开源证券

山西汾酒（600809.SH） 改革进行时，成长好阶段

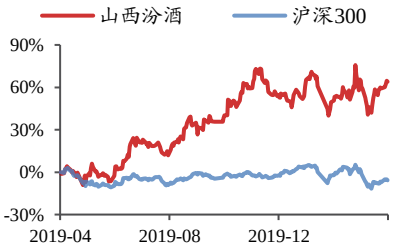
2020 年 04 月 13 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/4/10
当前股价(元)	93.48
一年最高最低(元)	102.20/51.69
总市值(亿元)	814.70
流通市值(亿元)	809.39
总股本(亿股)	8.72
流通股本(亿股)	8.66
近 3 个月换手率(%)	37.87

股价走势图



数据来源：贝格数据

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

● 改革成果显著，未来发展路径清晰，估值提升明显

自 2017 年山西汾酒推进改革以来，内部动力提升，外部市场运营更加科学，品牌势能加速释放。未来三年公司仍处在市场拓展与结构升级的黄金成长阶段，我们预计 2019-2021 年净利润分别为 20.24、24.05、29.93 亿，同比增长 38%、19%、25%；EPS 分别为 2.32 元、2.76 元、3.43 元，对应 PE 为 40、34、27 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 白酒次高端价格带市场持续扩容，山西汾酒脱颖而出

次高端价格带市场规模增长迅速，2015-2018 年行业营收复合增长率 28%，随着消费升级，该价格带市场将承接过去 100 元-300 元价格带的消费量，不断扩容。现阶段行业竞争日益激烈，更加考验参与者的竞争实力。山西汾酒品牌底蕴深厚、市场管理水平提升明显、市场投入持续力有保障，是次高端价格带的有力竞争者，将持续享受行业扩容红利。

● 公司改革不断深入，内部动力充足

2017 年以与省政府签订任务协议书为开端，山西汾酒走上改革之路。内部管理层面，引进华润创业作为战略投资者、优化用人考核机制，加速长效激励机制及配套措施的落地，激发员工积极性和动力，将公司利益和员工个人利益绑定在一起，为外部营销策略的落地执行提供了内生动力。未来公司在内部治理、公司运营层面将不断完善，外部营销更加着重长远发展，驱动公司穿越周期，不断成长。

● 聚焦产品结构升级，全国化持续推进

公司 2020 年开始采取“拔中高、控底部”的产品策略：青花汾酒系列卡位 300 元-500 元价格带，主打商务宴请市场，体现汾酒品牌高度，2020 年开始公司进一步聚焦青花系列。玻汾系列位于 40 元-50 元价位，性价比高，培育汾酒氛围，腰部产品卡位大众消费价格带稳健增长。公司正处于渠道扩张黄金时期，以山西为基地市场，从环山西市场入手突破，同时布局潜力市场，持续推进全国化，战略清晰，节奏得当。

● 风险提示：宏观经济下行导致需求下滑、公司全国化进度不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,037	9,382	11,914	13,483	15,652
YOY(%)	37.1	55.4	27.0	13.2	16.1
净利润(百万元)	944	1,467	2,024	2,405	2,993
YOY(%)	56.0	55.4	38.0	18.8	24.5
毛利率(%)	69.8	66.2	69.5	72.0	73.3
净利率(%)	15.6	15.6	17.0	17.8	19.1
ROE(%)	18.8	24.1	26.8	24.7	24.7
EPS(摊薄/元)	1.08	1.68	2.32	2.76	3.43
P/E(倍)	86.3	55.5	40.3	33.9	27.2
P/B(倍)	15.6	13.1	10.7	8.7	6.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司简介：清香龙头，实力雄厚 4
1.1、 清香典范，文化名酒 4
1.2、 国资控股，引华润为战投 4
1.3、 发展历史一波三折，机制改革重启高增长 5
2、 次高端市场持续扩容，名优酒企顺势扩张 6
2.1、 次高端市场量价齐升，行业规模持续扩容 6
2.2、 竞争日益激烈，品牌力、渠道力优秀的酒企将脱颖而出 7
3、 公司：改革进行时，成长好阶段 9
3.1、 改革不断深入，内部动力十足 9
3.2、 产品：“拔中高，控底部“，产品结构持续升级 12
3.3、 市场：基地市场稳固，全国化快速推进 16
3.4、 渠道：精耕细作、加强把控 19
4、 展望：公司内外巨变，增长潜力十足 21
4.1、 盘活内部动力，改革红利不断释放 21
4.2、 次高端成长前景广阔，公司有望实现全国化发展 21
4.3、 产品结构持续升级，净利率提升是长期趋势 21
4.4、 全国化进程持续推进，同时渠道单点卖力不断提升 22
4.5、 市场价值被逐步认可，公司估值持续提升 22
5、 盈利预测与投资建议 22
6、 风险提示 24
附：财务预测摘要 25

图表目录

图 1： 国资控股，引华润入股为战略投资者 5
图 2： 公司自 2017 年以来实现营收高速增长 6
图 3： 次高端目前仍是白酒中规模最小的价格带 6
图 4： 次高端市场规模从底部快速恢复 6
图 5： 次高端白酒价格持续回升 7
图 6： 次高端白酒销量从低点快速恢复 7
图 7： 2012 年 CR7 集中度为 50% 7
图 8： 2018 年 CR7 集中度为 70% 7
图 9： 内部体制改革带动营销管理能力提升 10
图 10： 华润与公司协同性强 11
图 11： 2019 年末集团酒类资产基本完成整体上市 11
图 12： 销售人员平均薪酬自 2017 年开始大幅增长 12
图 13： 形成三大商标为主，定制化为补充的品牌矩阵 12
图 14： 2019 年产品线布局完善，各价格带占比均衡 12
图 15： 青花全渠道利润率在竞品中处于较高水平 14
图 16： 青花系列增长迅速 14
图 17： 青花系列占比不断提升 14
图 18： 玻汾规模增长迅速 15

图 19: 低端盒装酒有很大被替代空间 15
图 20: 光瓶酒市场规模快速增长（单位：亿） 15
图 21: 老白汾营收快速增长 16
图 22: 老白汾吨价提升迅速（单位：万元/吨） 16
图 23: 山西省 GDP 增速 2014 年之后企稳回升 17
图 24: 2019 年省内营收规模达到历史高点 17
图 25: 公司全国化布局节奏清晰 18
图 26: 省外市场规模自 2018 年起快速增长 19
图 27: 省外市场 2019 年占比反超省内 19
图 28: 公司渠道管控全景图 19
图 29: 青花 20 价格提高后保持稳定 20
图 30: 青花 30 价格提高后保持稳定 20
图 31: 省外经销商不断扁平化，增长迅速（单位：家） 20
图 32: 终端数量跳跃式增长（单位：万家） 20
图 33: 进行广告投放、终端建设、消费者培育活动 21
图 34: 公司 2019 年以来估值不断提升 22

表 1: 汾酒蝉联五届国家名酒称号 4
表 2: 山西汾酒是清香型白酒代表 4
表 3: 次高端内部 300 元价格带竞争相对激烈 8
表 4: 次高端重点市场重叠程度加大 8
表 5: 2017 年之前公司的市场策略和销售体系改革 9
表 6: 多方面改革取得新进展 10
表 7: 汾酒品牌资源丰富、产品线齐全 13
表 8: 公司省内市占率超 50% 17
表 9: 环山西市场规模大，当地无强势主导品牌 18
表 10: 汾酒集团业绩考核目标梳理 21
表 11: 收入预测： 23
表 12: 可比公司估值：山西汾酒估值高于行业平均水平 23

1、 公司简介：清香龙头，实力雄厚

1.1、 清香典范，文化名酒

中国白酒公司上市第一股。1949 年 6 月政府在当地手工作坊的基础上改建成立国营山西杏花村汾酒厂。1993 年 12 月，公司经批准改制为山西杏花村汾酒厂股份有限公司，并公开上市发行，成为全国第一家白酒上市企业。

品牌历史辉煌，文化底蕴深厚。公司拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大中国驰名商标。主导产品汾酒具有 1500 年历史，早在 1915 年就在巴拿马万国博览会上获得甲等金质大奖章，新中国成立后，成为第一种国宴用酒，之后历届全国名酒评比均榜上有名，竹叶青、杏花村也多次获得国际名酒、国家名酒称号。

表1：汾酒蝉联五届国家名酒称号

届数	地点	举办单位	上榜品牌
第一届	北京	中国专卖实业公司	茅台酒、**汾酒**、泸州大曲酒、西凤酒。
第二届	北京	轻工业部	**汾酒**、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、董酒
第三届	辽宁大连	轻工业部	茅台酒、**汾酒**、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒 、泸州老窖特曲
第四届	山西太原	中国食品协会	茅台酒、**汾酒**、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	安徽合肥	轻工业部	茅台酒、**汾酒**、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：公司官网、开源证券研究所

清香型白酒典范，品质受消费者认可。清香型白酒是以高粱等谷物为原料，以大麦和豌豆制成的中温大曲为糖化发酵剂，采用清蒸清糟酿造工艺、固态地缸发酵、清蒸流酒，强调“清蒸排杂、清洁卫生”，即都在一个“清”字上下功夫，“一清到底”，不应有浓香或酱香及其异香和邪杂气味，特点是清香纯正，醇甜柔和，自然谐调，余味爽净。山西汾酒是该香型典型代表。

表2：山西汾酒是清香型白酒代表

白酒香型	代表品牌
酱香型	茅台
清香型	**山西汾酒**
浓香型	五粮液、泸州老窖、洋河
凤香型	西凤酒
兼香型	白云边、玉泉
馥郁香型	酒鬼酒
其他香型	景芝酒（芝麻香型）、董酒（药香型）

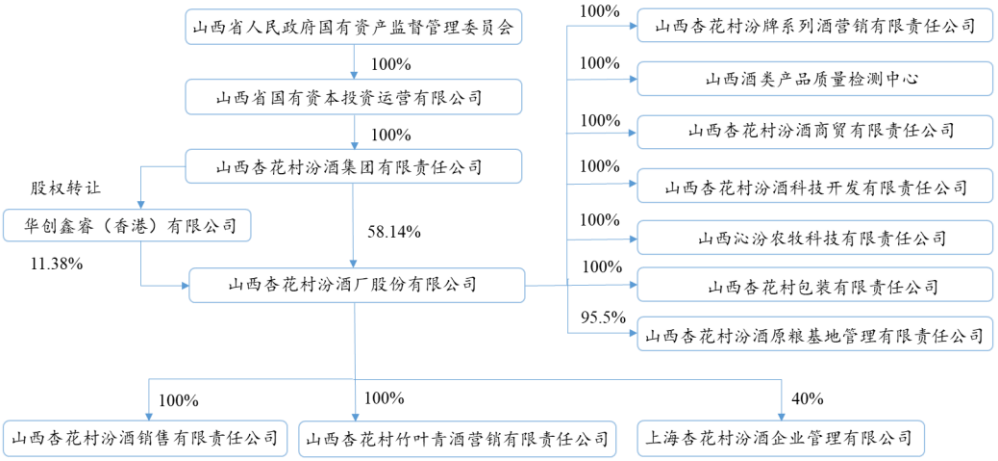
资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、 国资控股，引华润为战投

