产品结构方面**，公司坚持控低端，青花高举高打放量，强腰部战略，其中青30价盘稳健，青20延续前期高增态势继续放量，未来青花占汾酒比有望达40-50%/玻汾从下半年开始严格控量，增速虽有所放缓，但不改的结构升级主线将助推后期盈利端提升/巴拿马今年以打基础为主，发展稳健。明年青20及巴拿马产品有望成为强腰部重要产品；2) **市场方面**，省内来看，今年省内高增或因省内经济发展迅速叠加宴请需求旺盛，未来省内将以稳为主；省外来看，环山西市场仍有较大潜力可挖，同时将通过精细化进一步做深优势省外市场，通过加大市场培育力度开拓空白市场；3) **开门红方面**，当前汾酒整体处于略控货状态，部分市场已开始打款

### 评级

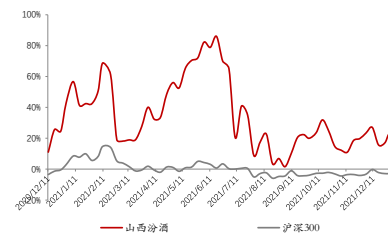
### 买入

|      |        |
|------|--------|
| 上次评级 | 买入     |
| 当前价格 | 326.00 |

### 单季度业绩

### 元/股

|         |      |
|---------|------|
| 4Q/2020 | 0.71 |
| 1Q/2021 | 2.50 |
| 2Q/2021 | 1.12 |
| 3Q/2021 | 1.09 |



### 公司简介

山西汾酒历史悠久，是我国四大名酒之一，被誉为清香鼻祖。公司坐落于山西省汾阳市，其文化源远流长，酿造历史悠久，清香品质卓越，被誉为清香鼻祖。

### 相关报告

- 《山西汾酒 21Q3 业绩点评：青花延续高增，全国化加速》(202101028)
- 《山西汾酒 21H1 业绩点评：青花系列表现强劲，省外市场加速拓张》(20210826)
- 《山西汾酒业绩点评：外延+升级挖掘强品牌潜力，21Q2 利润表现超预期》(20210712)
- 《山西汾酒深度：“国改”赋能汾酒速度，外延+升级挖掘强品牌潜力》(20210601)

（预计节前打款 35%+，22Q1 回款比例预计 40%），虽然公司管理层近期发生变动，但我们认为不影响公司向好发展趋势，开门红可期。

□ **超预期逻辑：复兴版引领高端化，全国化进程加速或超预期**

**复兴版引领高端，青花 40 布局超高端，青花收入占汾酒系列比或达 40%-50%。**青花系列凭借“玻汾实现香型培育+出色产品品质+卡位主流消费价格带+约 10%-15%的高渠道利润”已取得亮眼成绩——青花系列 17-19 年保持 40%-60% 的高速增长，20 年实现了超 30% 的增长（收入占比约 25%-30%），21H1 收入占比已达 40%，考虑到公司当前产品战略为“拔中高控底部”、青花 40 中国龙布局超高端、青花 30·复兴版的推出将进一步提升品牌形象，并打开青花 20 的量价空间，我们预计未来十四五期间青花系列销售收入复合增速将高于次高端酒收入增速，十四五期间青花收入占汾酒系列比或将达 40%-50%。

**发力长江以南地区，省外拓展速度或超预期。**2016-2020 年公司省外销售收入 CAGR 为 42.45%，远超省内扩张速度，全国化战略已初现成效，我们认为未来省外开拓有两大看点：1) 环山西市场：环山西板块整体市场空间约 1800 亿元，汾酒市占率不足 3%，随着青花汾主导的产品结构升级、渠道进一步下沉，产品结构升级促进业绩释放，环山西板块仍有较大发展潜力。2) 南方市场：长江以南地区市场空间大、消费价位高，此前汾酒基础较为薄弱，随着南方市场成为公司下一重点打造市场，并提出三年平均增速超 50% 的目标，未来省外市场表现或超预期。

