



国改新三年，看青花玻汾双轮驱动

投资评级：增持（首次）

主要观点：

摘要

汾酒在过去三年国改中超预期完成既定目标，清香汾老大强势回归；展望后三年，白酒细分行业景气度仍在，汾酒产品聚焦青花及玻汾、渠道战略持续裂变、省外扩张发力全国化，仍处于成长期核心阶段，中长期价值凸显。

清香汾老大，三年军令状超预期收官

汾酒作为清香型白酒龙头，于 2017 年启动国企改革，陆续签订“军令状”、引入战略投资者，借助两大核心产品青花汾酒与玻汾，超预期完成既定目标。2016~2019 年汾酒收入及利润端年复合增速分别约为 39.2%、47.4%，领跑全部白酒上市企业。近三年汾酒混改效果显著。

迎接新三年，青花玻汾全国化看成长

行业：白酒结构性扩容，看次高端及光瓶酒。近三年白酒行业内部分化，根据测算，高端白酒、次高端白酒、及光瓶酒行业规模复合增速分别为约 25%、37%、20%，与中低档白酒负增长形成鲜明反差。我们预判未来三年次高端以上白酒、及光瓶酒扩容速度将持续领跑白酒产业，是白酒行业两大优选赛道，青花汾酒、及玻汾分别卡位次高端及光瓶酒，有望顺应行业持续成长。

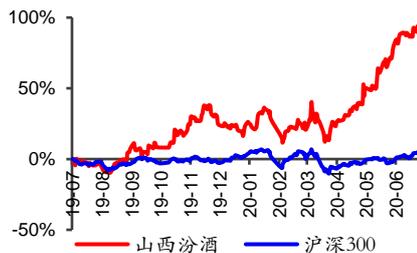
产品：抓两头带中间，聚焦青花及玻汾。公司延续“抓两头带中间”产品策略，收入增长极持续聚焦次高端青花汾及光瓶酒玻汾。其中青花汾酒所在次高端市场格局仍分散，当前市占率仅有约 5%，借力支点有望形成杠杆效应带动青花整体放量；玻汾定位高线光瓶酒，50 元价格带纯粮固态发酵暂无竞品、叠加汾酒品牌力，对标牛栏山，玻汾中长期具备百亿大单品潜力。

渠道：渠道营销裂变，看华润协同效应。汾酒区域战略持续裂变，当前转变为 1357 战略，各大市场因地制宜，例如高线市场扩充终端数量、低线市场对现有终端加深挖掘，并加强商超渠道布局。此外，华润作为战投入驻、协同效应可期，汾酒有望在商超、餐饮渠道上取得突破，华润派驻董事亦有助于提高汾酒管理效率。

格局：省内一骑绝尘，省外全国化扩张。汾酒在大本营山西市场份额超过 50%，基本实现寡头垄断，进一步精耕细作渠道下沉，以期存量中找增量；汾酒省外市场占比超 5 成，全国市场布局已经完成大半，工作重心将由区域扩张转变为市场深度运作，环山西市场降速提质，重点布局长江以南 5 小市场，目前华东、华中、西北、东北保持高速增长。

报告日期：	2020-06-30
收盘价（元）	143.77
近 12 个月最高/最低（元）	143.77/61.82
总股本（百万股）	871.53
流通股本（百万股）	865.85
流通股比例（%）	99.35
总市值（亿元）	1253
流通市值（亿元）	1245

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

相关报告

投资建议

山西汾酒聚焦青花及玻汾、发力全国化战略明确，“拔两头带中间”的产品策略迎合细分行业发展趋势，青花在次高端市场份额仍低、提升空间大，玻汾在高线光瓶酒市场竞争力突出，中长期存在百亿单品潜力，叠加渠道营销战略持续裂变，业绩确定性较高。我们预计公司 2020~2022 年收入分别为 140、167、197 亿元，同比分别+17.7%、+19.7%、+17.4%，归母净利润分别为 23.8、29.5、35.8 亿元，同比分别+22.7%、+24.0%、+21.5%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 52.7x、42.5x、35.0x，首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示

青花、玻汾动销不及预期；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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11880	13984	16744	19656
收入同比(%)	27%	18%	20%	17%
归属母公司净利润	1939	2379	2950	3583
净利润同比(%)	32%	23%	24%	21%
毛利率(%)	71.9%	72.8%	73.5%	74.2%
ROE(%)	26.9%	26.9%	27.1%	26.8%
每股收益(元)	2.22	2.73	3.38	4.11
P/E	64.64	52.67	42.48	34.97
P/B	16.83	13.81	11.34	9.32
EV/EBITDA	26	35	28	23

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

一 清香汾老大，三年军令状超预期收官	6
1.1 品牌：清香白酒的典型代表	6
1.2 历史：潮起潮落中开启复兴	6
1.3 产品：青花和玻汾各放光彩	10
1.4 股权：战投及激励齐头并进	13
1.5 高管：内部提拔加外部空降	15
二 迎接新三年，青花玻汾全国化看成长	15
2.1 白酒结构性扩容，看次高端及光瓶酒	15
2.1.1 次高端以上快速成长	15
2.1.2 光瓶酒逆势持续扩容	17
2.2 抓两头带中间，聚焦青花及玻汾	19
2.2.1 青花看杠杆效应，向上助力品牌回归	19
2.2.2 卡位高线光瓶酒，玻汾具有百亿潜力	22
2.3 渠道营销裂变，看华润协同效应	24
2.4 省内一骑绝尘，省外全国化扩张	28
2.4.1 省内寡头垄断，渠道持续下沉	28
2.4.2 省外稳步扩张，全国化初见效	30
三 业绩预测	32
3.1 三年国改圆满收官，百年品牌加速复兴	32
3.2 发挥优势确定性高，高低联动增长可期	32
3.3 估值接近中枢上沿，为确定性提供溢价	33
四 投资建议	34
风险提示	34
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 第一至第五届国家名酒评比榜单.....	6
图表 2 山西汾酒领跑 16~19 年酒企营收复合增速.....	7
图表 3 山西汾酒领跑 16~19 年酒企归母净利润复合增速.....	7
图表 4 经营目标考核责任书内容及完成情况.....	8
图表 5 山西汾酒发展历程复盘.....	8
图表 6 汾酒近 3 年省外市场复合增速显著领先省内.....	9
图表 7 汾酒省外 2000 万以上地级市数量占比快速提升.....	9
图表 8 汾酒销售队伍快速扩充.....	9
图表 9 汾酒省内外经销商数量快速增长, 省外领先.....	9
图表 10 山西汾酒产品结构梳理.....	10
图表 11 2018 年汾酒各系列产品省内外占比.....	11
图表 12 2019 年汾酒各系列产品省内外占比.....	11
图表 13 汾酒系列、杏花村、竹叶青酒占比梳理.....	11
图表 14 汾酒系列、杏花村、竹叶青酒增速梳理.....	11
图表 15 汾酒销量持续增长, 复合增速约为 17%.....	12
图表 16 汾酒均价稳健增长, 复合增速约为 6.4%.....	12
图表 17 汾酒各产品近两年提价梳理.....	12
图表 18 汾酒销售费用率、管理费用率稳步下降.....	13
图表 19 汾酒毛利率净利率稳步上行.....	13
图表 20 山西汾酒股权结构 (截至 2020 年一季度末).....	13
图表 21 股权激励分配情况梳理.....	14
图表 22 股权激励方案梳理.....	14
图表 23 白酒消费升级趋势将延续.....	16
图表 24 中国人均可支配收入.....	16
图表 25 白酒消费大省主流价位段升级趋势.....	16
图表 26 各档次白酒规模扩容复合增速预估.....	17
图表 27 光瓶酒近 3 年保持快速增长.....	18
图表 28 光瓶酒的“价值敏感”正在替代“价格敏感”.....	18
图表 29 各档次光瓶酒竞争格局及发展预期.....	19
图表 30 青花汾酒销售规模及同比增速.....	20
图表 31 次高端市场格局相对分散, 青花汾市占率仅约 5%.....	20
图表 32 青花汾酒提价效应.....	21
图表 33 产品联动杠杆效应应用举例.....	22
图表 34 青花汾酒产品线形成杠杆效应.....	22
图表 35 玻汾销售规模及同比增速.....	23
图表 36 汾酒区域战略持续裂变.....	24
图表 37 汾酒渠道深化裂变过程.....	25
图表 38 各大区渠道策略因地制宜.....	25
图表 39 高线城市地区单店销售额高、终端扩张空间大.....	26
图表 40 星级联盟助力渠道精细化管理.....	27
图表 41 汾酒与华润协同效应可期.....	28

图表 42 山西省市场格局	28
图表 43 汾酒山西省内市场份额领先主流地产酒	28
图表 44 2019 年汾酒省内二线城市仍保持双位数增长	29
图表 45 汾酒省外市场占比自 2017 年起快速提升	30
图表 46 汾酒省外市场保持快速增长	30
图表 47 2019 年汾酒华东、华中、蒙陕板块高速增长	31
图表 48 公司细分业务盈利预测	33
图表 49 当前股价对应 P/E (截至 2020.6.29)	33
图表 50 山西汾酒 P/E TTM	34

一 清香汾老大，三年军令状超预期收官

1.1 品牌：清香白酒的典型代表

山西汾酒总部位于山西省公司主吕梁市，1993年由原国营山西杏花村汾酒厂改制建成。主营业务以白酒为主，拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大知名品牌。其中主要产品汾酒为我国清香型白酒的典型代表，拥有1500年悠久历史，山西汾酒曾于1915年获得巴拿马万国博览会甲等金质大奖章，新中国成立后被指定为首款国宴用酒，之后更是连续五次出现在历届全国名酒榜单。竹叶青酒作为著名的保健养生酒，杏花村酒作为大众民酒，也曾多次获得的国家名酒、国际名酒的称号。