公司实际控制人是山西省国有资产监督管理委员会。2018 年 2 月 3 日，做为改革其中一环，公司控股股东汾酒集团与华润创业控股公司华创鑫睿签署股权转让协议，转让后山西杏花村汾酒集团有限责任公司持股比例 58.52%，仍为公司的控股股

东，华创鑫睿持有 11.45%股份，为公司第二大股东，将在公司运营和市场营销方面带来较强协同效应。

图1：国资控股，引华润入股为战略投资者



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、 发展历史一波三折，机制改革重启高增长

山西汾酒有着辉煌的历史，上市以来发展可谓一波三折，2017 年开始，行业恢复向好，同时汾酒国企改革取得实质性进展，开启新一轮高增长。

1988-1993 年：白酒行业营收六连冠。上世纪 90 年代初，汾酒因出酒率高，产能规模大，物美价廉，同时品牌底蕴深厚，遍揽各类评比大奖，营收快速增长。1988 年到 1993 年期间，公司连续 6 年荣获全国轻工业最佳经济效益第一名。

1994-2000 年：主营收入徘徊不前，行业地位衰落。90 年代初白酒供不应求，国家放开“酒类专卖”的价格，参与者均抢占高端，渠道为王，白酒行业的市场经济到来。公司此阶段在价格导向和品牌发展上错失高端化机遇，1994 年营收被五粮液赶超，之后浓香白酒发展迅猛，山西汾酒 1997 年退出行业十强。1998 年的山西朔州假酒案虽与公司毫无瓜葛，但殃及池鱼的影响使公司损失了 70%以上的省外市场，行业地位进一步下滑。

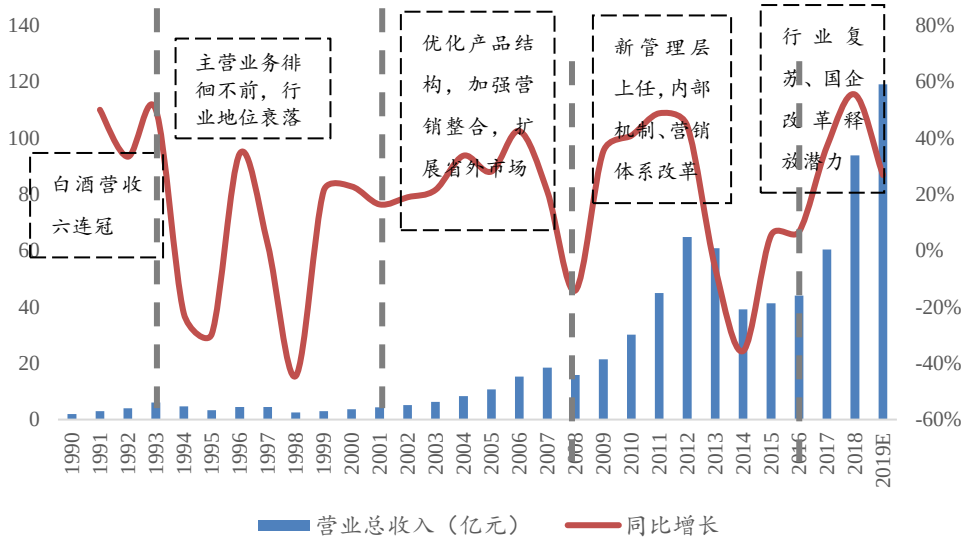
2001-2007 年：优化产品结构、加强营销整合、扩展省外市场。2001-2007 年期间，全国包括山西经济增长较快，为公司发展提供了良好的外部环境。同时公司内部持续优化产品结构、加强营销整合、扩展省外市场，营收规模不断恢复，2004 年时已超过 1996 年的历史最高水平。产品结构上逐渐形成了以国藏汾酒、青花瓷汾酒为高端、中华汾酒、老白汾酒为中端、普通玻汾为低端的产品结构体系。省外占比持续提高，从 2002 年的 30%提高到 2006 年的 43%。

2008-2016 年：新管理层上任，开启内部机制、销售体系改革。经过 2008 年的渠道体系调整，2009 年汾酒开启了第二轮快速成长。管理层换届之后，新管理层在内部机制、销售体系、产品瘦身等方面开启了改革，同时白酒行业涨价潮至。此阶段公司营业收入增长迅速，2008 到 2012 年营收复合增速达到 102%。2012 年末，受三公消费限制以及茅台、五粮液价格大幅回落影响，公司高端产品营收大幅下滑，直到 2015 年营收才开始恢复性增长。

2017 年-至今 行业复苏提供外部条件，国企改革释放内部活力。随着山西省内

需求恢复，次高端价格带市场扩容，2017 年至今公司开启第三轮快速增长阶段，2016-2019 年营收复合增速 70%。同时大力拓展省外市场，省外占比从 43%提升接近至 56%。此期间集团酒类集体上市、引入战略投资者、股权激励落地，国企改革取得实质性突破，内部活力进一步释放。

图2：公司自 2017 年以来实现营收高速增长



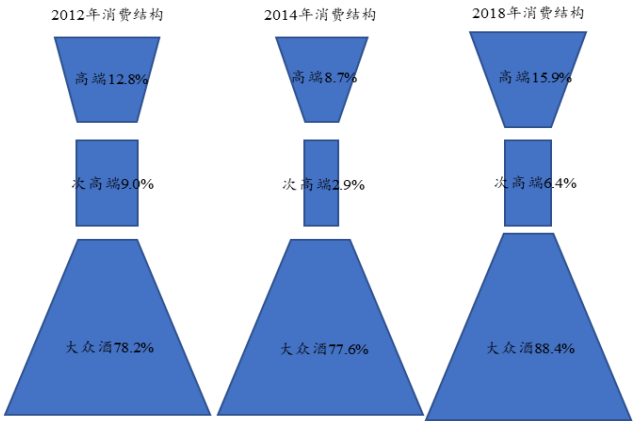
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 次高端市场持续扩容，名优酒企顺势扩张

2.1、 次高端市场量价齐升，行业规模持续扩容

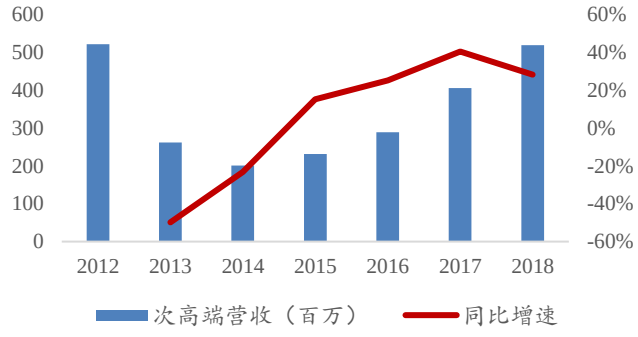
受三公消费限制影响，2012 年高端白酒价格大幅下滑，次高端产品量价齐跌，行业规模大幅收缩，次高端市场 2014 年最底部时只有约 200 亿规模。2015 年开始随着消费升级、白酒行业自身库存出清，行业底部复苏，次高端市场规模迅速增长，我们测算 2018 年次高端市场营收规模超 500 亿，2015-2018 年行业复合增长率 28%。

图3：次高端目前仍是白酒中规模最小的价格带



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：次高端市场规模从底部快速恢复



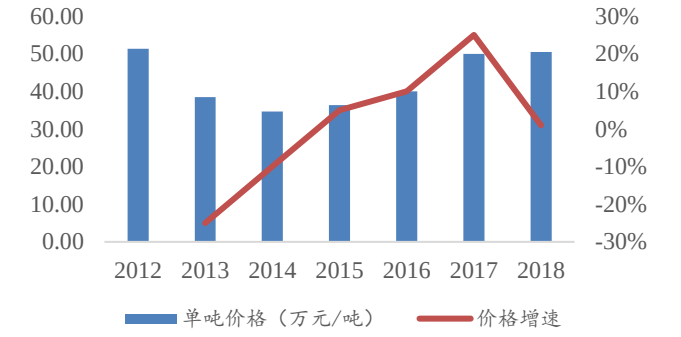
数据来源：公司公告、开源证券研究所

高端白酒价格回升打开次高端价格带市场空间。2015 年以来，随着白酒渠道库存逐渐出清，茅台、五粮液、国窖一批价与终端价持续上行，为次高端产品提价打

开了成长空间，次高端产品提价贯穿 2016、2017 全年。从价格上来看，次高端产品性价比提升明显，从 2016 年开始，次高端白酒价格触底回升，但仍不及 2012 年高点水平。

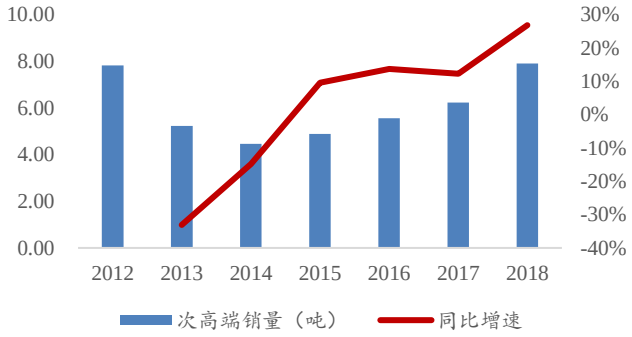
商务、家宴等场景消费升级拉动次高端价格带销量提升。伴随商务、大众宴请的消费升级，100 元-200 元价位段产品已无法满足政商务、部分大众宴请对品牌力的需求，而高端白酒终端定价 800 元以上，对大部分宴请场合来说价格过高，300-500 元价格带产品品牌美誉度高、价格适中，兼顾面子与成本，成为商务消费以及部分大众宴请场景下最具性价比产品。次高端白酒承接过去 100 元-300 元价格带的消费量，逐渐成为商务、大众宴请用酒的主流，2018 年次高端白酒销售量预计 8 万吨左右，恢复到 2012 年高点水平。

