结构提升与全国化双驱，业绩有望持续高增

——2020 年业绩快报点评

公司点评

● **“根上改，制上破，治上立”，改革红利仍将持续释放**

公司公告 2020 年业绩快报，预计全年营收 139.96 亿，同增 17.69%，实现归母净利润 31.06 亿，同增 57.75%，利润增速高于此前业绩预告+41.56%-55.47%上限。2020Q4 营收 36.22 亿，同增 31.52%，归母净利润 6.45 亿，同增 165.43%。预计国改红利期将持续，产品结构提升与全国化战略稳步推进将逐步增厚公司净利率。

● **全国化快速推进，青花+玻汾顺势提档增厚利润**

2020 年公司全国化策略从“13320”进一步聚焦为“1357”，即实现“1+3 板块”（山西大本营+豫鲁板块、内蒙陕西板块、京津冀华北板块）市场略有增长，适度加大“5 小板块”（江浙沪皖、粤闽琼、两湖、东北、西北）市场的拓展力度，确保 7 个机会型市场（四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏）的拓展速度等，2020 年过亿市场达 17 个，江浙沪皖粤等长江以南市场平均增速超 50%，截至 Q3 公司省外业务占比超 54%，同增 23.75%，占比过半且远高于省内 3.8%的增速，全年纬度省外占比持续提升趋势已定。

青花+玻汾从借势到引领，收入高增驱动净利率大幅提升至 22.19%：坚持“抓两头，带中间”，2020 年 42° 青花 20 提价 15 元/瓶，涨幅约 4%，53° 青花 20 提价 30 元/瓶，涨幅约 7%，青花 30 提价 100 元/瓶，涨幅约 15%，2021 年春节期间批价持续上行，以河南为例，青花 20 批价 350 元+，青花 30 批价 720 元+，同时升级青花 30 复兴版切入千元高端市场，预计玻汾全年增速 30%+，青花全年增速 35%+，2020 年净利率达 22.19%，同比大幅提升 4.9pcts。

● **长期成长路径清晰，2021 业绩有望持续高增，维持“强烈推荐”评级**

品牌是行业竞争的底层逻辑，时下正值名优品牌回归浪潮，昔日“汾老大”再度强化“中国酒魂，活化为魂”的长期文化属性，做强“竹叶青”大健康，筑高赛道内长期竞争壁垒，在国改红利+全国化提速红利+结构提升红利，尤其是玻汾引领下的光瓶酒宽赛道和复兴版新高端赛道内，公司市场份额和净利润率有望持续提升。我们预计公司 2020-2020 年净利润分别为 31.06、40.99、52.41 亿，当前股价对应 PE 分别为 89、67、53 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全风险，全国化布局不及预期，产品培育布局预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	13,996	17,467	21,289
增长率(%)	55.4	26.6	17.8	24.8	21.9
净利润(百万元)	1,467	1,939	3,106	4,099	5,241
增长率(%)	55.4	32.2	60.2	32.0	27.9
毛利率(%)	66.2	71.9	74.8	75.5	76.2
净利率(%)	15.6	16.3	22.2	23.5	24.6
ROE(%)	24.1	26.9	31.4	31.0	29.7
EPS(摊薄/元)	1.68	2.22	3.56	4.70	6.01
P/E(倍)	187.6	142.0	88.6	67.2	52.5
P/B(倍)	44.3	37.0	28.2	21.0	15.7

数据来源：wind，新时代证券研究所

强烈推荐（维持评级）

王言海（分析师）
wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080003

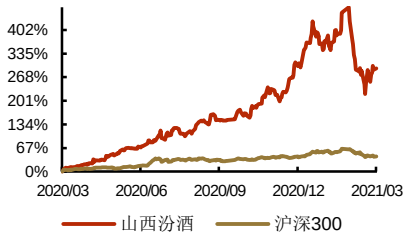
张向伟（联系人）
zhangxiangwei@xsdzq.cn
证书编号：S0280119090008

李啸（分析师）
lixiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080001

孙冉（联系人）
sunran@xsdzq.cn
证书编号：S0280120050004

市场数据	时间 2021.03.22
收盘价(元):	315.8
一年最低/最高(元):	80.01/464.97
总股本(亿股):	8.72
总市值(亿元):	2,752.29
流通股本(亿股):	8.66
流通市值(亿元):	2,734.35
近 3 月换手率:	54.55%