图表1 第一至第五届国家名酒评比榜单

时间	称号	品牌
1952年 第一届	老四大名酒	茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、泸州老窖特曲
1963年 第二届	八大名酒	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、山西汾酒、董酒
1979年 第三届	八大名酒	茅台酒、山西汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984年 第四届	老十三优名酒	茅台酒、山西汾酒、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、双沟大曲酒、黄鹤楼酒、郎酒
1989年 第五届	十七大名酒	茅台酒、山西汾酒、五粮液、洋河大曲酒、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲酒、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：华安证券研究所整理

1.2 历史：潮起潮落中开启复兴

命途多舛几经沉浮，奋起直追亟待复兴。我们将山西汾酒发展历程分为五个阶段：

1) **1949~1993年**：1949年6月，国营山西杏花村汾酒厂在收购晋裕汾酒有限公司义泉酿造厂和德厚成酿造厂的基础上宣告成立；1985年，汾酒厂以8000吨的产量成为全国最大白酒生产基地，占当时全国13种名酒产量一半以上，成为白酒行业的“汾老大”；1987年，全年实现利税首次突破亿元大关；1989年，汾酒连续第五次被评为国家名酒；1992年，汾酒厂产能达到2万吨，产量20833吨，市占率达70%；1993年，山西杏花村汾酒厂改组为山西杏花村汾酒（集团）公司，拿出生产主体部分组建了山西杏花村汾酒厂股份有限公司，并公开上市发行，成为全国首家白酒上市企业、山西首家上市企业。

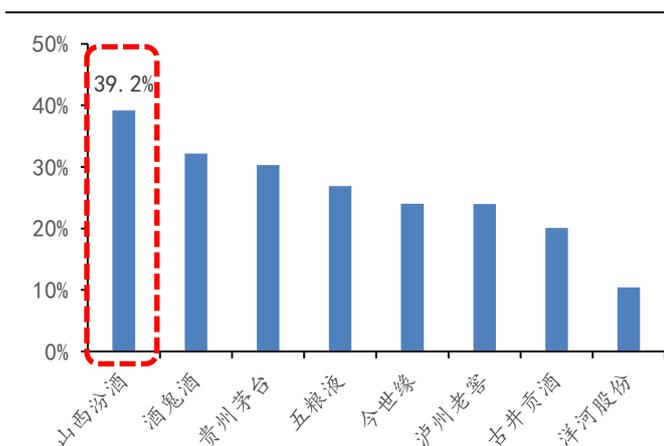
2) **1994~2001年**：90年代初，白酒供不应求，国家放开“酒类专卖”的价格，而公司选择了“名酒变民酒”策略，错失品牌高端化的发展机遇；1994年，营收被五粮液赶超；1997年，山西汾酒退出行业十强；1998年，山西朔州假酒案殃及公司经营，导致公司损失70%以上省外市场；

3) **2002~2007年**: 2002年, 省政府对国有资产实行授权经营, 公司改制为山西杏花村汾酒集团有限责任公司; 20世纪初, 全国包括山西经济增长迅速, 在良好的宏观环境下, 公司持续优化产品结构、加强营销整合; 2002至2004年, 公司先后推出青花瓷汾酒和国藏汾酒两种高端酒, 形成以清华汾酒和国藏汾酒为高端、老白汾酒为中端、玻汾为低端的“中间大、两头小”的产品结构; 省外扩张也颇有成效, 省外市场占比由2002年的约30%提高至2006年的约43%。

4) **2008~2016年**: 2008年, 公司调整渠道体系、整顿现有产品系列、缩减品牌数; 2009年, 李秋喜上任, 公司迎来了第二轮快速成长; 2008至2012年营收复合增速达到42%; 2012年, 受国家三公消费限制影响, 白酒行业高端产品价格大幅回落, 公司高端产品营收大幅下滑, 直至2015年才开始恢复性增长。

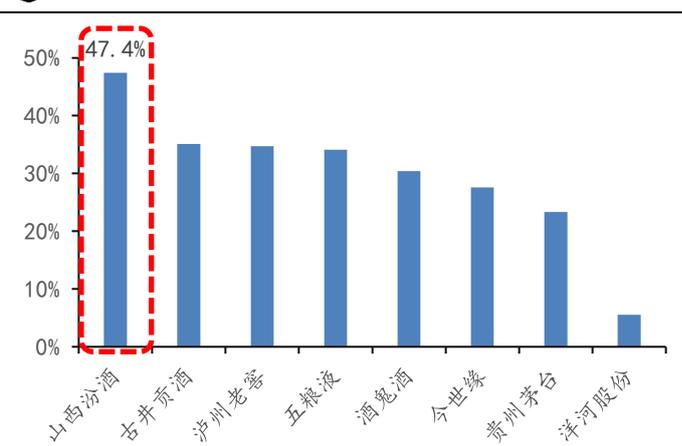
5) **2017年~至今**: 2017年, 汾酒集团开启三年全面国企混合所有制改革, 改革涉及内部体制、渠道管控、产品营销、品牌建设等方方面面; 2018年, 汾酒集团转让11.45%的股份引入华润战投, 逐步为公司的战略发展带来协同效应; 国改期间, 商务消费、大众消费比例上升, 消费场景多样化拉动销量提升, 公司实现高速发展: 2016至2019年营收复合增速约39.2%, 归母净利润复合增速约47.4%, 2019年营收突破百亿级别, 在31家白酒上市企业中位列第6, 2020年第一季度报显示其营收达41.4亿元, 位列第5。

图表 2 山西汾酒领跑 16~19 年酒企营收复合增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 山西汾酒领跑 16~19 年酒企归母净利润复合增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

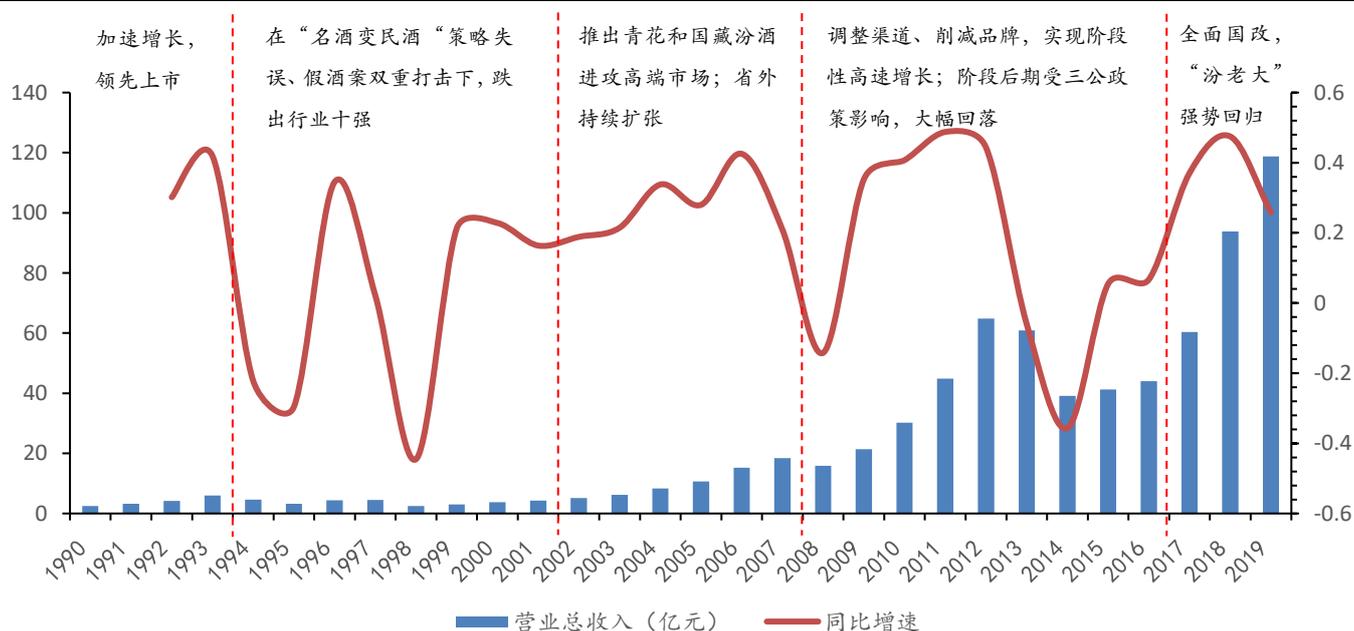
三年国改见效, 超额完成军令状任务。2017年2月, 汾酒集团董事长李秋喜签署《2017年度经营目标考核责任书》和《三年任期经营目标考核责任书》, 两份军令状“明确了公司经营业绩、成长速度、行业地位、资本增值等方面的考核目标, 拉开国改序幕。在2017年, 除营业收入略低于预期目标, 利润总额、收入及利润增速均优于既定目标, 行业排名也高于预期; 2018、2019两年收入及利润增速均高于既定目标; 2018、2019年国有资本保值率均高于115%, 公司已提前实现三年内国有资本保值率107.6%的目标。

图表 4 经营目标考核责任书内容及完成情况

名称	主要内容	完成情况
《2017 年度经营目标考核责任书》	(1) 2017 年营业收入(酒类)目标为 66.5 亿元, 同比增长 30% (2) 2017 年利润总额(酒类)目标为 10.48 亿元, 同比增长 25% (3) 行业地位(酒类收入排名)不低于第 7 名	(1) 2017 年营业收入(酒类)为 60.4 亿元, 同比增长 37% (2) 2017 年利润总额(酒类)为 13.83 亿元, 同比增长 50% (3) 2017 年公司营业收入在上市白酒企业中排名第 6
《三年任期经营目标考核责任书》	(1) 2017、2018、2019 年收入(酒类)增长目标为 30%、30%和 20%; 利润增长目标为 25%、25%、25% (2) 到 2019 年 12 月 31 日要实现国有资本保值增值率 107.6%, 酒类营业收入达到 103.74 亿元, 酒类利润总额达到 16.38 亿元	(1) 2017、2018、2019 年收入(酒类)同比增长速为 37%、47%、26%; 利润总额同比增长速为 50%、56%、27% (2) 截至 2017/2018/2019 年 12 月 31 日, 公司净资产为 53.38/64.82/76.25 亿元, 2018 年国有资本保值增值率为 121.4%, 2019 年国有资本保值增值率为 117.6%; 2019 年酒类营业收入达 118.8 亿元, 酒类利润总额达 28.45 亿元