图5：次高端白酒价格持续回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

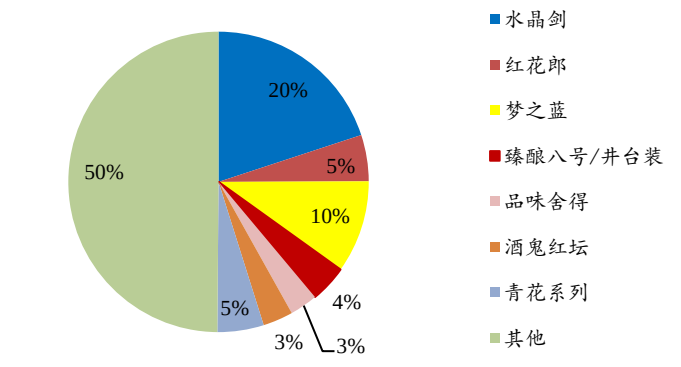
图6：次高端白酒销量从低点快速恢复



数据来源:公司公告、开源证券研究所

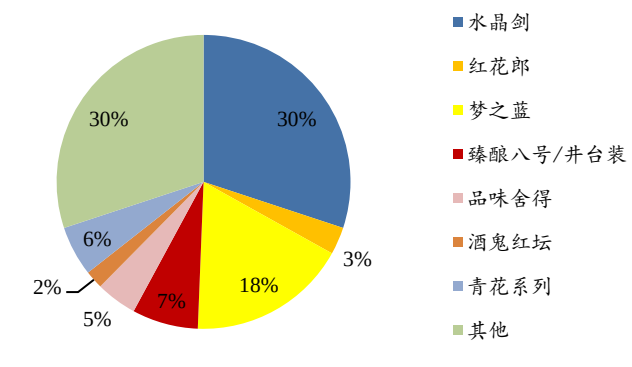
市场份额进一步向名酒集中。2009-2012 年白酒繁荣时期，次高端白酒市场参与者众多，经过行业大调整，品牌力、产品力较弱的中小酒厂退出次高端价格带市场，或回归 200 元以下的中低档酒市场，或直接出局。根据我们测算，2012 年名酒市场集中度为 50%，2018 年进一步提高到 70%，主要参与者数量大大减少，目前 300 元价位段是名酒和地产酒交叉的段位，500 元价位段基本只有名酒参与。

图7：2012 年 CR7 集中度为 50%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2018 年 CR7 集中度为 70%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、竞争日益激烈，品牌力、渠道力优秀的酒企将脱颖而出

次高端市场的竞争程度较大众酒略有缓和。全国化次高端名酒相对较少，主要为剑南春、郎酒、水井坊、沱牌舍得、山西汾酒和洋河 6 家。从次高端价位上看，

大部分品牌主要集中在 300 元-500 元，500 元以上相对较少；从地域上看，河南、山东、江苏等中东部地区是竞争焦点。

300-500 元价位段竞争相对激烈。从价格带上看 300 元是名酒和地产酒交叉的段位，500 元以上基本只有名酒参与。2013 年以来次高端白酒市场规模快速增长，以水井坊等次高端名酒快速增长为开端，后续实力较强的地产酒或者推出新品参与竞争，或者早有布局逐渐收获，300 元价位段竞争者增加。

表3：次高端内部 300 元价格带竞争相对激烈

价位段	类别	代表品牌	2018 年报表规模（亿元）	市场口径（亿元）
300-500 元	名酒	水晶剑	100	320
		红花郎 10	10	
		梦之蓝 3	35	
		臻酿八号/井台装	24	
		品味舍得	14	
		酒鬼红坛	7	
		青花 20	13	
		茅台系列酒	30	
		五粮液系列酒	15	
		特曲	15	
	地产酒	古井贡 8、16	12	80
		口子窖 10、20	8	
		今世缘国缘	8	
		其他	30	
500 元以上	名酒	梦之蓝 6、9	35	90
		典藏	5	
		青花 30	10	
		红花郎 15	2	
		五粮液低度	30	
	其他			10
合计				500

数据来源：公司公告、开源证券研究所

全国化持续推进，资源争夺增加。从地域上看除了剑南春、洋河等品牌全国化运作较为成熟之外，大多数酒企都是区域性品牌，拥有各自的核心市场，但随着次高端酒企全国化持续推进，互相之间的核心市场不断重叠，消费人群、经销商和核心终端门店资源有限，次高端酒企资源争夺增加，企业也出现分化。

表4：次高端重点市场重叠程度加大

相关企业	重点区域	市场运作模式
剑南春	全国市场基础较好，其中河南、浙江、江苏优势强	地方办事处成熟，地推监管能力强大，渠道扁平化
洋河股份	江苏、河南、山东、安徽、河北、浙江	渠道扁平化，终端掌控力强，消费者培育体系完善，强大的地推队伍

山西汾酒	山西、河南、山东、京津冀、内蒙陕西、华东	厂商协销，积极开展渠道下沉和终端建设
水井坊	核心市场，河南、江苏、湖南、四川、广东，次要核心市场山东等	推行新总代模式，重视终端建设和消费者培育
舍得酒业	川渝、河南、东北、山东、京津冀	全国化推进，重点市场重点投入
郎酒	全国市场基础较好，四川、重庆、江苏表现优异	深度分销，进行消费者培育

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

竞争日益激烈，品牌力、渠道力优秀的酒企将脱颖而出。梳理历次白酒调整过程，品牌力和渠道控制力是企业穿越周期的重要支撑。五粮液在 1998-2004 年调整期间，依靠强大的品牌力，实行买断开发模式，聚拢优质经销商，实现了收入规模持续高速增长；茅台持续不断的进行品牌打造，产品积累了强大的价格势能，在 2012-2015 年调整期间，营收利润均未出现负增长。洋河股份凭借强大的渠道掌控力，在 2012-2015 年行业调整期波动较小。2019 年以来，次高端品牌提价趋缓，市场规模增长由量增驱动，行业环境更加考验渠道推力及品牌穿透力，因此品牌打造、提升渠道掌控力成为白酒企业的重要任务。

3、 公司：改革进行时，成长好阶段

3.1、 改革不断深入，内部动力十足

2017 年之前营销子公司层面积极尝试混改，但改革未能触及实质。比如上海营销公司引入经销商持股，公司与河北爱伦公司合作成立汾酒河北运营中心等一系列动作，但是因受体制约束，改革未能继续深入，营销体系仍无法适应当时环境。

表5：2017 年之前公司的市场策略和销售体系改革

时间	事件
2008 年	任命郑开源为销售公司总经理。削减开发品牌，理顺渠道价格体系，总经销商制度逐渐转变为区域代理制度。12 月新一届董事会换届完成。
2009 年	11 月李秋喜接任集团董事长，12 月正式掌管汾酒集团。 与盛初营销咨询公司签订战略合作协议，约定自 2010 年至 2013 年由盛初咨询作为营销顾问为汾酒产品的营销、销售战略提供咨询。
2010 年	丰富产品线、调整产品结构、开拓省外市场。 细化销售区域，重点发展山东、北京、陕西、河南、广东等省份。 省外区域代理，省内经销商加区域代理（深度营销策略，渠道下沉到县一级）。
2012 年	通过增资扩股公司对杏花村汾酒销售公司的股权比例从 60%提高到 90%
2014 年	6 月成立山西汾酒创意定制有限公司，汾酒公司持有 51%股权，引进经销商新晋商公司持股 49%。 6 月发布国资国企改革意见《山西省人民政府关于深化国资国企改革的实施意见》《2014 年省属国资国企改革工作计划》。 9 月上海汾酒销售公司率先试点混合所有制改革，将国有股份比例降至 40%，并引入经销商、财务投资者、经营团队持股。
2015 年	谭忠豹和韩建书接任董事长和副董事长职务。 设立山西竹叶青保健酒贸易有限公司、竹叶青酒（北京）有限公司和上海杏花村汾酒企

时间	事件
	业管理有限公司，引入经销商和财务投资者持股。
2016 年	与河北爱伦公司合作成立汾酒河北运营中心，推进营销模式变革。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2017 年山西省启动国企改革，山西汾酒集团成为突破点。山西汾酒集团因资产轻、无亏损、盘子小，处在完全竞争领域，在短期内改革较易取得突破，因此成为山西国企改革的首个试点。改革成效不仅关乎公司今后的发展，还将成为撬动全山西国企改革的突破点。

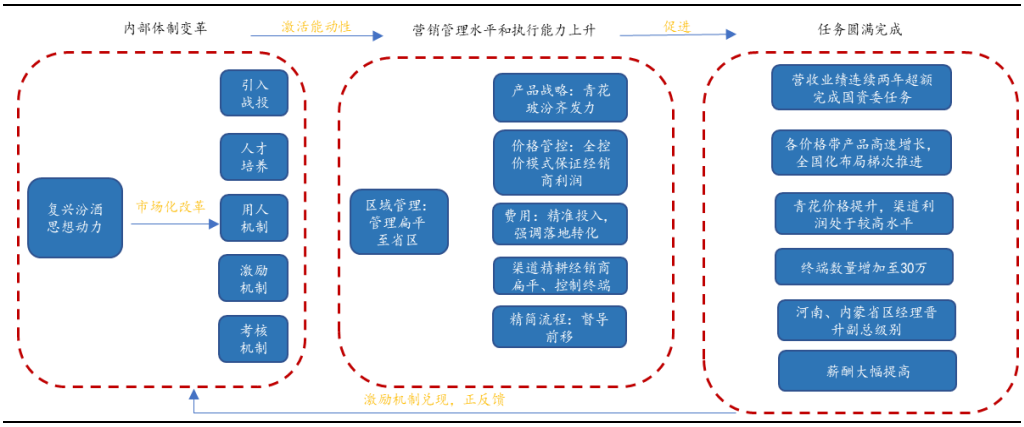
表6：多方面改革取得新进展

时间	事件
2017.2	与山西省国资委签订《2017 年度经营目标考核责任书》《三年任期经营目标考核责任书》
2017.7	汾酒集团股份全部划转至山西省国有资本投资运营有限公司
2017.12	成立全资子公司汾牌系列酒营销公司，初步实现个性化品牌集中管理与系统运营。集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级以上领导干部的职务，采用组阁聘任的用人机制。
2018.2	公司控股股东汾酒集团将作价 51.6 亿元、11.45%的股份转让给战略投资者华创鑫睿
2018.12	公司推出股权激励计划，拟授予中高层管理人员和核心技术人 员共 397 人 650 万股限制性股票。
2019.11	收购集团酒类资产、收回少数股东权益，完成集团酒类资产集体上市，进一步减少关联交易，增加公司治理透明度

