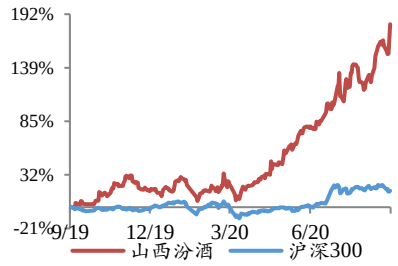
文化建设助青花向上，业务端持续高景气

投资评级：增持（维持）

报告日期：	2020-09-14
收盘价（元）	210.02
近 12 个月最高/最低（元）	210.02/74.02
总股本（百万股）	872
流通股本（百万股）	872
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	1,830
流通市值（亿元）	1,830

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

事件

近期，公司开展“行走的汾酒 2020”活动；9 月 9 日，青花汾酒 30 复兴版新品上市活动在北京居庸关长城举行；9 月 10 日，青花汾酒 30 复兴版营销部署会召开。

主要观点

确立“中国酒魂、活态为魂”的全新战略定位。汾酒复兴进行战略变化，在“中国酒魂”基础上提出“活态文化”建设，即活化、活用汾酒历史文化，不断丰富汾酒、竹叶青酒历史文化内涵，提高汾酒、竹叶青酒品牌在国内外市场的活跃度。

以文化为基础向高端迈进。2017 年改革以来，公司确立了“抓两头、带中间”、青花与玻汾双品牌发展战略，2019 年已各自实现约 30 亿销售规模；2020 年公司提出“一控三提”，围绕青花汾酒向上提升为核心产品战略展开。近期一系列活动围绕青花展开，通过文化内涵建设，助力青花汾酒品牌力持续向上拉升。公司持续加大青花汾酒团购和宴席推广力度，出台针对团购、业绩推广的实施细则，挪出了一部分青花汾酒的专项费用进行专项考核、专项激励。

全年 20%收入增长目标不变。1H20 公司青花同增超 30%，玻汾同增约 10%（公司主动控量），巴拿马同增约 20%，老白汾同降约 20%（以宴席、婚宴为主要消费场景短期消失）；公司全年 20%收入增长目标不变，预计 2H 青花延续 30%增长（全年实现约 10 亿增量），玻汾或小幅提速（7、8 月环比略有提速）、巴拿马延续增长、老白汾较 1H 大幅改善、全年降幅有望明显收窄（受益于宴席需求有望在下半年出现补偿式消费）。

省外占比持续提升，泛全国化正在路上。1H20，省内市场实现营收 31.3 亿元，同比持平，省外市场实现营收 37 亿元，同增 20%，省外占比提升至 54.2%，同增 4.1pct，区域质态持续提升，1357 战略持续发酵：山西大本营保持平稳；环山西 3 大板块剥离 10 个地级市直管区，规划较大幅度增长；5 小板块加大拓展力度，江浙沪市场看 50%以上增长；7 个机会市场疫情背景下加速布局，低基数下快速增长。

新三年看青花玻汾双轮驱动，维持“增持”评级。维持 2020~2022 年业绩预测，预计营收同增 17%、20%、18%，归母净利润同增 20%、22%、21%，EPS 2.68、3.26、3.94 元，对应 PE 78.4、64.4、53.2 倍。我们认为，产品端，聚焦次高端青花及高线光瓶酒玻汾，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）省内渠道下沉、省外全国化扩展不及预期等。

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	13888	16700	19679
收入同比(%)	25.8%	16.9%	20.2%	17.8%
归属母公司净利润	1939	2333	2841	3438
净利润同比(%)	28.6%	20.4%	21.8%	21.0%
毛利率(%)	71.9%	72.8%	73.4%	74.1%
ROE(%)	26.0%	23.9%	22.5%	21.4%
每股收益(元)	2.22	2.68	3.26	3.94
P/E	40.33	78.44	64.42	53.24
P/B	10.50	18.71	14.50	11.40
EV/EBITDA	24.95	52.35	41.70	33.49

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	15071	19946	25641
现金	3964	3139	6842	11819
应收账款	6	25	20	23
其他应收款	35	63	65	74
预付账款	130	208	189	232
存货	5258	4879	5916	7145
其他流动资产	3250	6757	6914	6345
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	18497	23372	29066
流动负债	8389	8346	10211	12263
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1974	1681	1960	2515
其他流动负债	6415	6664	8251	9748
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	8400	10265	12317
少数股东权益	178	316	485	689
股本	872	872	872	872
资本公积	132	132	132	132
留存收益	6443	8777	11618	15056
归属母公司股东	7447	9780	12622	16060
负债和股东权	16068	18497	23372	29066

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	-713	3837	5136
净利润	1939	2333	2841	3438
折旧摊销	142	0	0	0
财务费用	-97	0	0	0
投资损失	0	114	137	162
营运资金变动	1235	-3296	693	1335
其他经营现金	561	5765	2314	2304
投资活动现金	28	-111	-134	-159
资本支出	-140	3	3	3
长期投资	71	0	0	0
其他投资现金	97	-114	-137	-162
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	-824	3703	4977

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11880	13888	16700	19679
营业成本	3336	3774	4445	5104
营业税金及附加	2253	2634	3168	3733
销售费用	2581	3018	3629	4276
管理费用	855	1000	1202	1417
财务费用	-103	-99	-78	-91
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	-114	-137	-162
营业利润	2843	3423	4168	5044
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	2845	3425	4170	5046
所得税	792	953	1160	1404
净利润	2054	2472	3010	3642
少数股东损益	115	139	169	204
归属母公司净利润	1939	2333	2841	3438
EBITDA	2974	3437	4225	5113
EPS（元）	2.22	2.68	3.26	3.94

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	25.8%	16.9%	20.2%	17.8%
营业利润	27.2%	20.4%	21.8%	21.0%
归属于母公司净利	28.6%	20.4%	21.8%	21.0%
获利能力				
毛利率(%)	71.9%	72.8%	73.4%	74.1%
净利率(%)	16.3%	16.8%	17.0%	17.5%
ROE(%)	26.0%	23.9%	22.5%	21.4%
ROIC(%)	26.8%	24.6%	23.3%	22.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.5%	45.4%	43.9%	42.4%
净负债比率(%)	110.7%	83.2%	78.3%	73.5%
流动比率	1.51	1.81	1.95	2.09
速动比率	0.86	1.20	1.36	1.49
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.75	0.71	0.68
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	2.68	3.26	3.94
每股经营现金流	3.53	-0.82	4.40	5.89
每股净资产(最新	8.54	11.22	14.48	18.43
估值比率				
P/E	40.33	78.44	64.42	53.24
P/B	10.50	18.71	14.50	11.40
EV/EBITDA	24.95	52.35	41.70	33.49

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。