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

图表 5 山西汾酒发展历程复盘



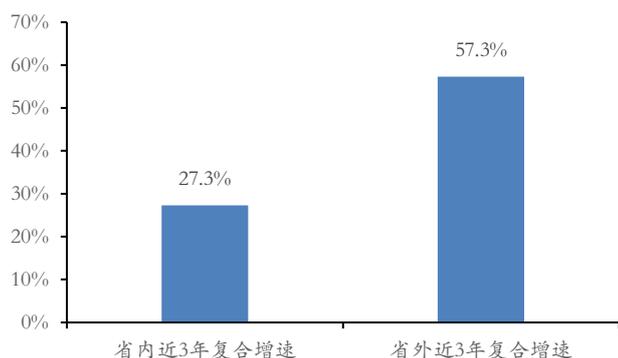
资料来源: wind, 华安证券研究所

产品区域组织渠道齐发力。我们认为，汾酒在三年内超额完成经营目标得益于产品、区域、组织、渠道四方面：

1) **产品：**“抓两头带中间”的产品策略，多价位合理覆盖，聚焦青花系列、玻汾快速增长；

2) **区域：**聚焦区域发展，优先布局环山西市场，实现省外快速增长，近3年省外市场销售收入复合增速57.3%、远高于省内复合增速27.3%；省外2,000万以上销售额地级市场数量快速增长，2019年2,000万以上市场超过60个，占省外总地级市场数量的约25%，而销售额占比则达到约85%，省外区域市场发展潜力较大；

图表6 汾酒近3年省外市场复合增速显著领先省内



资料来源：wind，华安证券研究所

图表7 汾酒省外2000万以上地级市数量占比快速提升

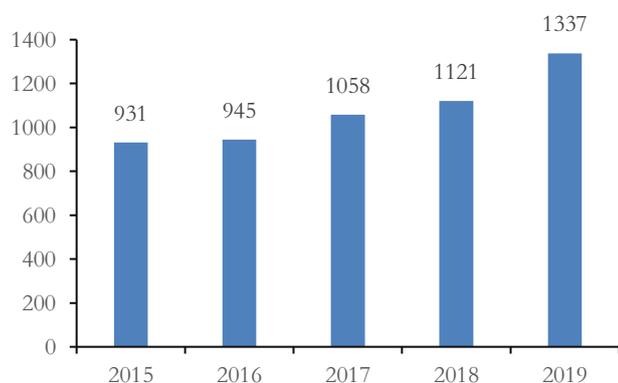


资料来源：wind，华安证券研究所

3) **组织：**销售人员补充，矩阵管理导入，后台职能部门更加完善；自2015年来，公司销售人员数量呈加速增长的趋势，销售队伍正快速扩充；截至2019年，公司已有1337名销售人员，占全体职工的14%。

4) **渠道：**终端增加、分级，投入更加规范聚焦；自2015年来，公司在省内外经销商数量逐年增长，在2017~2018年出现跳跃式增长，省内经销商数量直接翻倍，省外经销商数量近乎翻倍；截至2019年，省内经销商数量达到642家，省外经销商更是高达1847家。

图表8 汾酒销售队伍快速扩充



资料来源：wind，华安证券研究所

图表9 汾酒省内外经销商数量快速增长，省外领先



资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 产品：青花和玻汾各放光彩

汾酒为核心产品，三大品牌覆盖全价格带。汾酒作为曾经的“汾老大”是清香型白酒绝对龙头，清香消费基础独树一帜，汾酒品牌又划分为“青花”、“巴拿马”、“老白汾”和“玻汾”四大系列：青花系列主要定位 300~800 元次高端价格带，核心产品包括青花 30、青花 20，2018 年推出中国装青花汾酒和青花 50 高端酒，定位千元以上；巴拿马系列聚焦中高端，定位在 300~500 元价格带，包括巴拿马金奖 30、巴拿马金奖 20；老白汾聚焦中端，定位在 100~300 元，包括老白汾 15、老白汾 10 和老白汾醇柔；玻汾系列作为光瓶酒行业的标杆，定价在 50 元左右，包括乳玻、黄盖和红盖玻汾。竹叶青酒作为公司针对中老年消费群体推出的特色保健酒，价格覆盖较广，从几十元至几百元不等。

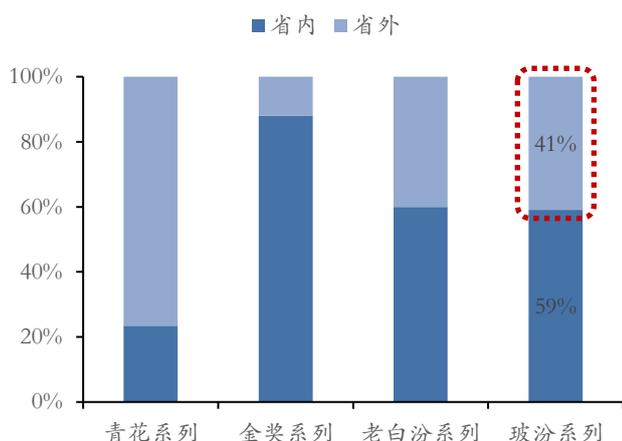
图表 10 山西汾酒产品结构梳理

价格带	产品	定位	市场成交价 (元)	2019 年销售占比
高端	中国装青花汾酒、青花 50	形象产品	1000+	约 26%
	青花 30	经典商务用酒	799	
次高端	青花 20		448	约 17%
	巴拿马金奖 20、10	历史文化名酒	300~500	
中高端	老白汾 15	大众宴会用酒	219	约 17%
	老白汾 10		158	
	老白汾醇柔		115	
低端	玻汾	高线光瓶酒领袖	50	约 35%
	杏花村	低档酒	<100	
	配制竹叶青	保健酒	<100	约 5%

资料来源：华安证券研究所整理

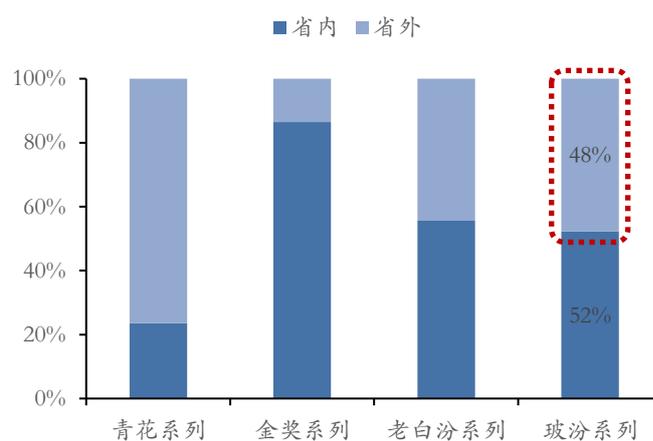
青花省外主导，玻汾省外占比快速提升。汾酒核心产品系列省内外占比来看，除青花系列省外占比大幅超过省内，其余主导产品系列（金奖、老白汾与玻汾）省内销量均超过省外。主导产品系列中，2019 年玻汾系列省外占比提升 7%，老白汾系列省外占比提升 4%，反应以玻汾为核心的产品全国化道路拓展顺利，其他主导产品占比变化不大。

图表 11 2018 年汾酒各系列产品省内外占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

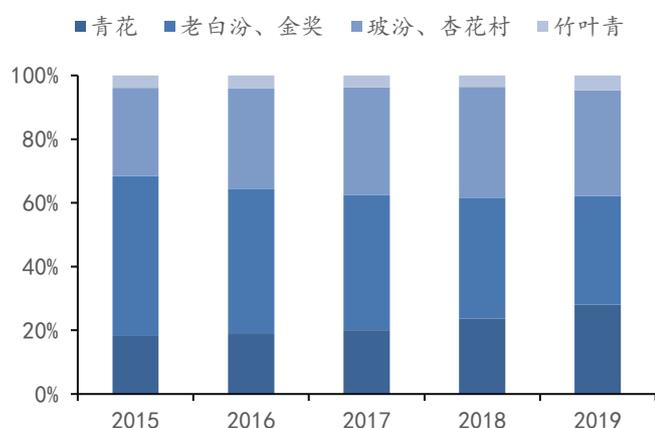
图表 12 2019 年汾酒各系列产品省内外占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

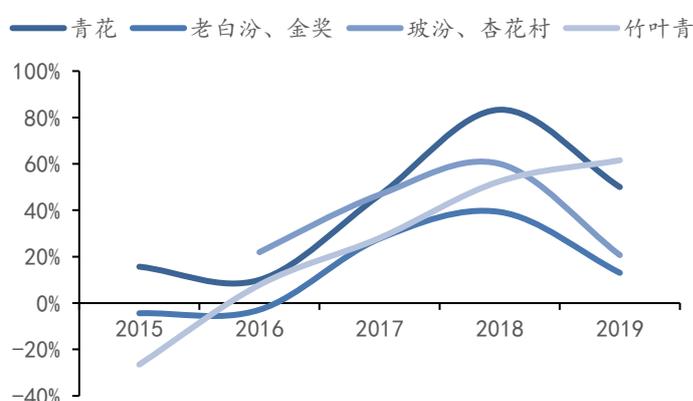
产品结构持续升级, 青花占比提高。包括汾酒、杏花村在内的白酒对销售收入有着主要贡献, 其占比常年稳定在 95% 以上。细分白酒各品牌系列, 自 2015 年三公政策影响褪去、营收出现恢复性增长以来, 高端酒青花系列高速增长, 其营收占比由 2015 年的 18% 大幅提高至 2019 年的 26%, 低端酒玻汾、杏花村由 2015 年的 28% 小幅提高至 2019 年的 33%, 中高档金奖、老白汾占比有所下降, “抓两头带中间”的沙漏型产品体系愈发明显。主打健康养生的配制酒竹叶青表现较为平稳, 占比常年在 4% 上下浮动。