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

管理理念变革，体制不断市场化。自 2017 年改革以来，公司管理理念、晋升机制、激励机制、考核机制不断进行市场化改革，带动了外部营销层面产品布局、市场布局、渠道管控水平以及执行力的提高，从而取得了优异的成绩。激励机制和晋升机制兑现之后，进一步激活内部改革动力，形成良性循环。

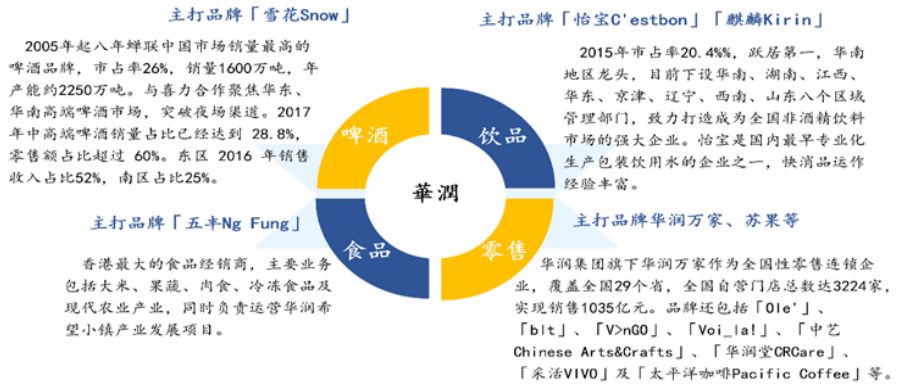
图9：内部体制改革带动营销管理能力提升



资料来源：公司公告、开源证券研究所

引入华润战略投资者，完善公司治理机制，发挥渠道协同效应。目前公司引入华润集团副总经理陈郎与华润雪花啤酒总经理侯孝海作为公司董事，将带动公司治理层面做出更多改善。运营层面，在人力资源、财务制度建设等方面吸取华润先进经验；渠道协同层面，共享渠道与经销商资源，目前北京、辽宁地区已有进展。

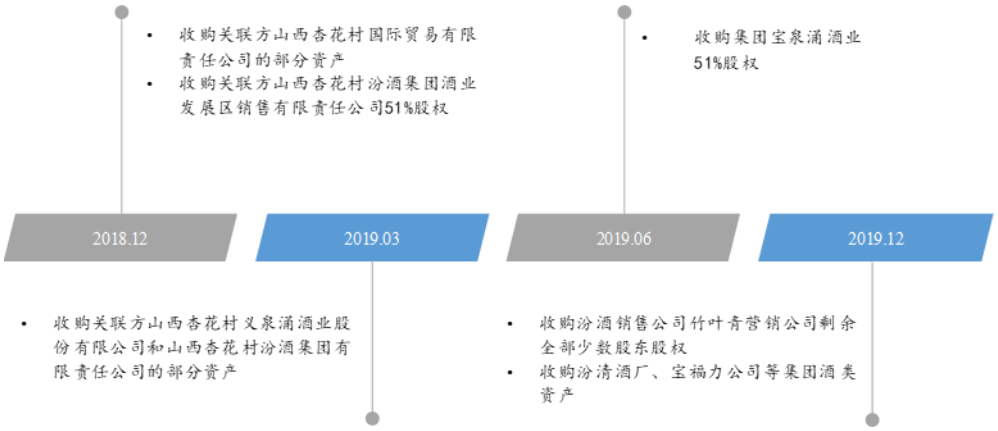
图10：华润与公司协同性强



资料来源：公司公告、开源证券研究所

集团酒类资产整体上市，关联交易规模进一步降低。从2018年开始，上市公司开始逐渐收购集团酒类资产，对集团白酒产品进行集中资源投放和规范管理，同时进一步降低关联交易规模，提升治理透明度。

图11：2019年末集团酒类资产基本完成整体上市

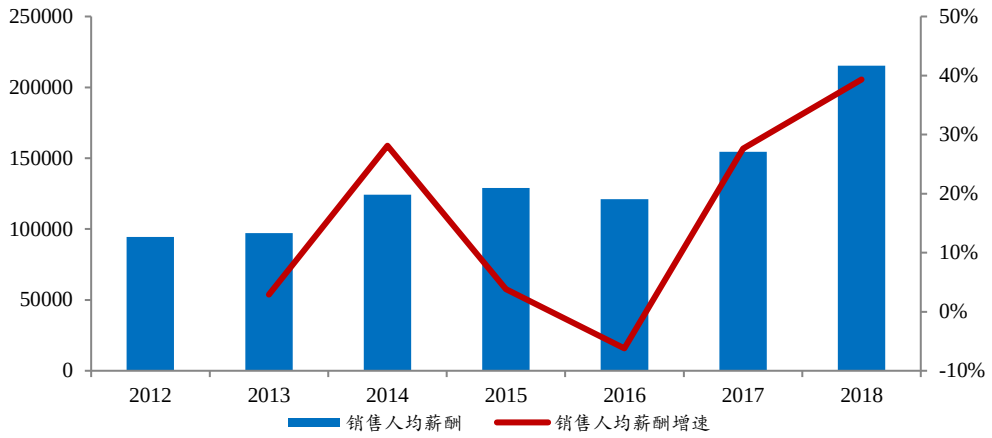


资料来源：公司公告、开源证券研究所

改革用人机制，实现领导干部能上能下。2017年开始公司积极推行职业经理人市场化聘用制度，改革晋升机制，典型如提拔前河南、内蒙省区负责人进入公司副总层，罢免北京等不达标市场负责人，充分调动领导队伍积极性，提高领导队伍水平。

市场化激励机制逐步落地。2017年开始进行薪酬改革，公司可在奖励额度内，自主决定增加工资总额额度，未完成目标利润的，相应扣减工资总额。营销人员平均薪酬2018年超20万，较2016年薪酬改革前翻番，2018年2月公司召开2017年经营目标责任书专项奖励兑现会，集团各经营班子奖励总额达4200万元。2018年12月股权激励方案落地，授予对象为包括高中层管理人员与核心业务技术人员在内的397人。同时考核机制动态化、过程化。2019年业务人员转变到常规、动态、制度化考核，薪酬上打破平均、拉开差距，进一步增强积极性，激发员工动力。

图12：销售人员平均薪酬自 2017 年开始大幅增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

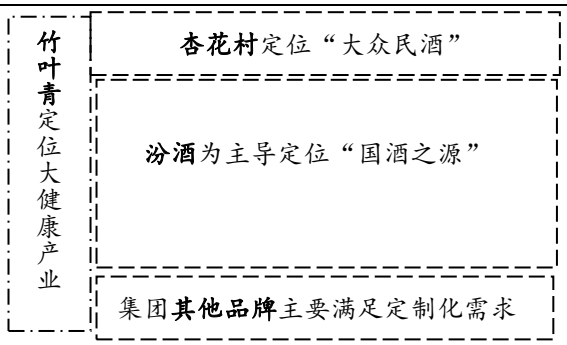
3.2、 产品：“拔中高，控底部“，产品结构持续升级

3.2.1 品牌资源丰富，产品结构均衡

公司品牌资源丰富，同时拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大国家驰名商标，其中汾酒是公司主导品牌，规模占比约 90%，具体又细分为青花系列（以下简称青花）、老白汾系列（以下简称老白汾）、玻汾系列（以下简称玻汾）。竹叶青酒、杏花村品牌亦具有深厚品牌底蕴，由于公司发展重点前几年聚焦汾酒，竹叶青、杏花村目前规模不大，均在 5 亿元左右，但发展快、潜力大。同时集团其他品牌经过梳理，转为满足特殊定制化需求，四大板块相互独立、相互补充、协同发展。

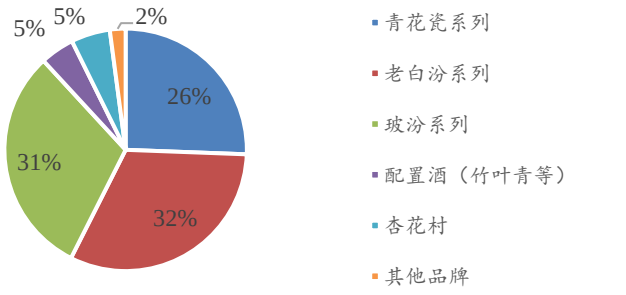
公司产品线齐全，次高端、中端、低档均有主力产品卡位，且各价格带占比均衡，与水井坊、酒鬼酒等以次高端产品为主的策略呈现显著不同，覆盖更广泛的客户群体，也奠定了产品结构具有极强的延伸性。产品体系中：青花（300-600 元）高举高打树品牌，玻汾（100 元以下）稳扎稳打扩销量，以此带动腰部产品老白汾（100-200 元）迅速推进。

图13：形成三大商标为主，定制化为补充的品牌矩阵



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图14：2019 年产品线布局完善，各价格带占比均衡



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：汾酒品牌资源丰富、产品线齐全

定位	品牌	系列	单品	终端价格（元）	占比
高端	汾	青花系列	青花 50 65 度 100mL	1048	0.5%
			青花中国装 55 度	1999	
次高端			青花 30 53 度	789	26%
			青花 20 53 度	478	
		老白汾系列	巴拿马金奖 20 53 度	388	37%
中高端			老白汾封坛 15 53 度	238	
			老白汾 10 53 度	149	
			老白汾醇柔 53 度	119	
	杏花村	杏花村系列	53 度金质 5	188	
			53 度金质 3	128	
中低端			42 度玻瓶杏花村	45	36.5%
	汾	玻汾系列	黄盖玻汾 53 度	52	
			红盖玻汾 42 度	52	
			乳玻汾 48 度	79	
配制酒	竹叶青	竹叶青系列	竹叶青 20 42 度	498	
			竹叶青 10 年	188	
			金象竹叶青 38 度	99	
			牧童竹叶青 45 度	68	
			玻瓶竹叶青 45 度	48	