股价一年走势



相关报告

《品牌力持续提升，青花量价齐升》2020-10-30

《业绩超预期，品牌势能持续释放》2020-08-24

《品牌驱动下自我加压，全国化深度扩张进行时》2020-04-27

《业绩持续高增，短期疫情冲击不改加速“全国化”趋势》2020-02-06

《业绩增长超预期，渠道端优选稀缺品牌》2019-10-27

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**9016**	**12642**	**13200**	**18792**	**21806**
现金	1296	3964	4912	9425	12860
应收票据及应收账款合计	3706	6	6	3	5
其他应收款	35	35	48	55	70
预付账款	104	130	145	198	220
存货	3156	5258	4839	5860	5400
其他流动资产	719	3250	3250	3250	3250
非流动资产	**2813**	**3425**	**4028**	**4942**	**5766**
长期投资	4	0	0	0	0
固定资产	1599	1620	2196	3027	3788
无形资产	223	313	319	328	340
其他非流动资产	987	1491	1514	1586	1638
资产总计	**11829**	**16068**	**17229**	**23733**	**27572**
流动负债	**5309**	**8389**	**7203**	**10360**	**9700**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1344	2727	2613	3378	3715
其他流动负债	3966	5661	4590	6982	5985
非流动负债	**38**	**55**	**55**	**55**	**55**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	55	55	55	55
负债合计	**5347**	**8443**	**7258**	**10415**	**9755**
少数股东权益	267	178	203	236	278
股本	866	872	872	872	872
资本公积	282	132	132	132	132
留存收益	5005	6476	8224	10582	13596
归属母公司股东权益	6214	7447	9768	13083	17540
负债和股东权益	**11829**	**16068**	**17229**	**23733**	**27572**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**966**	**3077**	**2404**	**6262**	**5051**
净利润	1560	2054	3131	4132	5284
折旧摊销	149	142	134	189	253
财务费用	-27	-103	-91	-168	-283
投资损失	-1	98	25	31	38
营运资金变动	-481	1175	-795	2079	-240
其他经营现金流	-234	-289	-0	-0	-0
投资活动现金流	**-361**	**28**	**-762**	**-1132**	**-1115**
资本支出	75	161	603	913	824
长期投资	-310	71	0	0	0
其他投资现金流	-596	260	-159	-219	-290
筹资活动现金流	**-776**	**-847**	**-693**	**-617**	**-501**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	6	0	0	0
资本公积增加	40	-150	0	0	0
其他筹资现金流	-816	-702	-693	-617	-501
现金净增加额	**-171**	**2258**	**949**	**4513**	**3435**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**9382**	**11880**	**13996**	**17467**	**21289**
营业成本	3170	3336	3534	4279	5067
营业税金及附加	1796	2253	2316	2830	3428
营业费用	1627	2581	2976	3581	4300
管理费用	628	855	980	1170	1405
研发费用	12	22	25	30	38
财务费用	-27	-103	-91	-168	-283
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	0	1	1	1
投资净收益	1	-98	-25	-31	-38
营业利润	**2177**	**2843**	**4232**	**5715**	**7298**
营业外收入	1	3	8	5	4
营业外支出	4	1	7	6	4
利润总额	**2174**	**2845**	**4234**	**5715**	**7298**
所得税	615	792	1103	1583	2014
净利润	**1560**	**2054**	**3131**	**4132**	**5284**
少数股东损益	93	115	25	33	42
归属母公司净利润	**1467**	**1939**	**3106**	**4099**	**5241**
EBITDA	2285	2868	4235	5688	7216
EPS（元）	1.68	2.22	3.56	4.70	6.01

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	55.4	26.6	17.8	24.8	21.9
营业利润(%)	57.2	30.6	48.8	35.0	27.7
归属于母公司净利润(%)	55.4	32.2	60.2	32.0	27.9
获利能力					
毛利率(%)	66.2	71.9	74.8	75.5	76.2
净利率(%)	15.6	16.3	22.2	23.5	24.6
ROE(%)	24.1	26.9	31.4	31.0	29.7
ROIC(%)	31.6	58.2	63.8	111.8	110.1
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	52.5	42.1	43.9	35.4
净负债比率(%)	-19.5	-51.5	-48.9	-70.5	-72.0
流动比率	1.7	1.5	1.8	1.8	2.2
速动比率	0.9	0.5	0.7	0.9	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8
应收账款周转率	3.2	6.4	6.4	6.4	6.4
应付账款周转率	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.22	3.56	4.70	6.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	4.65	2.76	7.18	5.80
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.54	11.21	15.01	20.13
估值比率					
P/E	187.6	142.0	88.6	67.2	52.5
P/B	44.3	37.0	28.2	21.0	15.7
EV/EBITDA	120.0	94.6	63.9	46.8	36.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王言海，现任职于新时代证券，大消费组组长，食品饮料首席分析师，执业证书编号为：S0280520080003。7年酒类消费品专业咨询经验，2018 年入职新时代证券，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

李啸，南京大学物理学硕士，2018 年加盟新时代证券

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁　爽　销售总监**	
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn	
上海	**阎喜蒙　销售副总监**	
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn	
广深	**丁培培　销售经理**	
	邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/