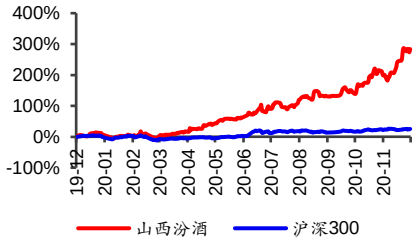
营销三阶段发展，迎接十四五开局年

投资评级：增持（维持）

报告日期：	2020-12-26
收盘价（元）	327.51
近 12 个月最高/最低（元）	345.58/74.99
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）	2,854
流通市值（亿元）	2,836

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

《山西汾酒首次覆盖：国改新三年，看青花玻汾双轮驱动》2020-6-30

《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：三季度加速增长，汾酒复兴正当时》2020-10-29

事件

12 月 26 日，山西汾酒召开年度经销商大会、并举办投资者交流会，会上，公司领导回顾 2020 年汾酒取得的成绩，并对十四五整体规划、及开局年战略进行了阐述。

主要观点

十三五圆满收官。十三五期间，公司陆续签订“军令状”、引入华润战投推进混改，目前公司终端数量达 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，经销商质量与数理持续优化，营销团队呈现专业化年轻化特点，产品抓两头品牌价值持续提升；疫情背景下，次高端以上青花收入仍实现 30%以上增长，亿元市场达 17 个，长江以南市场实现 50%以上高速增长，1+3 重点板块时长持续发力，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。

十四五开局推进 258 战略。2021 年作为十四五开局年，公司将实施 258 战略：“2”代表汾酒+竹叶青双品牌战略；“5”代表用好五大红利，分别是借助国内大循环消费红利、持续释放公司改革红利、拉升品牌战略红利、利用清香型品类红利、及顺应发展势能红利；“8”代表实现八大增量，分别是充分挖掘长江以南、及华东地区增量、挖掘产品结构增量（高端匀速，中端加速，低端控速，进一步改善产品结构占比）、挖掘活态营销增量、挖掘量价增量（期望做到量价齐升）、挖掘终端广度增量、挖掘终端深度增量（提升终端质量及产量）、挖掘基础管理增量（全员营销，释放改革红利）、挖掘国际市场增量（利用国内外双循环机遇）。

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，此外加强人才、制度、资源、监督四方面保障工作。

新五年看青花玻汾双轮驱动，维持“增持”评级。公司十四五规划明确了产品、区域、营销等多方面战略，我们维持 2020~2022 年盈利预测，预计营收同增 19%、20%、18%，归母净利润同增 42%、25%、21%，EPS 3.15、3.92、4.72 元，对应 PE 104、84、69 倍。我们认为，产品端，聚焦青花向上升级及高线光瓶酒玻汾发展，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，公司仍处于成长期核心阶段，业绩确定性高，中长期价值凸显，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	14091	16944	19968
收入同比(%)	25.8%	18.6%	20.2%	17.8%
归属母公司净利润	1939	2742	3415	4115
净利润同比(%)	28.6%	41.5%	24.5%	20.5%
毛利率(%)	71.9%	73.4%	74.4%	75.3%
ROE(%)	26.0%	26.9%	25.1%	23.2%
每股收益(元)	2.22	3.15	3.92	4.72
P/E	40.33	104.10	83.59	69.36
P/B	10.50	28.01	20.98	16.11
EV/EBITDA	24.95	71.39	57.11	47.35

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	15537	20956	27284
现金	3964	3588	7936	13673
应收账款	6	26	21	24
其他应收款	35	64	65	76
预付账款	130	206	185	224
存货	5258	4845	5781	6896
其他流动资产	3250	6808	6967	6391
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	1491	1491	1491	1491
资产总计	16068	18963	24381	30709
流动负债	8389	8379	10180	12149
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1974	1670	1915	2427
其他流动负债	6415	6709	8265	9722
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	8433	10235	12203
少数股东权益	178	340	543	787
股本	872	872	872	872
资本公积	132	132	132	132
留存收益	6443	9185	12600	16715
归属母公司股东	7447	10189	13604	17719
负债和股东权	16068	18963	24381	30709

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	-262	4485	5898
净利润	1939	2742	3415	4115
折旧摊销	142	0	0	0
财务费用	-97	0	0	0
投资损失	0	116	139	164
营运资金变动	1235	-3280	731	1378
其他经营现金	561	6182	2883	2978
投资活动现金	28	-113	-136	-161
资本支出	-140	3	3	3
长期投资	71	0	0	0
其他投资现金	97	-116	-139	-164
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	-376	4348	5737

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11880	14091	16944	19968
营业成本	3336	3747	4344	4926
营业税金及附加	2253	2395	2965	3694
销售费用	2581	2987	3592	4233
管理费用	855	986	1152	1338
财务费用	-103	-189	-288	-460
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	-116	-139	-164
营业利润	2843	4023	5010	6038
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	2845	4024	5012	6040
所得税	792	1120	1394	1680
净利润	2054	2905	3617	4359
少数股东损益	115	163	203	244
归属母公司净利润	1939	2742	3415	4115
EBITDA	2974	3948	4859	5740
EPS（元）	2.22	3.15	3.92	4.72

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	25.8%	18.6%	20.2%	17.8%
营业利润	27.2%	41.5%	24.5%	20.5%
归属于母公司净利	28.6%	41.5%	24.5%	20.5%
获利能力				
毛利率(%)	71.9%	73.4%	74.4%	75.3%
净利率(%)	16.3%	19.5%	20.2%	20.6%
ROE(%)	26.0%	26.9%	25.1%	23.2%
ROIC(%)	26.8%	27.1%	24.8%	22.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.5%	44.5%	42.0%	39.7%
净负债比率(%)	110.7%	80.1%	72.3%	65.9%
流动比率	1.51	1.85	2.06	2.25
速动比率	0.86	1.25	1.47	1.66
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.74	0.69	0.65
应收账款周转率	1905.67	546.26	815.60	837.65
存货款周转率	1.69	2.24	2.27	2.03
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	2.22	3.15	3.92	4.72
每股经营现金流	3.53	-0.30	5.15	6.77
每股净资产(最新	8.54	11.69	15.61	20.33
估值比率				
P/E	40.33	104.10	83.59	69.36
P/B	10.50	28.01	20.98	16.11
EV/EBITDA	24.95	71.39	57.11	47.35

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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。