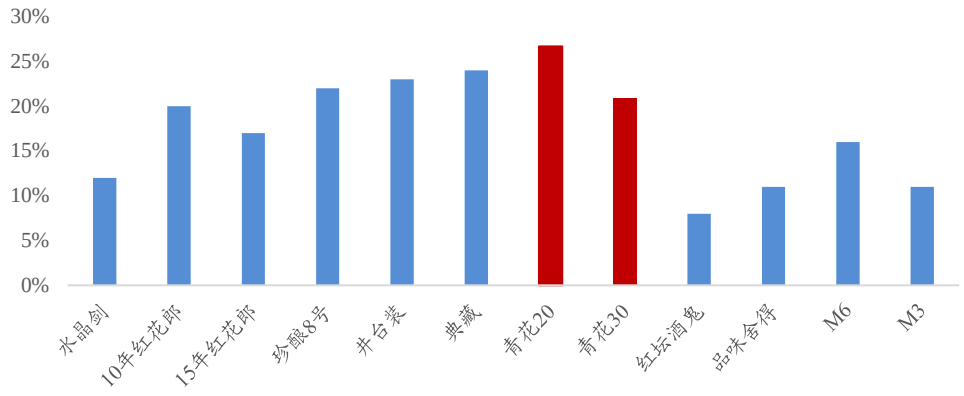
数据来源：公司官网、天猫、开源证券研究所

3.2.2 聚焦青花系列，次高端产品占比不断提高

青花为拓展品牌的排头兵。青花消费以商务宴请居多，在全国化过程中，承担品牌推广作用，是拓展新市场的排头兵。聚焦青花是汾酒实现全国化的重要一步，也是顺应消费升级趋势，品牌回归高端化的需要。

三大优势共同推动青花快速增长。与竞品相比，青花系列产品的优势在于：第一，香型独占，清香型尤其在北方有着广泛群众基础和品牌认可度。第二，渠道利润率处于较高水平，渠道积极性强。第三，渠道基础相对扎实，公司在核心市场推行扁平化招商，在潜力市场选取实力强的大商合作，同时加大终端抢占，匹配品鉴会、文化游等消费者拉动活动，渠道拓展迅速，基础不断夯实。

图15：青花全渠道利润率在竞品中处于较高水平

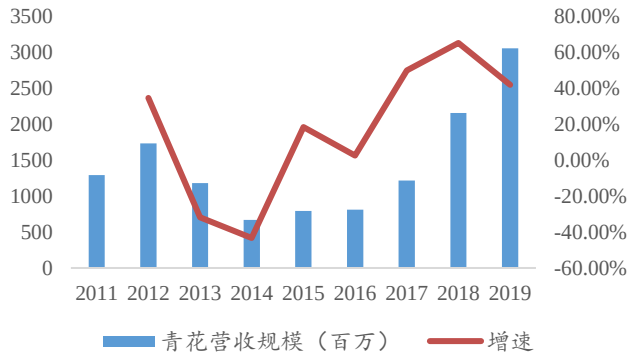


数据来源：公司公告、开源证券研究所

近年青花系列增长迅速。相较于高端白酒价格带市场被行业前三垄断，大众酒价格带市场有大量竞争者，300-600 元价位段市场进入壁垒较高，市场参与者不多，竞争格局良好。汾酒品牌力强，文化底蕴深厚，在次高端价格带市场具有天然优势。公司聚焦青花，不断拓展新经销商，围绕青花系列做品鉴、旅游等消费者培育活动，青花 2017-2019 年复合增长率达 56%，规模占汾酒系列比重从 2017 年的 22%提升至 2019 年的 29%左右。

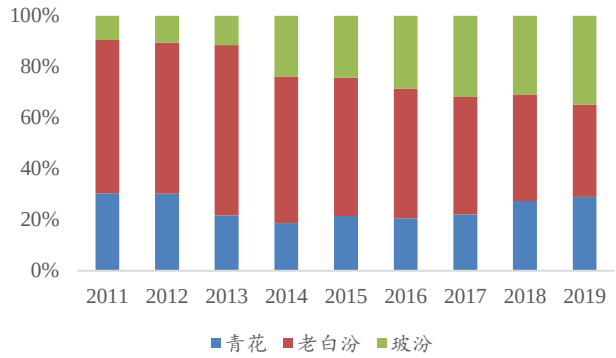
2020 年开始，公司资源进一步聚焦青花，以青花增长盘活全局。产品策略从 2018 年提出的“抓两头，带中间”转变为“拔中高，控底部”，对青花的增长目标、市场动作等做出更加细致的部署，例如各地区考核青花结构目标，实现青花 20 和青花 30 终端以及消费人群分离，费用更精准投入等。

图16：青花系列增长迅速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：青花系列占比不断提升

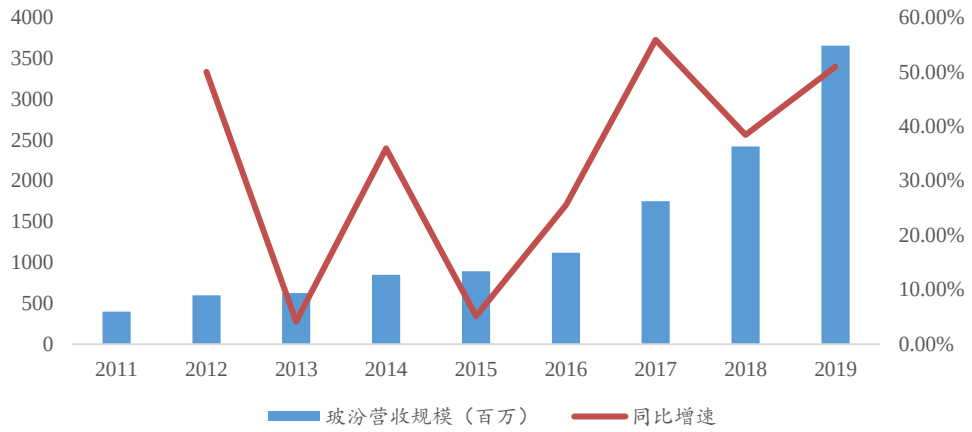


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.3 玻汾性价比高，全国化潜力充足

玻汾消费场景以自饮和老友闲聚居多，定价在 40-50 元之间，在光瓶酒中属于较高价格带，原因是玻汾是纯粮食酿造，成本较高，而大部分光瓶酒以食用酒精勾调而成，综合考虑产品品质与价格，玻汾性价比凸显。公司在 2018 年提出将玻汾作为培育清香氛围的重要产品，玻汾全国化因此迅速展开。2018 年青花导入省外市场之后，玻汾借助渠道迅速放量，进一步巩固了清香汾酒在消费者的心智定位。

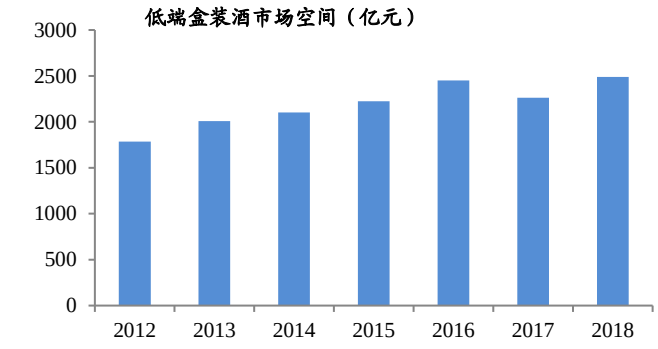
图18：玻汾规模增长迅速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

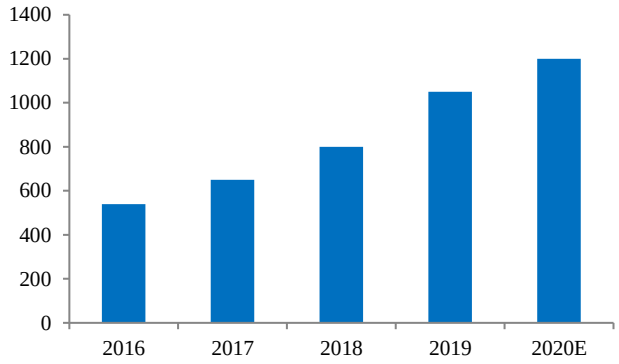
随着 30-80 元价位段消费者对性价比愈加看重，光瓶酒取代低端盒装酒市场大有可为。原因在于：第一、消费者更注重产品性价比，低端盒装主要靠差异化的包装吸引消费者，成本中包装占成本比重较大，反而不注重酒质打造，性价比不高。 第二、光瓶酒自身升级也让消费者不再觉得光瓶酒是低档产品的代名词，反而是出去繁杂包装只保留酒质的好产品，不仅实惠也不丢面子，因此消费者群体持续扩容。我们预计未来 50 元左右的光瓶酒规模将保持高速发展。玻汾品质好，渠道力强，全国化潜力充足。

图19：低端盒装酒有很大被替代空间



数据来源：《中国光瓶酒营销白皮书 2017 版》、开源证券研究所

图20：光瓶酒市场规模快速增长（单位：亿）



数据来源：《中国光瓶酒营销白皮书 2017 版》、开源证券研究所

3.2.4 腰部产品省内承接消费升级，省外共享青花玻汾渠道资源，稳步推进

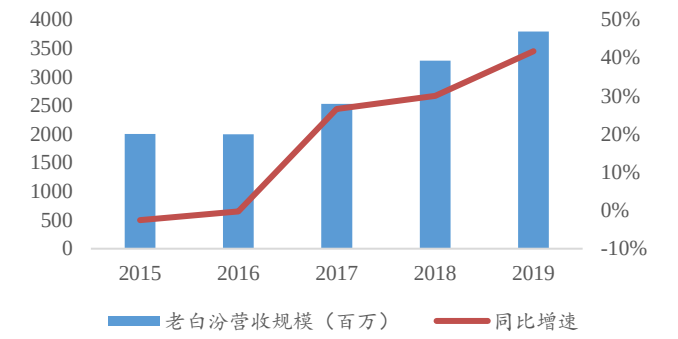
老白汾系列价格定位在 100-300 元，消费场景为大众宴请以及部分商务消费。2019 年实现接近 40 亿销售额，是汾酒体系的基石，该产品 60%在省内实现销售。

省内老白汾增长良好，未来将享受升级红利。省内消费升级叠加公司渠道下沉，腰部产品老白汾系列、巴拿马系列增长迅速，产品结构改善。近几年山西宴请用酒消费升级明显，目前主流消费价位段在 100-300 元之间，老白汾、巴拿马系列牢牢占据着 100~300 元的中档白酒市场。山西市场老白汾 15 年、巴拿马金奖 20 两款卡位 250-300 元的产品增长较快，而竞争对手汾阳王产品价格集中在 100 元左右，增长乏力，已经成为低端代名词。省内老白汾增长势头良好，未来有望进一步享受结构升