□ **盈利预测及估值**

我们认为汾酒将受益于青花表现强劲、省外拓展加速，同时考虑到 2020 年受疫情影响公司业绩基数较低、2021 年公司收入目标为 30%+，预计 2021-2023 年收入增速分别为 47.2%、35.6%、31.6%；归母净利润增速分别为 77.4%、44.6%、38.7%；EPS 分别为 4.5、6.5、9.0 元/股；PE 分别为 73、50、36 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ **催化剂：消费升级持续、高价位产品导入顺利；**

**风险提示：国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。**

**财务摘要**

| （百万元）   | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入    | 13989.8 | 20595.5 | 27937.4 | 36764.3 |
| (+/-)   | 17.8%   | 47.2%   | 35.6%   | 31.6%   |
| 净利润     | 3079.2  | 5462.8  | 7897.6  | 10955.9 |
| (+/-)   | 58.8%   | 77.4%   | 44.6%   | 38.7%   |
| 每股收益（元） | 2.5     | 4.5     | 6.5     | 9.0     |
| P/E     | 129     | 73      | 50      | 36      |

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元        | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>流动资产</b>    | 15808  | 22424  | 32287  | 43870  |
| 现金             | 4607   | 8641   | 17653  | 26682  |
| 交易性金融资产        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款           | 2      | 2715   | 1232   | 2156   |
| 其它应收款          | 141    | 114    | 173    | 267    |
| 预付账款           | 117    | 165    | 199    | 218    |
| 存货             | 6354   | 7936   | 9467   | 10879  |
| 其他             | 4589   | 2853   | 3564   | 3668   |
| <b>非流动资产</b>   | 3971   | 3980   | 4366   | 4475   |
| 金额资产类          | 0      | 3      | 1      | 1      |
| 长期投资           | 39     | 15     | 18     | 24     |
| 固定资产           | 1761   | 1866   | 2009   | 2129   |
| 无形资产           | 339    | 366    | 407    | 435    |
| 在建工程           | 527    | 742    | 833    | 747    |
| 其他             | 1304   | 989    | 1098   | 1139   |
| <b>资产总计</b>    | 19779  | 26404  | 36653  | 48345  |
| <b>流动负债</b>    | 9629   | 10853  | 13774  | 15169  |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付款项           | 2311   | 2976   | 3913   | 4178   |
| 预收账款           | 0      | 2851   | 3515   | 3238   |
| 其他             | 7318   | 5026   | 6346   | 7753   |
| <b>非流动负债</b>   | 84     | 59     | 66     | 70     |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 84     | 59     | 66     | 70     |
| <b>负债合计</b>    | 9714   | 10912  | 13840  | 15239  |
| 少数股东权益         | 288    | 353    | 447    | 577    |
| 归属母公司股东权       | 9777   | 15139  | 22366  | 32529  |
| <b>负债和股东权益</b> | 19779  | 26404  | 36653  | 48345  |
| <b>现金流量表</b>   |        |        |        |        |
| 单位: 百万元        | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 2010   | 4536   | 9976   | 9776   |
| 净利润            | 3116   | 5528   | 7991   | 11086  |
| 折旧摊销           | 152    | 127    | 143    | 159    |
| 财务费用           | (68)   | (95)   | (193)  | (328)  |
| 投资损失           | 49     | 49     | 65     | 54     |
| 营运资金变动         | (167)  | 209    | 3603   | 255    |
| 其它             | (1071) | (1282) | (1634) | (1450) |
| <b>投资活动现金流</b> | (740)  | (499)  | (485)  | (281)  |
| 资本支出           | (159)  | (436)  | (367)  | (182)  |
| 长期投资           | (42)   | 23     | (2)    | (7)    |
| 其他             | (539)  | (86)   | (117)  | (93)   |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1369) | (3)    | (479)  | (466)  |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | (1369) | (3)    | (479)  | (466)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (99)   | 4035   | 9012   | 9029   |