图表 13 汾酒系列、杏花村、竹叶青酒占比梳理



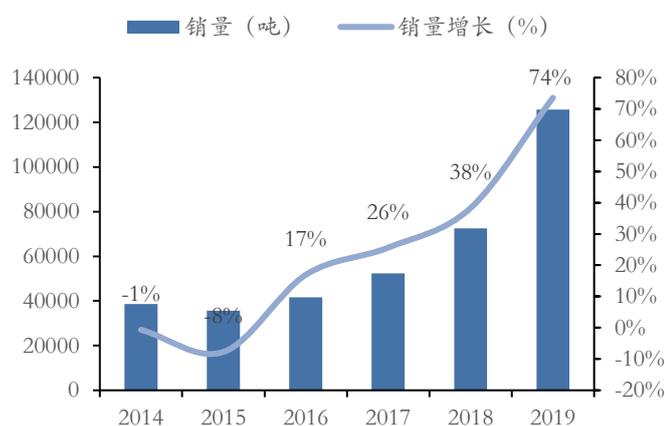
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 汾酒系列、杏花村、竹叶青酒增速梳理

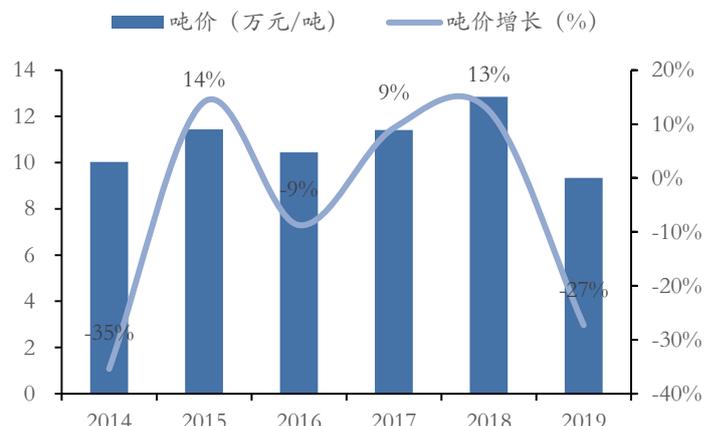


资料来源: wind, 华安证券研究所

量价齐升，带动毛利上升。自 2014 年来，受益于量价齐升，公司营收高速增长，年复合增速约为 25%，其中公司汾酒酒销量由 2014 年的 38,651 吨增长至 2018 年的 72,451 吨，年复合增速约为 17%，汾酒吨价由 2014 年的 10.0 万元/吨增长至 2018 年的 12.8 万元/吨，年复合增速约为 6.4%，量增贡献大于价增。2019 年上市公司收购了部分集团资产，低价酒销量占比大幅上升，拉低了销售均价，导致 2019 年吨价下滑，此变化属于特殊的结构调整，整体来看汾酒仍然延续量价齐升的趋势，

图表 15 汾酒销量持续增长，复合增速约为 17%
图表 16 汾酒均价稳健增长，复合增速约为 6.4%


资料来源：wind，华安证券研究所



资料来源：wind，华安证券研究所

厂价小幅多提，疫情后逆市提价。提价方面，汾酒次高端青花系列采取小幅多提的策略，主要体现在青花 20、30；低端酒幅度相对较少。

图表 17 汾酒各产品近两年提价梳理

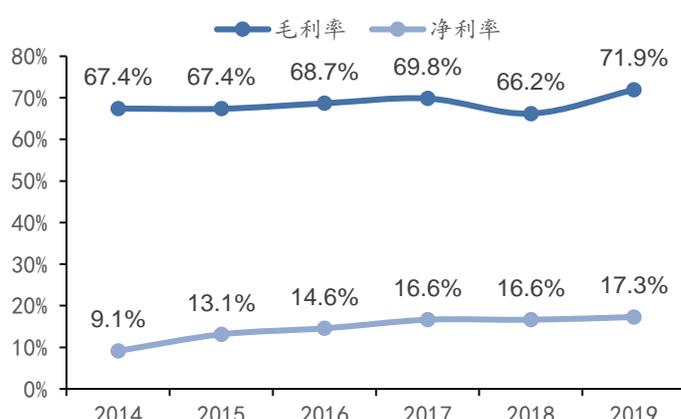
产品	调价日期	调价内容
青花 30	2017 年 5 月 26 日	53 度/42 度青花 30 产品升级，开票价分别提至 498/488 元，各上涨 70 元，团购指导价分别上调至 558/548 元
	2017 年 11 月	53 度青花 30 开票价上调至 528 元，上涨 30 元
	2018 年 4 月	53 度青花 30 开票价上调至 558 元，上涨 30 元
	2018 年 7 月	53 度青花 30 开票价上调至 573 元，上涨 15 元
	2020 年 6 月	53 度青花 30 开票价将上调至 673 元，上涨 100 元 48 度青花 30 开票价将上涨 100 元
青花 20	2017 年 5 月 25 日	53 度/42 度青花 20 开票价上调至 338/318 元，各上涨 20 元，团购指导价分别上调至 418/398 元
	2017 年 11 月	53 度青花 20 开票价上调至 358 元，上涨 20 元
	2018 年 4 月	53 度青花 20 开票价上调至 368 元，上涨 10 元
	2020 年 6 月	53 度青花 20 开票价将上调至 398 元，上涨 30 元 42 度青花 20 开票价将上调至 333 元，上涨 15 元
玻汾	2017 年 10 月	省外玻汾开票价上调至 34 元，上涨 3.3 元
	2020 年 4 月 1 日	玻汾开票价上涨 15 元/件

资料来源：wind，华安证券研究所

费用率优化，净利率上行。受益于持续价增和成本优化，公司毛利率由2014年的67.4%小幅度增至2019年的71.9%。受益于费用率优化——销售费用率由2014年的28.5%下降至2019年的21.7%，管理费用率由2014年的11.4%下降到2019年的7.4%——公司净利率由2014年的9.1%增长至2019年的17.3%。

图表 18 汾酒销售费用率、管理费用率稳步下降

图表 19 汾酒毛利率净利率稳步上行



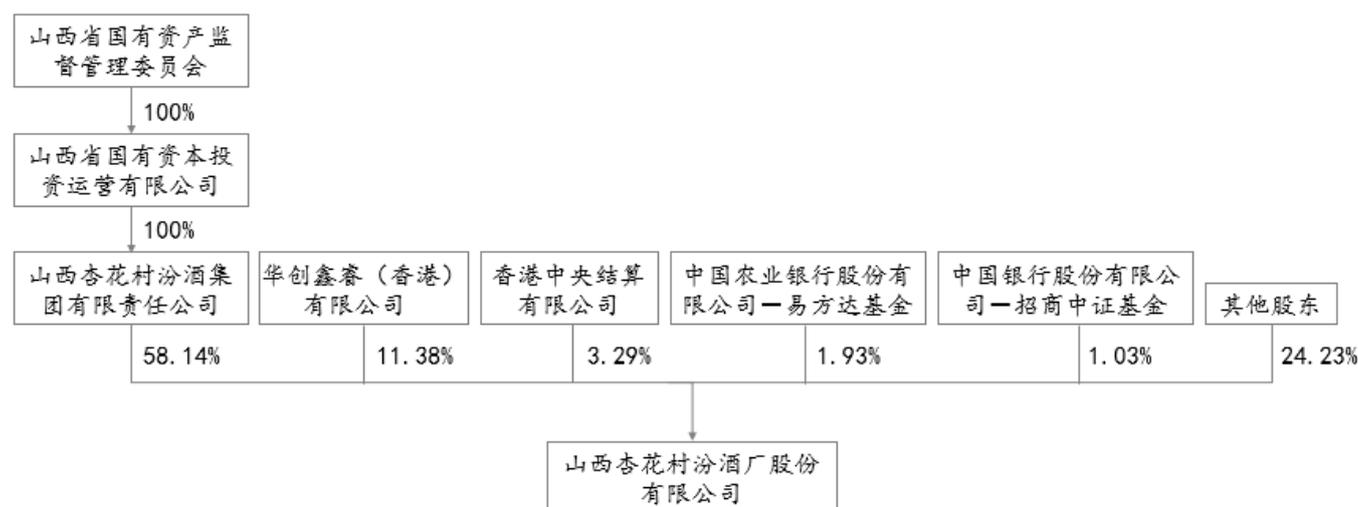
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

1.4 股权：战投及激励齐头并进

携手华润战投，加速改革。2018年2月4日，汾酒集团向华润集团旗下的华创鑫睿转让11.45%的股份，引入资本51.6亿元。华创鑫睿成为公司第二大股东，打破了长久以来国资一股独大的局面，其加入也将为公司带来管理、渠道、产品等多个方面的协同效应。截至目前，汾酒集团持股比例由69.97%降至58.14%（截至2020年一季度末），但仍为控股股东，实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会，其他主要股东持股比例在1~4%左右。

图表 20 山西汾酒股权结构（截至2020年一季度末）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权激励落地，提升士气。2019年3月，公司首次推出股权激励计划，以每股19.28元的价格，授予中高层管理人员和核心技术人员共395人568万股限制性股票，以切实的激励制度表率，充分调动员工积极性。

图表 21 股权激励分配情况梳理

姓名	职务	授予限制性股票数量	限制性股票的授予价格 (元)	获授限制性股票占授予总量的比例
宋青年	副总经理	50,000	19.28	0.88%
武世杰	常务副总经理	50,000	19.28	0.88%
李俊	副总经理	50,000	19.28	0.88%
马世彪	总会计师	50,000	19.28	0.88%
李成刚	总经理助理	50,000	19.28	0.88%
郝光岭	总经理助理	50,000	19.28	0.88%
高志峰	总经理助理	50,000	19.28	0.88%
王涛	董事会秘书	50,000	19.28	0.88%
武爱东	总经理助理	50,000	19.28	0.88%
中层管理人员和核心技术人员 (共 387 人)		523,000	19.28	92.08%
合计		568,000	/	100%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 22 股权激励方案梳理