级的红利。

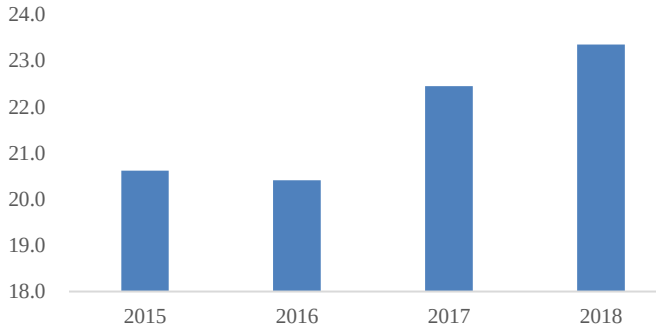
省外老白汾将借助青花和玻汾全国化带来的渠道扩张实现稳步增长。省外100-300元地产酒竞争者众多，竞争激烈为老白汾省外扩张带来压力。公司提出以两头带中间策略，本质上是利用青花的品牌优势与玻汾的消费基础来推动老白汾增长，借助香型差异化和汾酒整个渠道链条，仍有望取得不错的成绩。

图21：老白汾营收快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：老白汾吨价提升迅速（单位：万元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.5 竹叶青独立运作，打造大健康产业

经过2017-2019年三年改革，汾酒竹叶青、杏花村两大品牌增长迅速，但规模与品牌价值相比仍存在较大差距，我们预计未来将通过产品结构调整、加大市场投入等提高两大品牌的市场占有率。

竹叶青始于南北朝，昌于唐宋，大兴于明清，历经1500余年历史传承。历史上，竹叶青获三届国家名酒、五次国际金奖，是唯一获得中国名酒称号的保健酒品牌，品牌底蕴深厚。2017年以来，汾酒主品牌不断高端化和进行全国化布局，并没有把重心放在竹叶青品牌上。现阶段，得益于主品牌效益的提升，公司选择将竹叶青运营从公司销售体系中独立出来，在产品形象定位、宣传运营、团队激励机制上进行重新规划，围绕竹叶青酒，打造大健康产业。

3.2.6 集团白酒品牌梳理瘦身，力争实现大单品，高增长

2018年公司将集团品牌纳入公司的营销体系中来，进行统一管理。2019年开始，公司持续推进集团品牌瘦身，对于带有‘汾’字的产品全部收回，将此前采用开发商模式的汾牌全面转换为定制模式及自营销售，消除集团品牌对主品牌的负面影响，同时保证集团品牌的稳健增长。2019年8月基本完成全部品牌梳理。

3.3、 市场：基地市场稳固，全国化快速推进

3.3.1 基地市场稳固，享受消费升级红利

公司在山西省内具有绝对优势。山西汾酒市占率超50%，占有绝对优势。从香型来看，省内清香型产品占比约90%，口味粘性高，其他香型只作为补充。从产品属地来看，山西本地品牌除汾酒之外，其他品牌规模较小，2018年汾酒集团省内营收约70亿元，位居营收规模第二的地产酒汾阳王营收规模不足10亿元，位居第三的梨花春不足5亿，后两者主打100元以下价格带。外地品牌以茅台、五粮液为主，主攻高档酒价格带，与汾酒展开错位竞争。

表8：公司省内市占率超 50%

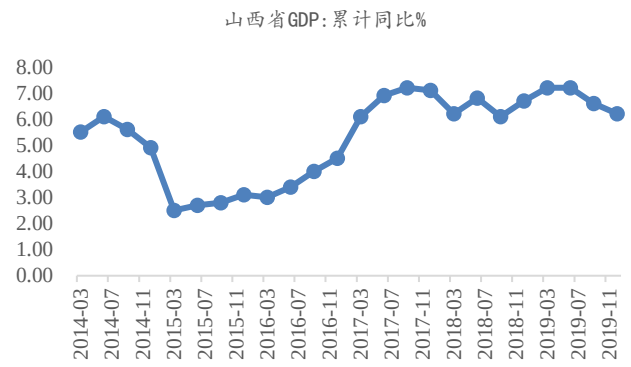
价格带	主要竞品	竞争情况	市场规模
600 元以上	飞天茅台	主要占据高端白酒市场，价格带错位，对标产品汾酒青花 50 量较少，竞争关系不激烈。	10 亿
	五粮液		
	国窖 1573		
300~600 元	剑南春、红花郎等外来次高端品牌	省内 300-600 元价格带规模不大，竞争较为缓和	5 亿
	汾酒青花系列		5 亿
100-300 元	茅台系列酒、五粮春、清雅汾阳王等	省内宴请主要价格带，竞争激烈，除汾酒外其他品牌主要在晋北市场竞争，对标产品汾酒金奖系列、老白汾系列增速较快，抢占他品牌市场份额	5 亿
	巴拿马系列、老白汾系列		30 亿
100 元以下	玻汾、杏花村、汾牌、竹叶青等	玻汾消费群体广大，物美价廉优势明显，且不断进行渠道下沉，对其余产品形成挤压	35 亿
	汾阳王府藏 、汾阳王吉祥		6 亿
	梨花老窖酒		4 亿
	其他		30 亿
合计			130 亿

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

省内渠道建设不断推进，基础更加扎实。公司自 2014 年起加大对晋北市场渠道和终端建设，重塑品牌形象，加速收复晋北市场。2016 年开始加快渠道下沉，“一百双千”工程有效落地，全省 1100 多个乡镇全面覆盖，至 2018 年省内实现产品全程追溯，渠道的严密性大为增强，区域之间的窜货减少，目前山西市场基础坚实，稳中有升。

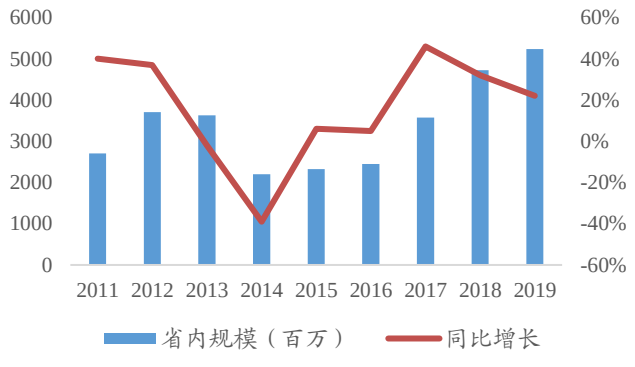
省内经济回暖，白酒需求升级明显。2016、2017 年伴随煤炭供给侧改革，山西经济稳中向好，强有力的提振了省内白酒消费需求，公司省内营收规模迅速恢复，2019 年股份公司公告端省内营收接近 60 亿规模，超越 2012 年水平，达到历史高点。

图23：山西省 GDP 增速 2014 年之后企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2019 年省内营收规模达到历史高点

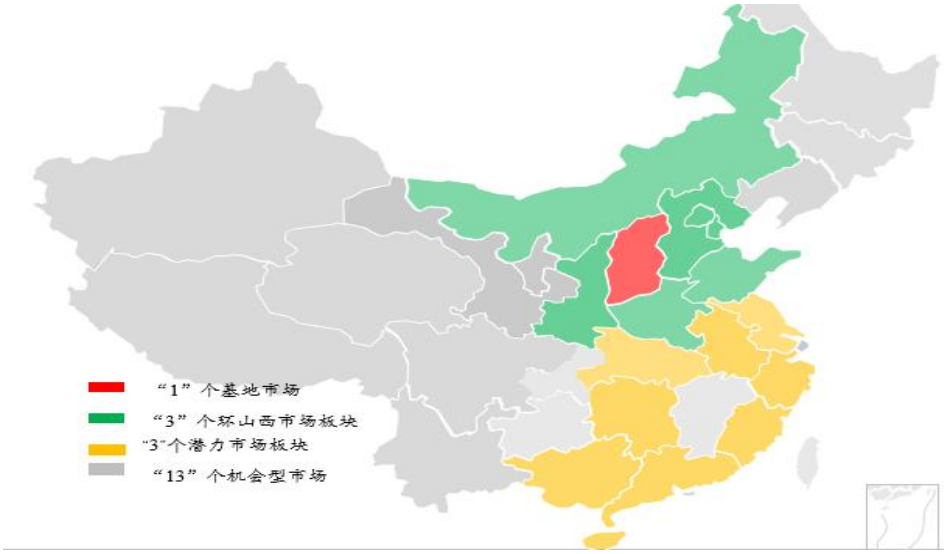


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3.2 泛全国化基础好，省外渠道快速扩张

公司目前全国市场板块基本划分是：1 个基地市场（山西），3 大重点板块（京津冀、豫鲁、陕蒙），3 小市场板块（江浙沪、湘鄂、粤闽琼）和 13 个机会型省外市场。公司全国化进程节奏清晰，2017-2018 年公司率先启动 1+3 市场，2019-2020 年在 1+3 市场的基础上，启动 3 小板块市场，后续东北市场、西北市场也将陆续启动。

图25：公司全国化布局节奏清晰



资料来源：公司公告、开源证券研究所

山西省内承担 2017 年主要增量。2017 年工作重点是山西市场的渠道下沉和薄弱地区收复，取得了良好的效果，省内 2017 年增速高达 46%，省外处于调整布局阶段，增长 26%。

环山西省份承担 2018 年主要增量。2018 年聚焦“1+3”核心板块市场，公司在环山西市场有较好的品牌力和消费者基础。环山西市场（京、津、冀、豫、鲁、蒙、陕）空间大，市场规模合计约 1200 亿，且多数省份地产酒实力不强。公司全国化战略从山西市场入手突破。2018 年省外市场增长提速，增速达到 74%，省内进行升级和渠道扁平化，增长 32%。

表9：环山西市场规模大，当地无强势主导品牌

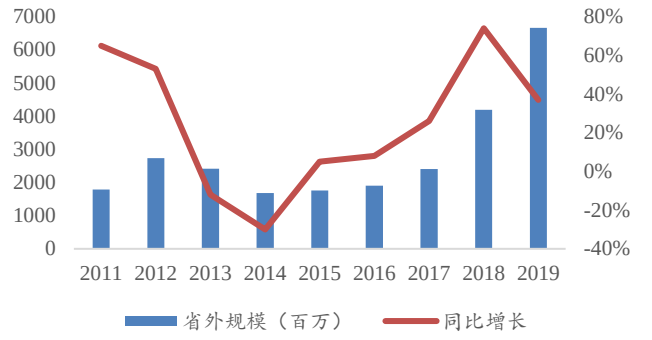
省份	市场规模（亿元）	当地代表品牌	汾酒营收规模（亿元）
内蒙古	100	河套	4.5
陕西	100	西凤酒	2
河南	400	宋河、贾店、仰韶、杜康、宝丰	13
北京	250	牛栏山、红星	5
天津	35	沣酒、芦台春、百年渔阳	3
河北	120	衡水老白干	4.5
山东	350	泰山、兰陵、景芝、趵突泉、古贝春、扳倒井、花冠	7.5
合计	1355		39.5