| <b>利润表</b>        |        |        |         |         |
|-------------------|--------|--------|---------|---------|
| 单位: 百万元           | 2020   | 2021E  | 2022E   | 2023E   |
| <b>营业收入</b>       | 13990  | 20596  | 27937   | 36764   |
| 营业成本              | 3896   | 4866   | 5804    | 6670    |
| 营业税金及附加           | 2503   | 3685   | 4999    | 6579    |
| 营业费用              | 2276   | 3131   | 4358    | 5956    |
| 管理费用              | 1089   | 1442   | 2039    | 2757    |
| 研发费用              | 17     | 25     | 33      | 44      |
| 财务费用              | (68)   | (95)   | (193)   | (328)   |
| 资产减值损失            | 0      | 2      | 1       | 1       |
| 公允价值变动损益          | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 投资净收益             | (49)   | (49)   | (65)    | (54)    |
| 其他经营收益            | 3      | 2      | 2       | 2       |
| <b>营业利润</b>       | 4235   | 7514   | 10864   | 15072   |
| 营业外收支             | 2      | 2      | 2       | 2       |
| <b>利润总额</b>       | 4237   | 7516   | 10866   | 15074   |
| 所得税               | 1121   | 1988   | 2874    | 3988    |
| <b>净利润</b>        | 3116   | 5528   | 7991    | 11086   |
| 少数股东损益            | 37     | 65     | 94      | 130     |
| <b>归属母公司净利润</b>   | 3079   | 5463   | 7898    | 10956   |
| <b>EBITDA</b>     | 4319.3 | 7543.8 | 10811.3 | 14900.3 |
| <b>EPS (最新摊薄)</b> | 2.5    | 4.5    | 6.5     | 9.0     |
| <b>主要财务比率</b>     |        |        |         |         |
|                   | 2020   | 2021E  | 2022E   | 2023E   |
| <b>成长能力</b>       |        |        |         |         |
| 营业收入              | 17.8%  | 47.2%  | 35.6%   | 31.6%   |
| 营业利润              | 48.9%  | 77.4%  | 44.6%   | 38.7%   |
| 归属母公司净利润          | 58.8%  | 77.4%  | 44.6%   | 38.7%   |
| <b>获利能力</b>       |        |        |         |         |
| 毛利率               | 72.2%  | 76.4%  | 79.2%   | 81.9%   |
| 净利率               | 22.3%  | 26.8%  | 28.6%   | 30.2%   |
| ROE               | 34.8%  | 42.7%  | 41.2%   | 39.2%   |
| ROIC              | 31.3%  | 36.0%  | 35.0%   | 33.3%   |
| <b>偿债能力</b>       |        |        |         |         |
| 资产负债率             | 49.1%  | 41.3%  | 37.8%   | 31.5%   |
| 净负债比率             | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    |
| 流动比率              | 1.6    | 2.1    | 2.3     | 2.9     |
| 速动比率              | 1.0    | 1.3    | 1.7     | 2.2     |
| <b>营运能力</b>       |        |        |         |         |
| 总资产周转率            | 0.8    | 0.9    | 0.9     | 0.9     |
| 应收帐款周转率           | 3534.1 | 2938.8 | 2336.2  | 2886.0  |
| 应付帐款周转率           | 2.3    | 2.8    | 2.5     | 2.5     |
| <b>每股指标(元)</b>    |        |        |         |         |
| 每股收益              | 2.5    | 4.5    | 6.5     | 9.0     |
| 每股经营现金            | 1.6    | 3.7    | 8.2     | 8.0     |
| 每股净资产             | 11.2   | 12.4   | 18.3    | 26.7    |
| <b>估值比率</b>       |        |        |         |         |
| P/E               | 129.2  | 72.8   | 50.4    | 36.3    |
| P/B               | 29.1   | 26.3   | 17.8    | 12.2    |
| EV/EBITDA         | 74.7   | 51.6   | 35.2    | 24.9    |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>