	2019 年	实际完成情况	2020 年	预期完成情况	2021 年	预期完成情况
可行权比例	40%	-	30%	-	30%	-
条件一：年营业收入增长率 (以 2017 年为基数)	≥90%，即营业收入 ≥114.71 亿元，同比增长 ≥22.3%	以 2017 年为基准同比增长 96.8% 对应营业收入 118.8 亿元	≥120%，即营业收入 ≥132.82 亿元，同比增长 ≥15.8%	140 亿元，同比增长 17.7%	≥150%，即营业收入 ≥150.93 亿元，同比增长 ≥13.6%	167 亿元，同比增长 19.7%
条件二：主营业务收入/营业收入	≥90%，即主营业务收入 ≥103.24 亿元	94.3%	≥90%，即主营业务收入 ≥119.54 亿元	94.9%	≥90%，即主营业务收入 ≥135.84 亿元	95.5%
条件三：ROE	≥22%	26.9%	≥22%	26.9%	≥22%	27.1%

资料来源：wind，华安证券研究所

1.5 高管：内部提拔加外部空降

2008年，公司任命郑开源为销售公司总经理，在其领导下削减开发品牌、理顺渠道价格体系、将总经销商制度过渡至区域代理制度。2009年11月，李秋喜接任集团董事长。2015年，谭忠豹和韩建书分别接任集团董事长和副董事长职务。2018年12月，公司完成新一届董事会换届选举。

国改“军令状”推动新一轮人事改革，资深汾酒人李俊总上任。2017年，公司与山西省国资委签订经营目标考核责任书，以契约化管理为开端，开启了一系列营销体系、用人和激励机制的改革。领导班子率先做出了人事调整：原销售公司总经理刘卫华担任集团主管改革的副总经理，总经理一职则由原汾酒销售公司副总经理李俊担任。李俊从事白酒行业相关工作20余年，在北京、河北、山西等重要市场有着丰富的营销实战经验。

推行组阁制，多名经验丰富的业务骨干获提拔。同年集团解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级领导干部职务，改为组阁聘任的用人机制，由经理层负责聘用其他副处以及科级干部，通过提拔一线业务员（如河南、内蒙省区负责人）进入决策管理层，优化管理团队配置，提升管理能力和决策效率，对基层销售员工形成激励，带来业绩增长。

改组董事会，加速“汾酒新时代”的发展。2018年，华润战投的加入打破了公司内部“一股独大”的局面，汾酒集团改组董事会，由华润集团副总经理陈朗担任汾酒集团副董事长，华润雪花总经理侯孝海担任战略委员会、薪酬与考核委员会和审计委员会委员，此举将有利于引入华润在食品饮料行业丰富的营销经验，优化公司战略、运营、财务以及人事等多方面的管理，改善公司治理，进一步提升经营质量。

二 迎接新三年，青花玻汾全国化看成长

未来三年，白酒行业将呈现结构性扩容，次高端以上及光瓶酒细分行业增速有望领先；公司顺应行业发展，产品端将持续聚焦次高端青花汾及光瓶酒玻汾；省外拓展持续推进，全国化有望步入新阶段；混改背景下，华润协同效应有望持续释放。

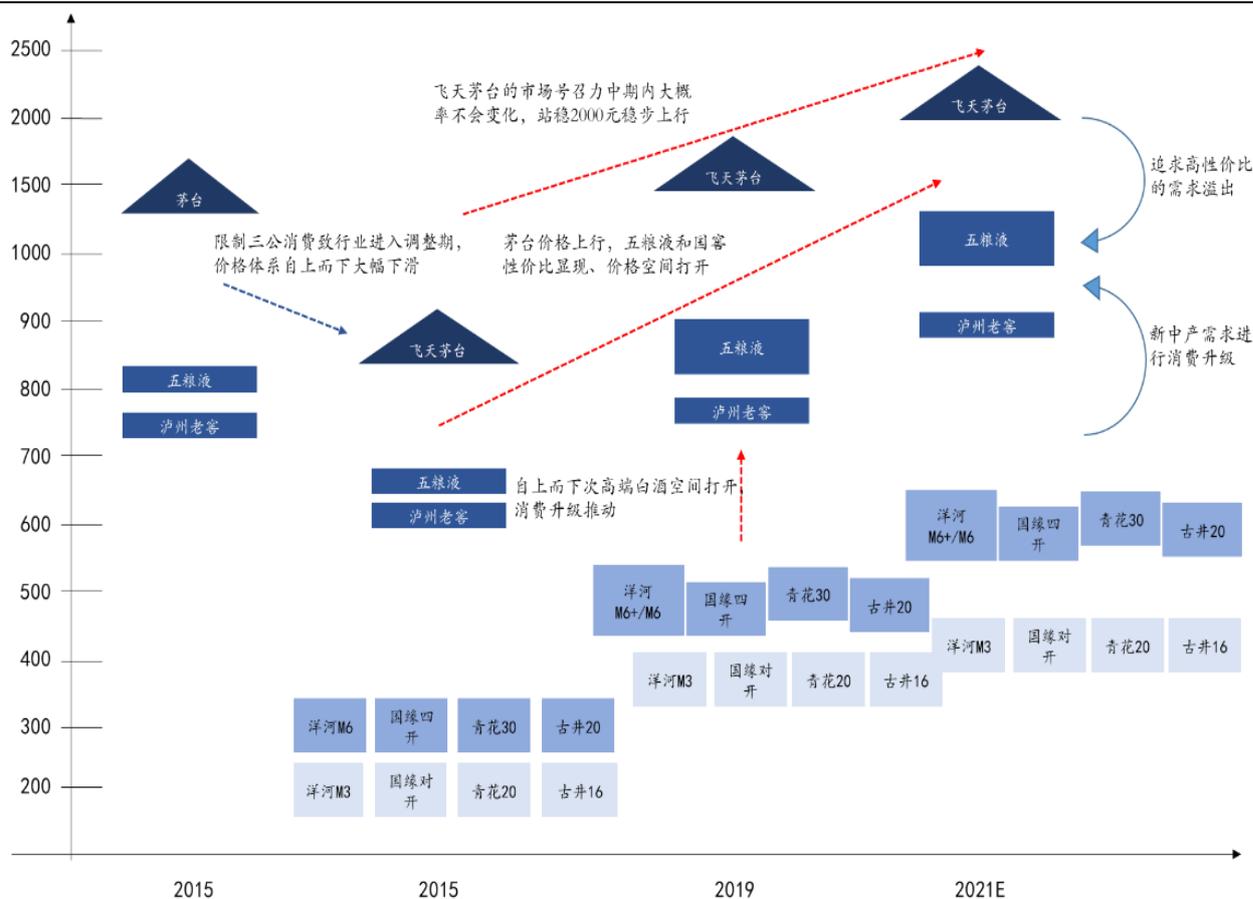
2.1 白酒结构性扩容，看次高端及光瓶酒

我们认为，以3年为周期的中期发展过程中，次高端以上白酒、及光瓶酒扩容速度将领跑白酒产业，是白酒行业两大优选赛道：

2.1.1 次高端以上快速成长

1) **次高端及以上产品持续升级。**2012年限制三公消费政策出台后，白酒行业进入深度调整期，过程中白酒消费结构得到充分调整，根据产业信息网数据，个人消费占比由2011年的18%提高至2015年的50%，为白酒自上而下开启新一轮需求成长提供了可持续的条件。2016年以来，龙头飞天茅台批价开启上行通道，自上而下带动五粮液、国窖批价上行，进而打开下方次高端白酒市场空间，次高端地方龙头酒企随之进入快速发展期；

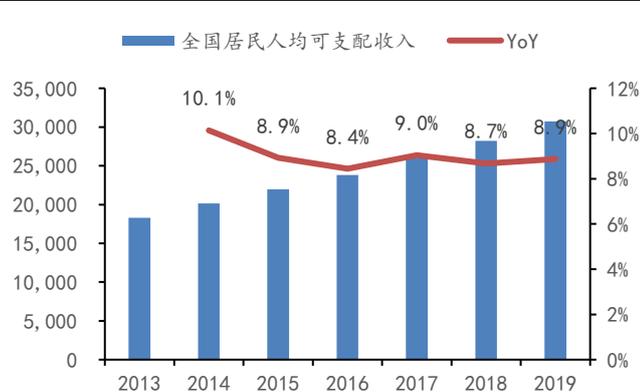
图表 23 白酒消费升级趋势将延续



资料来源：华安证券研究所整理

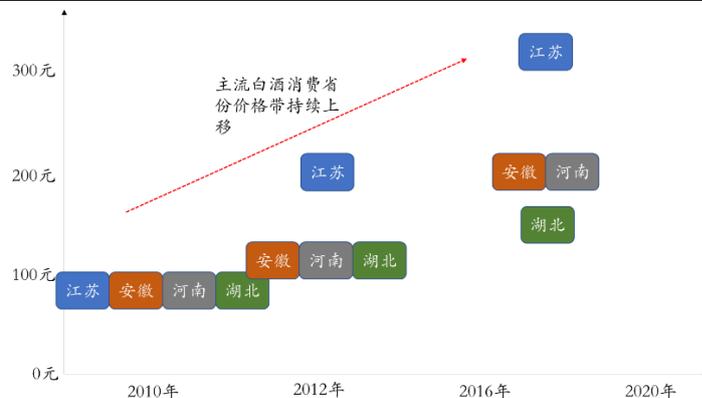
2) 中国经济发展助力白酒消费结构上移。近年来，受益于中国人均可支配收入持续增长、及CPI增长带动通胀，消费升级是持续、且必然的趋势，随之带动次高端白酒领跑行业快速扩容。以白酒大省为例：江苏市场主流消费价格带由过去上升至300~600元价格带；安徽市场主流消费价格带由过去上升至目前的200~500元价格带，消费升级明显；