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

潜力型市场和机会市场 2019 年开始发力，2020 年进入势能加速期。2019 年公

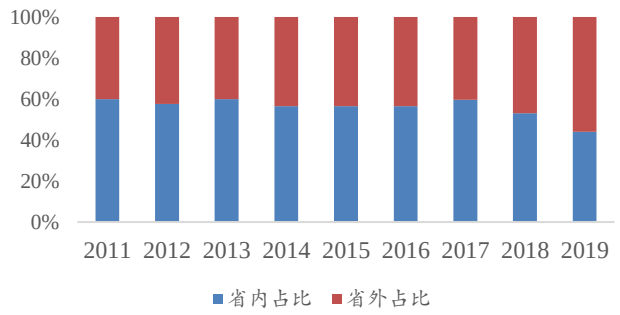
司巩固山西市场，环山西市场保持合理增速，潜力型市场如上海、江苏、浙江、华南、西北等大区要求高速增长。2017、2018 年公司在潜力型市场和机会型市场做了大量的梳理产品、终端开发、消费者品鉴、广告投放等基础工作，2019 年这些市场发力，承担部分增量任务。

图26：省外市场规模 2018 年加速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：省外市场 2019 年占比反超省内



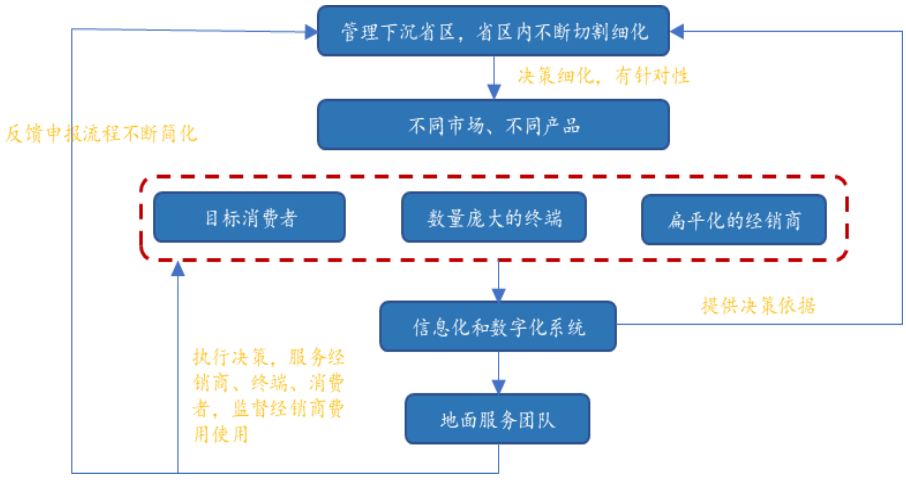
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、 渠道：精耕细作、加强把控

3.4.1 建立营销架构，灵活操作市场

公司以垂直化的营销管理架构为基础，以数目庞大的终端、经销商为数据来源，建立信息化、数据化的信息系统。以此为决策依据，同时不断扩展地面服务团队，利用服务团队的反馈来及时调整市场操作。另外利用不断完善的费用机制进行督查与监管，可以实现在不同市场、不同产品匹配不同的投入。例如可以依据终端销售情况，筛选目标高端人群社区或活动范围，进行青花活动的投入与宣传。

图28：公司渠道管控全景图



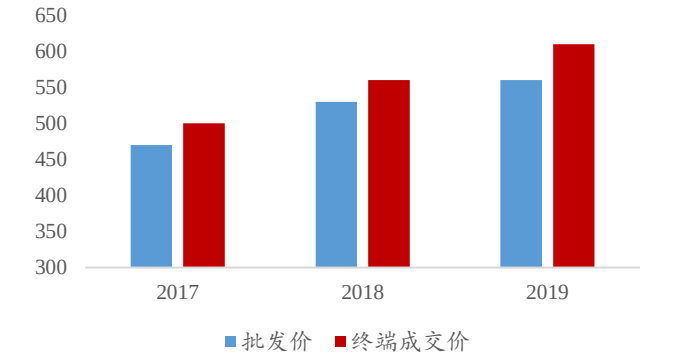
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.4.2 营销策略更加科学，渠道管控水平提升

公司此前在渠道管理及营销方面比较粗放，存在费用无法落地、窜货严重、依赖团购等短板。2017 年以来，公司渠道管控能力不断增强，公司借助信息化数据系统、结合地面服务人员反馈，采取全控价模式下的模糊返利机制，实现费用精准投入和厂家渠道费用真正落地，2016、2017 两年青花批价上升明显，2018 年、2019

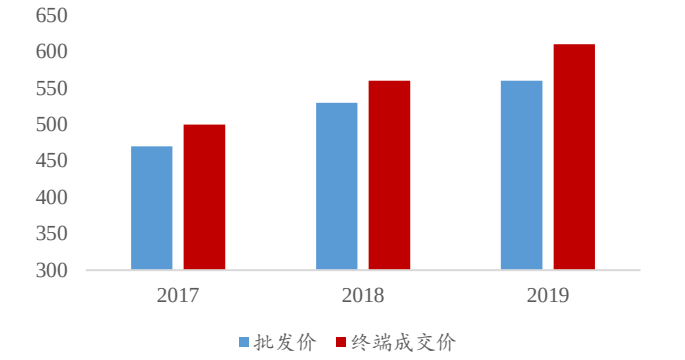
年青花价格保持稳定。市场秩序更加优化，窜货行为减少。

图29：青花 20 价格提高后保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：青花 30 价格提高后保持稳定

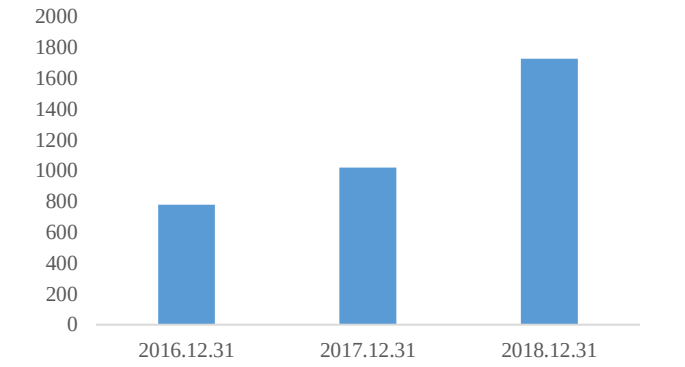


数据来源：公司公告、开源证券研究所

区域垂直管理，优势市场扁平化招商。区域管理方面，公司将 13 个重点省份独立划区，垂直管理，加强反应速度。招商方面，公司改变省外过去依赖大商，只做青花的粗放模式，环山西市场扁平化招商，基本下沉至县级，同时产品策略更加科学：青花导入树品牌，玻汾培育消费者做氛围，中间产品靠整个链条带动，市场基础更加扎实。

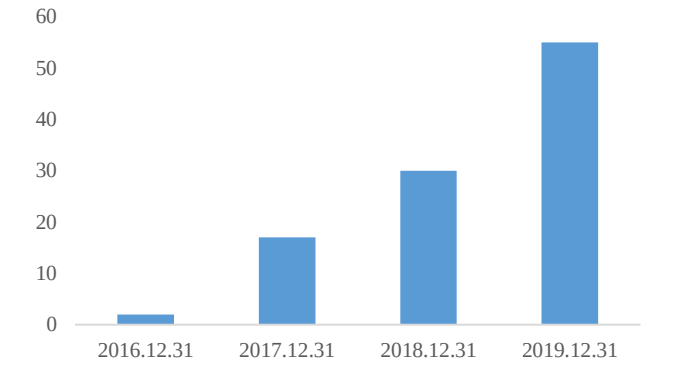
提高零售占比，重视终端把控。2014 年前，团购渠道占汾酒省外销售的 90%以上。受制于“一条腿”走路的模式，行业调整期政务、国企等团购大幅下滑，导致汾酒省外市场严重萎缩。2017 年以来，公司进行渠道转型，加强省外终端建设及地推工作，2016 年公司掌控终端 2 万家，2017 年底量达 17.4 万家，2018 年底增至 30 万家，2019 年超过 50 万家，实现了“团购+终端零售”平衡发展。

图31：省外经销商不断扁平化，增长迅速（单位：家）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：终端数量跳跃式增长（单位：万家）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.4.3 配合渠道扩张，营销投入跟进

公司进行大量的营销投入，如青花汾酒推出新品牌宣传，冠名高铁并在重点城市加大地面广告投入等。同时重视地面推广和服务，公司销售人员 2017 年已达 2000 人，2018 年增至 3000 人，2019 年接近 4000 人，及时掌握经销商以及团购客户的服务需求。省区营销中心负责做陈列、品鉴、堆头等终端固化工作，市场部负责做“回厂游”、“行走的汾酒”、“青花盛宴”等消费者拉动活动。

图33：进行广告投放、终端建设、消费者培育活动



资料来源：开源证券研究所

4、 展望：公司内外巨变，增长潜力十足

4.1、 盘活内部动力，改革红利不断释放

利益有效绑定，着眼长期发展。公司通过改制有效解决了激励和经营活力问题，业绩释放潜力十足。按照股权激励考核目标，2021 年营收目标 150 亿，彰显公司长期发展信心。

表10：汾酒集团业绩考核目标梳理

解除限售期	ROE	营收增长率	主营业务收入占比	同业对比
第一个	≥22%	≥90%	≥90%	高于同行业对标企业 75 分位值水平
第二个	≥22%	≥120%	≥90%	高于同行业对标企业 75 分位值水平
第三个	≥22%	≥150%	≥90%	高于同行业对标企业 75 分位值水平

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

4.2、 次高端成长前景广阔，公司有望实现全国化发展

300 元-800 元价格带的名酒兼顾消费者的面子与成本，具有持续成长的底层逻辑，2015-2018 年行业复合增长率 28%，是过去五年规模增长最快的价格带。随着消费升级，次高端价格带将承接过去 100-300 元价格带的消费量，不断扩容，而山西汾酒是次高端价格带的有力竞争者。首先品牌穿透力是次高端竞争的重要因素，山西汾酒历史悠久，近代多次获得国内国际大奖，20 世纪 90 年代初长时间位居行业第一，影响了一代消费者，具有强大的品牌穿透力。在竞争日渐激烈的背景下，更加考验企业对市场投入持续力和对渠道的掌控能力。山西汾酒营收体量超百亿，基地市场价盘稳固，市场投入更加从容。渠道方面，公司自 2017 年改革以来，渠道建设、管控水平更加科学化和长远化，渠道基础提升明显。综合来看，尽管竞争有加剧趋势，但公司有足够实力持续享受消费升级带来的行业扩容红利，前景广阔。