图表 24 中国人均可支配收入



资料来源：wind，华安证券研究所

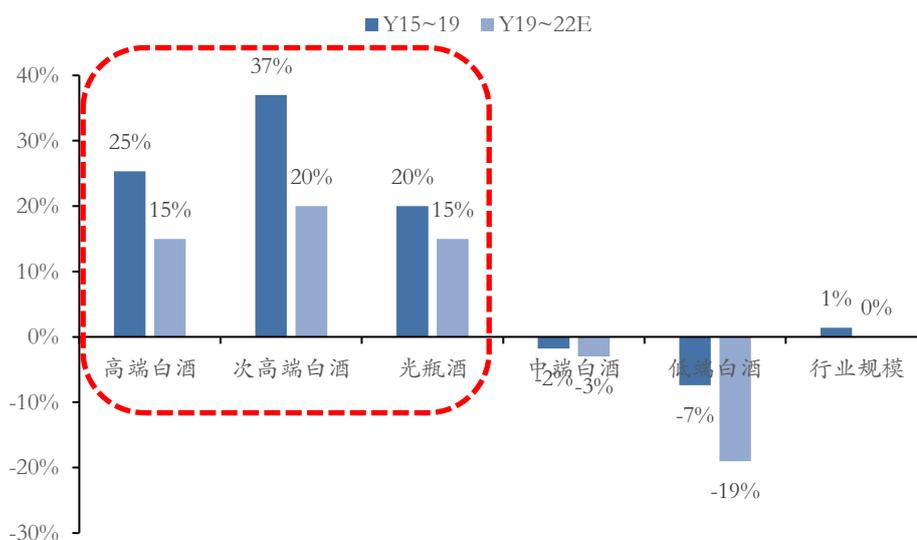
图表 25 白酒消费大省主流价位段升级趋势



资料来源：wind，华安证券研究所

3) **次高端容量基数仍低。**高端白酒、次高端白酒市场规模分别由 2015 年的约 500 亿元、200 亿元增长至 2019 年末的约 1200 亿元、600 亿元，年化复合增速分别为约 25%、37%，而同期中档、低档白酒市场容量年化复合增速约为-2%、-7%，市场集中度头部集中效应明显。我们预计白酒行业头部集中、消费升级趋势将持续，**高端白酒在核心大单品稳步提价放量过程中实现量价齐升，次高端白酒在头部企业产品结构升级、稳健放量过程中亦能在低基数下实现量价齐升。**我们预计至 2022 年高端白酒、次高端白酒规模将分别达到约 1800 亿元、1000 亿元，年化复合增速分别约为 15%、20%，是中长期白酒行业优选的细分赛道。

图表 26 各档次白酒规模扩容复合增速预估



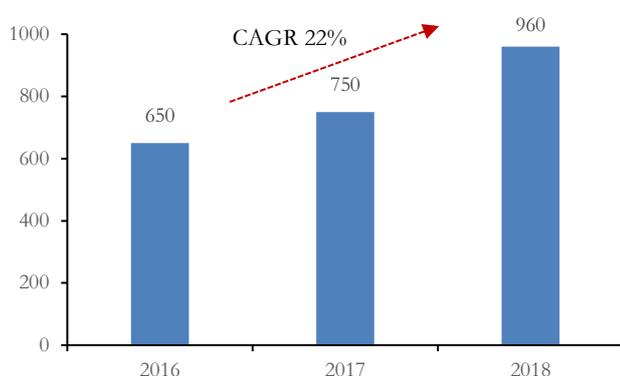
资料来源：华安证券研究所整理

2.1.2 光瓶酒逆势持续扩容

百元低端酒规模整体收缩。根据我们测算，2019 年，中国白酒产量约 786 万千升，其中 100 元以下低端白酒产量占比约 80%，约合 630 万千升，按照当前低端白酒主流价格带约 15 元/瓶进行估算，对应市场规模约 2000 亿元。根据中国产业信息网数据，2015 年以来，100 元以下低端白酒市场规模由 2015 年的约 2,500 亿元下降至 2019 年的约 2,000 亿元，年均复合下滑约 6%，低端白酒市场整体处于收缩阶段。当下低端白酒市场，经销商面临运营成本高、库存大、费用挤压、缺乏创新、窜货严重，厂家支持不足等压力。

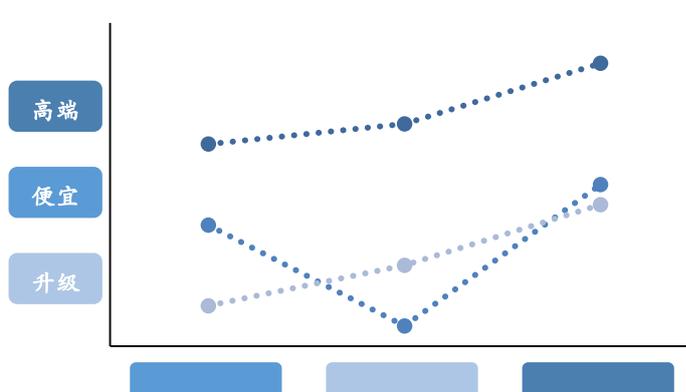
光瓶酒逆势持续扩容。受益于消费升级及品质追求，光瓶酒细分品类正快速取代低端盒装酒市场，根据《中国光瓶酒营销白皮书 2017》、及《2020 光瓶酒营销指数报告》，光瓶酒市场规模由 2016 年的 650 亿元增长至 2018 年的 960 亿元，年复合增速约为 22%，预计 2019 年光瓶酒规模已超过千亿，在低端白酒市场渗透率由约 27% 快速提升至超过 50%，对应白酒市场份额约 17%，光瓶酒市场份额仍有较大提升空间。光瓶酒全国化特点明显，华中、华南、华北渗透率较高，华东、西南次之。我们认为，光瓶酒正逐渐由渠道营销驱动向消费者驱动转型，弱化包装，聚焦品牌、品质，名酒光瓶酒（以玻汾为代表）及全国化光瓶酒（以牛栏山为代表）竞争优势持续突出，将持续抢占低端盒装酒、地方光瓶酒市场份额。此外，疫情催生自饮场景，亦有助于加速光瓶酒市场扩容。我们预计未来三年光瓶酒市场规模有望扩容至约 1,500 亿元，年复合增速约 15%。

图表 27 光瓶酒近 3 年保持快速增长



资料来源：《2020 光瓶酒营销指数报告》，华安证券研究所

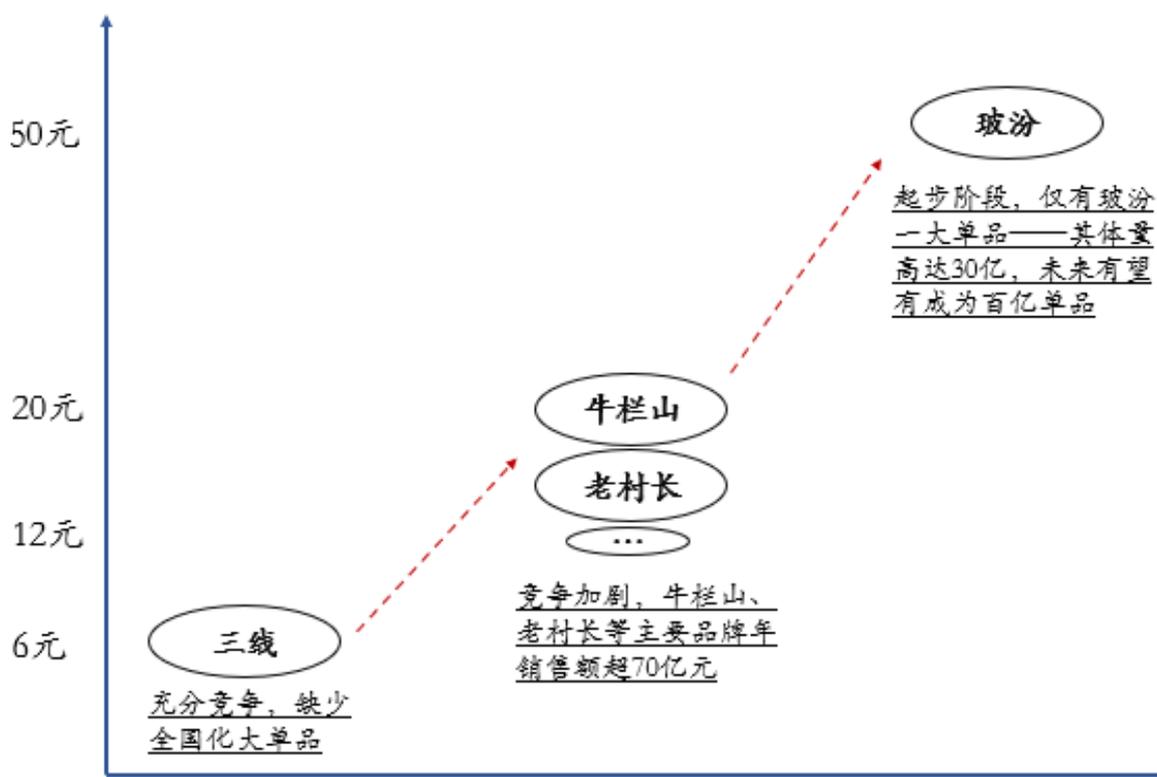
图表 28 光瓶酒的“价值敏感”正在替代“价格敏感”



资料来源：《2020 光瓶酒营销指数报告》，华安证券研究所

高线光瓶酒占据黄金市场。从光瓶酒内部格局来看，6 元到 12 元的三线光瓶酒阵营已充分竞争，消费升级趋势下容量难有增长；12 元到 20 元的二线主流光瓶酒市场竞争加剧，牛栏山、老村长等以光瓶酒为主的牌年销售额均在 70 亿元以上；50 元左右高线光瓶酒阵营市场尚处于起步阶段，以复古、老酒为主流，跟随消费升级存在较大扩容空间，先占位、先切入的品牌具备显著先发优势，当前该价位段仅有玻汾一大单品，先发优势明显。我们看好一线阵营 50 元左右高线光瓶酒占据黄金市场，具备较大扩扩容空间。