4.3、 产品结构持续升级，净利率提升是长期趋势

行业复苏以来，公司 2015-2017 年毛利率持续提升，2018 年由于玻汾放量、汾牌销售公司并表，整体毛利率出现下滑，净利率也无明显增长。2020 年起，公司产品策略进一步聚焦青花、规划高毛利青花占比将有较大幅度提升，且 2019 年下半年开始，严控会议费等支出、收回汾酒公司少数股东权益等，公司盈利水平将进入上升阶段，虽然 2020 年受疫情影响产品结构升级进度可能暂缓、同时销售费用率预计有较大提升，但是疫情之后公司战略仍会坚定执行，公司净利率提升将是长期趋势。

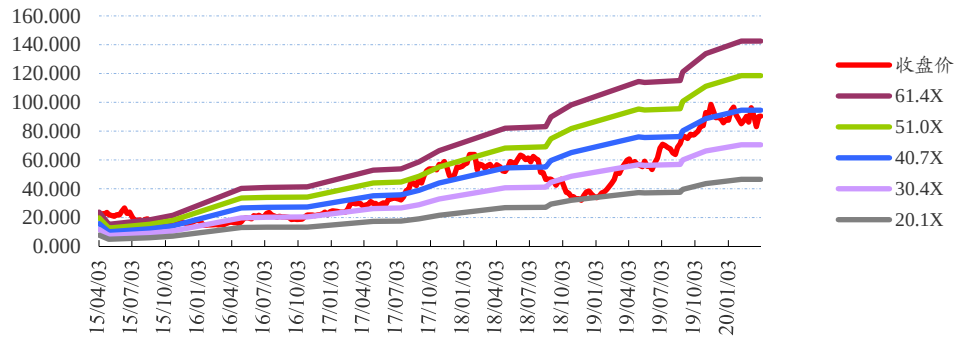
4.4、 全国化进程持续推进，同时渠道单点卖力不断提升

市场渠道数量、渠道单点卖力双提升推动公司未来增长。公司市场布局上，坚定不移推进全国化。2020 年，山西市场保持平稳增长，环山西市场整体仍将保合理增速，长江以南市场高速增长，全国化进入势能加速期。同时，公司销售团队进一步精耕渠道，在考核、地面活动方面更加细化，提升终端网点对汾酒的动销能力，在终端层面来盘活存量市场。

4.5、 市场价值被逐步认可，公司估值持续提升

公司自 2019 年以来，估值提升明显，高于行业平均水平，原因是公司自 2017 年、2018 年两年的内外改革效果在 2019 年充分凸显，公司改革逻辑得到印证，市场给与公司高估值是对公司改革成果的认可，以及对未来发展空间的信心。经过此轮改革，公司管理理念更加市场化、人才培养更加完善，晋升机制更加畅通、激励机制不断市场化、考核机制更加科学，从而带动了外部营销策略的细致化和科学化。未来公司在内部治理、公司运营层面将不断完善，外部营销更加着重长远发展，驱动公司穿越周期，持续成长。

图34：公司 2019 年以来估值不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

收入假设：考虑未来几年汾酒全国化持续推进，过程中将率先导入次高端产品青花，增速最高；玻汾次之；老白汾因省内基数较高，省外竞争较为激烈，因此增速略慢。预计 2019-2021 年营收增速分别为 27%、13%、16%。

毛利率假设：公司成本变化不大。考虑公司聚焦打造高价位段产品青花系列、2020 年对玻汾进行较大范围提价，毛利率呈逐年提升趋势。预计 2019-2021 年整体毛利率分别为 69.5%、72.0%、73.3%。

费用假设：预计 2020 年应对疫情造成的渠道库存积压，公司将在拉动动销上投

入更多费用，公司销售费用上升，管理费用率随着规模扩大、严控开支逐渐下降，财务费用率保持稳定，期间总费用率呈逐年下降趋势。

表11：收入预测：

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
中高价白酒	收入（百万元）	3741.18	5739.22	6849.81	7557.30	8710.00
	增速	20.48%	53.41%	19.35%	10.33%	15.25%
	毛利率	74.65%	75.18%	77.54%	78.01%	79.01%
低价白酒	收入（百万元）	2018.24	3229.64	4440.77	5130.74	5794.71
	增速	46.74%	60.02%	37.50%	15.54%	12.94%
	毛利率	62.35%	50.72%	59.29%	65.10%	65.43%
配置酒	收入（百万元）	222.34	339.07	542.50	705.26	1057.88
	增速	28.06%	52.50%	60.00%	30.00%	50.00%
	毛利率	60.90%	62.47%	61.29%	67.25%	75.98%
合计	收入（百万元）	6037.48	9381.94	11914.50	13482.84	15652.14
	增速	37.06%	55.39%	26.99%	13.16%	16.09%
	毛利率	69.84%	65.71%	69.47%	72.02%	73.33%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比白酒主要企业估值水平，可发现 2020 年白酒行业平均估值在 21 倍左右，山西汾酒 2020 年预测估值 34 倍，高于行业平均水平，但考虑公司未来成长空间更优，应享受更高的估值溢价。

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级。公司改革红利不断释放，内生动力持续增强，外部营销更加长远化，看好青花放量及全国化进程。我们预计 2019-2021 年净利润分别为 20.24、24.05、29.93 亿，同比增长 38%、19%、25%；EPS 分别为 2.32 元、2.76 元、3.43 元，对应 PE 为 40、34、27 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：可比公司估值：山西汾酒估值高于行业平均水平

		股价	市值	EPS			PE		
代码	证券简称	元	亿元	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600519.SH	贵州茅台	1,165.00	14634.70	32.29	37.34	43.61	36	31	27
000858.SZ	五粮液	126.52	4911.01	4.51	5.47	6.50	28	23	19
000568.SZ	泸州老窖	76.85	1125.66	3.21	4.00	4.86	24	19	16
600779.SH	水井坊	44.49	217.35	1.59	1.98	2.40	28	22	19
002304.SZ	洋河股份	91.12	1373.17	5.22	5.54	6.36	17	16	14
600702.SH	舍得酒业	23.08	77.70	1.27	1.60	2.19	18	14	11
603589.SH	口子窖	41.76	250.56	3.02	3.49	4.04	14	12	10
000596.SZ	古井贡酒	116.56	516.77	4.46	5.49	6.74	26	21	17
603369.SH	今世缘	29.35	368.20	1.15	1.42	1.74	25	21	17
600559.SH	老白干	8.74	78.42	0.44	0.55	0.72	20	16	12
000860.SZ	顺鑫农业	63.01	467.39	1.42	1.90	2.42	44	33	26
	平均值						26	21	17
600809.SH	**山西汾酒**	**93.48**	**814.70**	**2.32**	**2.76**	**3.43**	**40**	**34**	**27**

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：股价截止 2020 年 4 月 10 日； 除山西汾酒、贵州茅台外，均使用 Wind 一致预期

6、 风险提示

宏观经济下行导致需求下滑、公司生产遭遇重大影响、食品安全问题等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6244	9016	14955	16932	19296
现金	1222	1296	7008	7931	9207
应收票据及应收账款	2199	3706	3793	4693	5159
其他应收款	42	35	63	48	81
预付账款	188	104	267	153	335
存货	2299	3156	3104	3388	3796
其他流动资产	292	719	719	719	719
非流动资产	2696	2813	3653	4073	4635
长期投资	3	4	6	8	10
固定资产	1651	1599	2293	2703	3228
无形资产	230	223	218	209	201
其他非流动资产	812	987	1136	1153	1196
资产总计	8940	11829	18607	21005	23931
流动负债	3584	5309	10597	11166	11704
短期借款	0	0	5443	5596	5774
应付票据及应付账款	1348	1344	1745	1458	2086
其他流动负债	2236	3966	3409	4112	3843
非流动负债	17	38	38	38	38
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	38	38	38	38
负债合计	3601	5347	10635	11204	11742
少数股东权益	103	267	378	391	406
股本	866	866	872	872	872
资本公积	242	282	282	282	282
留存收益	4075	5005	5906	6898	8281
归属母公司股东权益	5236	6214	7594	9411	11783
负债和股东权益	8940	11829	18607	21005	23931

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	896	966	1956	2100	2627
净利润	1004	1560	2135	2417	3008
折旧摊销	140	149	134	179	221
财务费用	-15	-27	70	144	127
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-63	-481	-382	-639	-728
其他经营现金流	-169	-234	0	0	0
投资活动现金流	-305	-361	-973	-598	-782
资本支出	67	75	838	418	561
长期投资	-240	-310	-2	-2	-2
其他投资现金流	-478	-596	-137	-181	-223
筹资活动现金流	-507	-776	-714	-732	-748
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	6	0	0
资本公积增加	1	40	0	0	0
其他筹资现金流	-508	-816	-720	-732	-748
现金净增加额	84	-171	269	770	1097

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6037	9382	11914	13483	15652
营业成本	1821	3170	3638	3773	4174
营业税金及附加	1238	1796	2168	2562	3130
营业费用	1080	1627	2204	2697	2974
管理费用	546	628	774	849	939
研发费用	0	12	5	8	12
财务费用	-15	-27	70	144	127
资产减值损失	-17	2	0	0	0
其他收益	0	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1385	2177	3056	3453	4298
营业外收入	9	1	0	0	0
营业外支出	11	4	7	0	0
利润总额	1383	2174	3050	3453	4298
所得税	379	615	915	1036	1289
净利润	1004	1560	2135	2417	3008
少数股东损益	60	93	111	12	15
归属母公司净利润	944	1467	2024	2405	2993
EBITDA	1487	2285	3224	3742	4606
EPS(元)	1.08	1.68	2.32	2.76	3.43

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	37.1	55.4	27.0	13.2	16.1
营业利润(%)	49.0	57.2	40.4	13.0	24.5
归属于母公司净利润(%)	56.0	55.4	38.0	18.8	24.5
获利能力					
毛利率(%)	69.8	66.2	69.5	72.0	73.3
净利率(%)	15.6	15.6	17.0	17.8	19.1
ROE(%)	18.8	24.1	26.8	24.7	24.7
ROIC(%)	18.6	24.5	16.6	16.6	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	40.3	45.2	57.2	53.3	49.1
净负债比率(%)	-22.6	-19.5	-19.2	-23.5	-27.9
流动比率	1.7	1.7	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	1.6	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.08	1.68	2.32	2.76	3.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.11	2.24	2.41	3.01
每股净资产(最新摊薄)	6.01	7.13	8.71	10.79	13.51
估值比率					
P/E	86.3	55.5	40.3	33.9	27.2
P/B	15.6	13.1	10.7	8.7	6.9
EV/EBITDA	54.1	35.2	24.9	21.3	17.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835