图表 29 各档次光瓶酒竞争格局及发展预期



资料来源：华安证券研究所整理

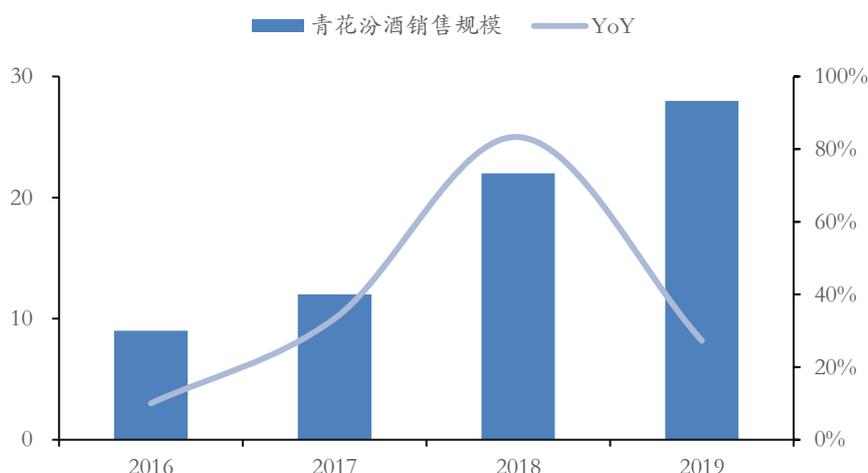
2.2 抓两头带中间，聚焦青花及玻汾

公司顺应次高端以上及光瓶酒行业快速发展趋势，全面贯彻“抓两头带中间”的产品策略，收入增长极将聚焦次高端青花汾及光瓶酒玻汾，将继续推进产品结构优化，按照“一控三提”方针，控量、提质、提价、提效，聚焦资源，持续坚持青花突破、玻汾稳中有升格局，带动巴拿马系列、老白汾系列产品的市场布局和推广。

2.2.1 青花看杠杆效应，向上助力品牌回归

定位清香商务用酒，助力汾酒品牌回归。青花汾酒是清香型白酒山西汾酒的核心产品，核心产品青花 30、青花 20 定位次高端价格带，消费场景以商务需求为主，聚焦青花系列有助于汾酒实现品牌高端回归，并为全国化提供产品载体。青花汾销售规模自 2016 年约 9 亿元大幅增长至 2019 年的约 28 亿元，年复合增速约 45%。

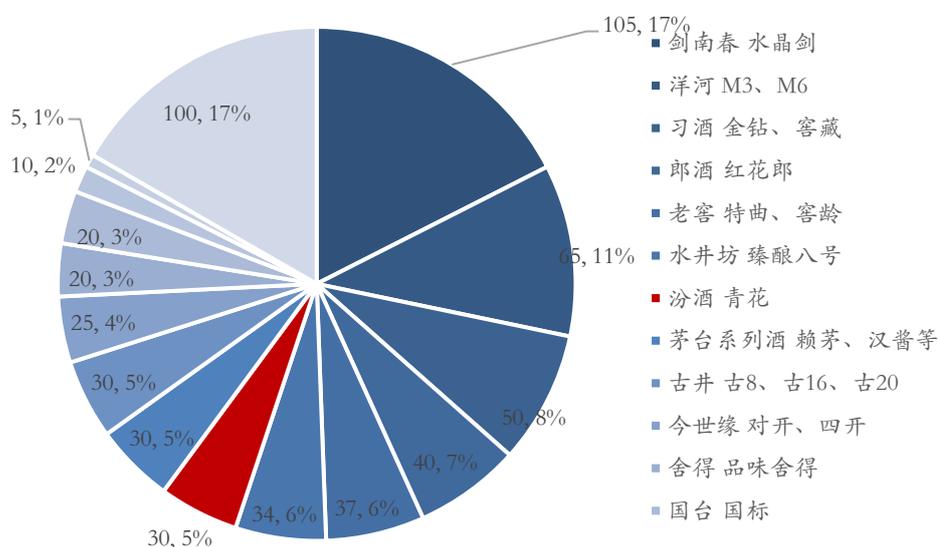
图表 30 青花汾酒销售规模及同比增速



资料来源：华安证券研究所整理

次高端格局仍分散,青花瞄准次高端市场。当前次高端白酒市场规模约600亿元,除剑南春规模约105亿元、梦之蓝M3、M6约65亿元外,整体市场格局较为分散,其中青花汾约30亿元规模,市场份额约5%,基于“汾老大”品牌形象回归的预期,青花汾渗透率存在较大提升空间,中期第一步对标梦之蓝核心产品M3、M6规模,远期对标剑南春规模。

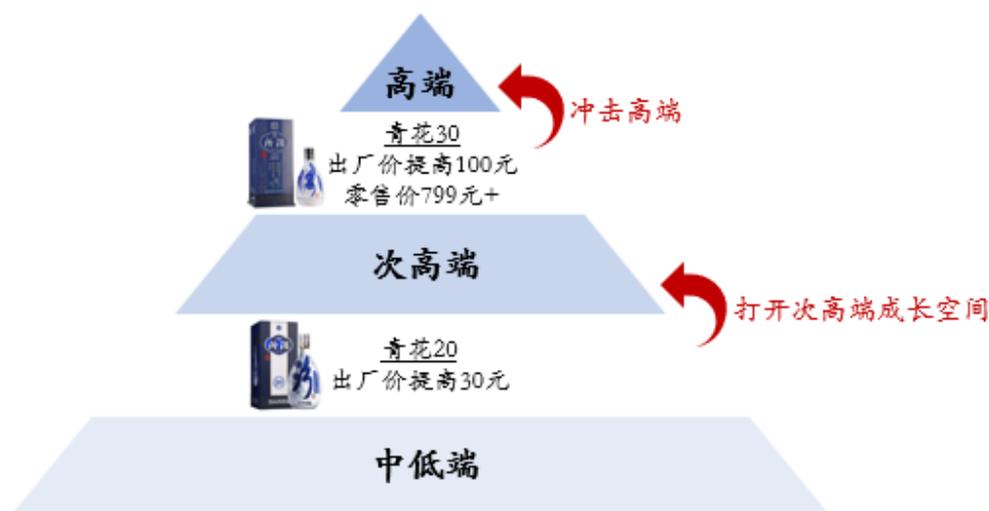
图表 31 次高端市场格局相对分散,青花汾市占率仅约5%



资料来源：华安证券研究所整理

逆市提价助青花 30 冲击高端，青花 20 打开次高端空间。青花汾酒于 2020 年 6 月大幅上调出厂价格，其中：53 度青花 30 涨价 100 元/瓶；48 度青花 30 涨价 100 元/瓶；53 度青花 20 涨价 30/瓶；42 度青花 20 涨价 15 元/瓶。随着品牌价值回归，汾酒每年控货挺价已成了规定动作，此次在疫后市场与端午节临近的节点，青花汾酒全面提价、尤其是青花 30 出现提价单次最大涨幅，我们认为，结合青花汾的战略定位，青花淡季提价有三重意义：1) 刺激渠道商提前备货，抢抓疫后市场机遇；2) 贯彻提升中高端酒销售占比的既定规划；3) 在端午节‘小旺季’提价，也给今年中秋国庆期间的价格整体预期，留足了调整空间。随着高端酒市场进一步扩容，具备品牌基因、清香型次高端白酒第一单品青花汾酒，仍然具有极强的市场话语权。短期来看，青花汾此次调价最直接将促进企业营收和净利润再提升；中长期来看，青花 30 冲击高端，既为青花 20 打开在次高端的成长空间，同时也为青花汾在高端建立话语权，推动汾酒品牌的‘复兴’。

图表 32 青花汾酒提价效应



资料来源：华安证券研究所整理

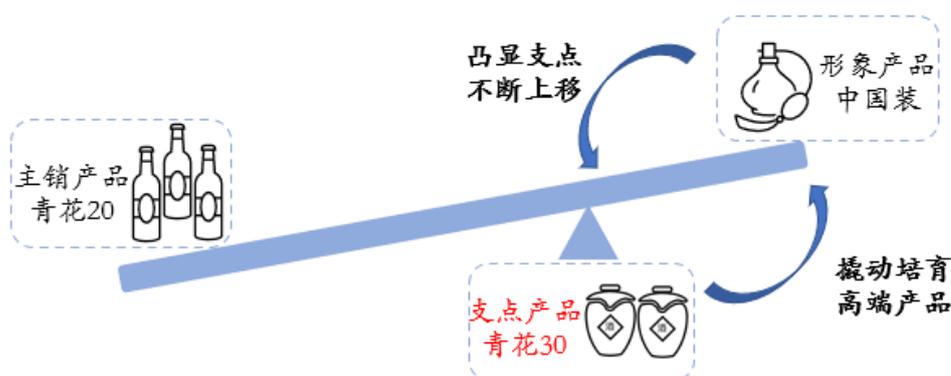
青花年均 10 亿增量，借力支点形成杠杆效应。2020 年，公司提出“拔中高控底部”，资源投放持续聚焦青花系列，并提出青花 20 与青花 30 双十亿增量。产品策略方面，以青花 20 作为主销产品（聚焦宴席）、青花 30（聚焦团购）作为支点产品、青花中国装（聚焦团购）作为形象产品，形成杠杆效应：即通过支点产品（比现有主销产品高一档的产品作为支点产品）青花 30 对青花系列产品线形成撬动作用，在产品线主销产品青花 20 放量过程中，不断上移支点产品青花 30 价格，进而撬动培育高端产品，再反过来凸显支点产品的“性价比”和“主流性”。我们预计未来三年青花系列销售收入复合增速将大概率跑赢我们对未来三年次高端行业增速预期（20%）。

图表 33 产品联动杠杆效应应用举例

酒企	品牌	主销产品	支点产品	形象产品
山西汾酒	青花汾酒	青花 20	青花 30	青花中国装
		海之蓝	天之蓝	M3
洋河股份	蓝色经典	天之蓝	M3	M6
		M3	M6	M9、手工班

资料来源：华安证券研究所整理

图表 34 青花汾酒产品线形成杠杆效应



资料来源：华安证券研究所整理

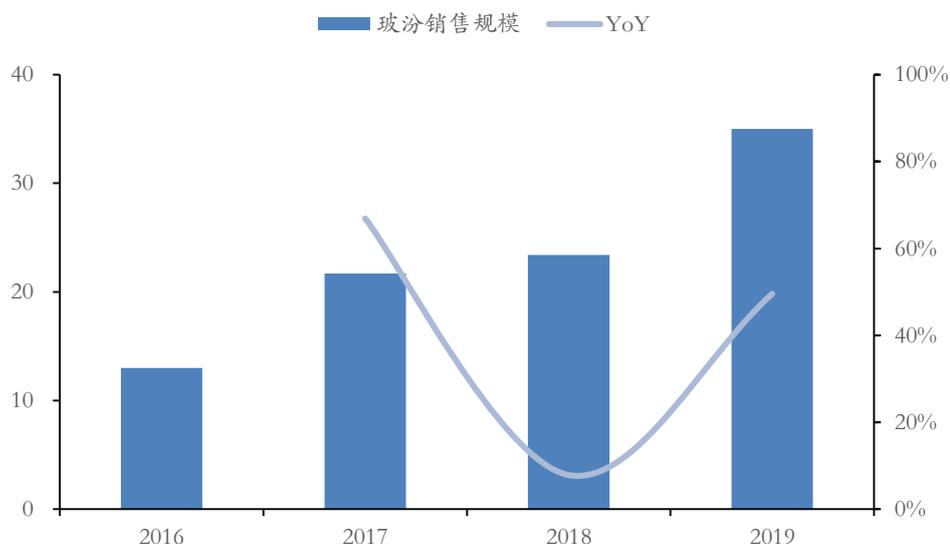
2.2.2 卡位高线光瓶酒，玻汾具有百亿潜力

定位高线光瓶酒，品牌品质显著领先。玻汾是汾酒光瓶酒核心产品，定位 50 元价格带的高线光瓶酒，消费场景以自饮、聚饮为主。品牌方面，玻汾以名酒“汾酒”为载体，大幅领先同类光瓶酒；品质方面，玻汾使用纯粮固态酿造，相较主流光瓶酒以食用酒精勾调而成，玻汾产品品质亦大幅领先。2018 年公司提出将玻汾作为培育清香氛围的重要产品，随之展开玻汾全国化，玻汾借助渠道迅速放量，持续巩固清香汾酒的消费者氛围。

近年玻汾高速增长，产品渠道共同推动。玻汾销售规模自 2016 年约 13 亿元大幅增长至 2019 年的约 35 亿元，目前市场流通着 3 款“玻汾”，分别是 53°黄盖玻汾、42°红盖玻汾和 53°出口玻汾。其中黄盖玻汾和红盖玻汾销量最大，对应约 1200 万箱，年复合增速约 40%，相当于每 10 个国人中就有 1 人喝玻汾，是白酒行业近几年现象级单品，核心来自于产品、费用、渠道三方面带动：

- 产品：**玻汾根据区域不同，做了度数和瓶标版本的区隔，来保障市场秩序；
- 费用：**改变了过去经销商打包模式，提高产品出厂价，由厂家来主导，且固化费用的投入方向，提高费用的针对性和落地性；
- 渠道：**光瓶酒当作盒装酒做，从餐饮、流通多渠道进行培育，并在行业内率先推出专柜大陈列的方式来抢占终端的基础建设。

图表 35 玻汾销售规模及同比增速



资料来源：华安证券研究所整理

光瓶酒持续扩容，玻汾有望充分受益。光瓶酒尤其是高线光瓶酒，对酒质、终端、及经销商网络存在较大依赖，根据我们上述分析：

- 1) **酒质**：玻汾在酒质方面领先同业；
- 2) **终端**：受益于华润终端网络广阔带来的协同效应，充分渗透高流通渠道；
- 3) **经销商网络**：根据渠道反馈，玻汾当前在渠道“只要铺货，就能动销”，甚至有终端主动对玻汾进行大陈列，反应渠道经销商对玻汾动销的认可。

此外，目前汾酒企业现状决定了玻汾具备进一步突破的潜力：**a)** 汾酒的品牌力与产品力在现有光瓶酒市场对竞品形成了明显的优势；**b)** 玻汾省外共有 20 个地级市场销量达到了 2000 万以上，具备进一步发展的基础。

基于我们对低端白酒市场光瓶酒将持续替代盒装酒、渗透率持续提升的判断，预计玻汾将受益于光瓶酒市场扩容、全国化推广，保持领先于光瓶酒行业增速持续增长（未来三年光瓶酒市场规模有望由千亿规模扩容至约 1,500 亿元，年复合增速约 15%）。

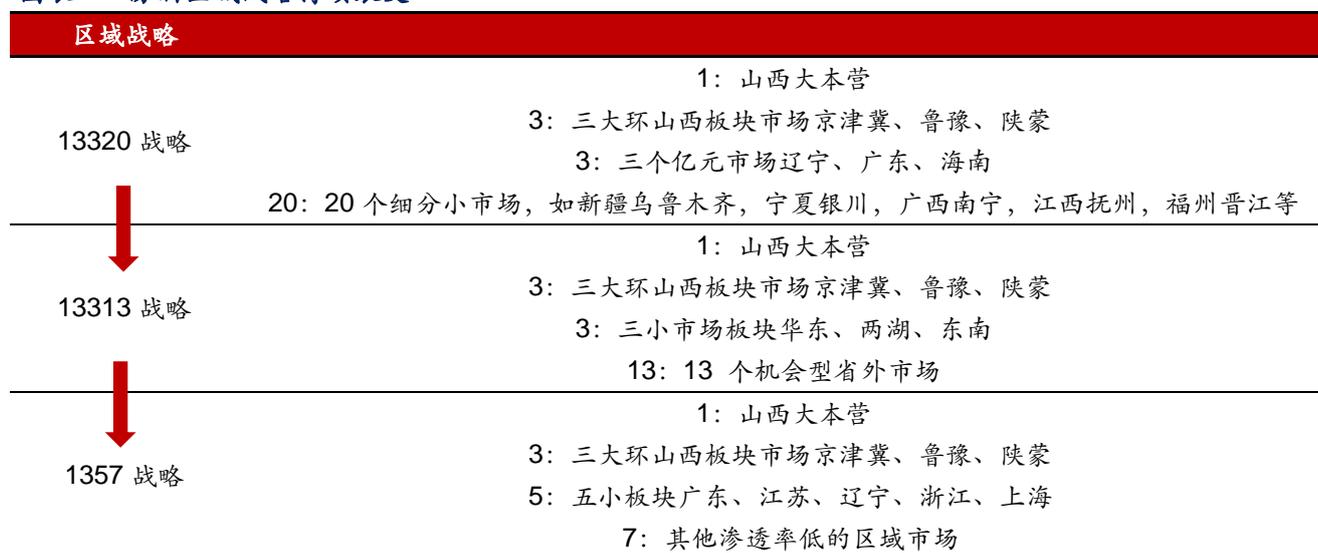
对标牛栏山，玻汾具备百亿大单品潜力。结合国内光瓶酒趋势和玻汾品牌潜力，我们认为玻汾中长期具备成为百亿大单品基础。

2.3 渠道营销裂变，看华润协同效应

区域战略持续裂变，围绕 1357 展开。汾酒区域战略目标由 13320 战略转变为 13313 战略，再转变为当前的 1357 战略，深度开发区域进一步扩大，区域扩张降速提质，加强地级市场深度。当前汾酒的全国市场布局已经完成大半，多数区域的工作重心将由区域扩张转变为市场深度运作。汾酒在市场深度运作中，总结了各价位尤其是次高端价位的运作模式，并通过评价某一款产品在区域市场中的主流价位是否成为第一品牌来评价汾酒区域市场运作是否成功。

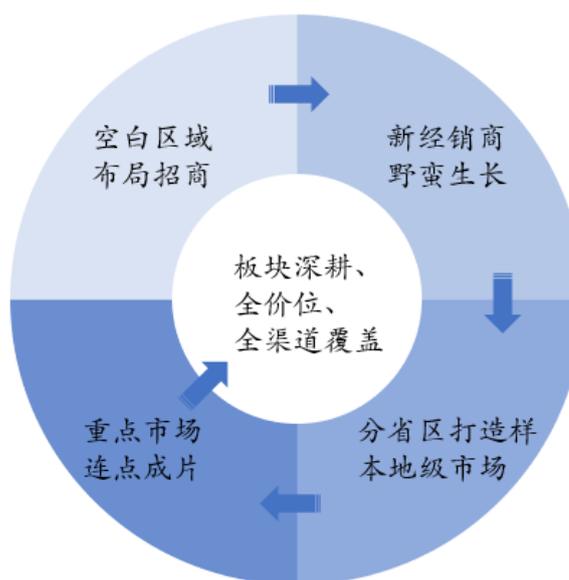
2019 年 3 月汾酒经销商大会上，汾酒明确提出“过长江、破华东、占上海”的华东战略。2019 年 12 月，汾酒召开“长三角珠三角重点市场营销工作推进会”，对长江以南市场的新一轮拓展布局，江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 省份 35 城被汾酒划定为长江以南核心市场重点布局，确立三年平均增速超 50% 的目标，创造长江以南增长极。

图表 36 汾酒区域战略持续裂变



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 37 汾酒渠道深化裂变过程



资料来源：华安证券研究所整理

各大区渠道策略因地制宜。当前汾酒针对 1357 四大板块市场，根据其市场状况不同，对应不同的区域布局重点：针对山西大本营聚焦优化经销商结构；针对环山西三大市场，继续聚焦打造样板区域；针对五小亿元级市场，跟随样本市场持续扩张；针对其他市场，以区域市场扩张为主。整体上，通过对山西大本营及京津冀、鲁豫、陕蒙三大板块市场进行渠道优化，形成北方市场的板块联动。

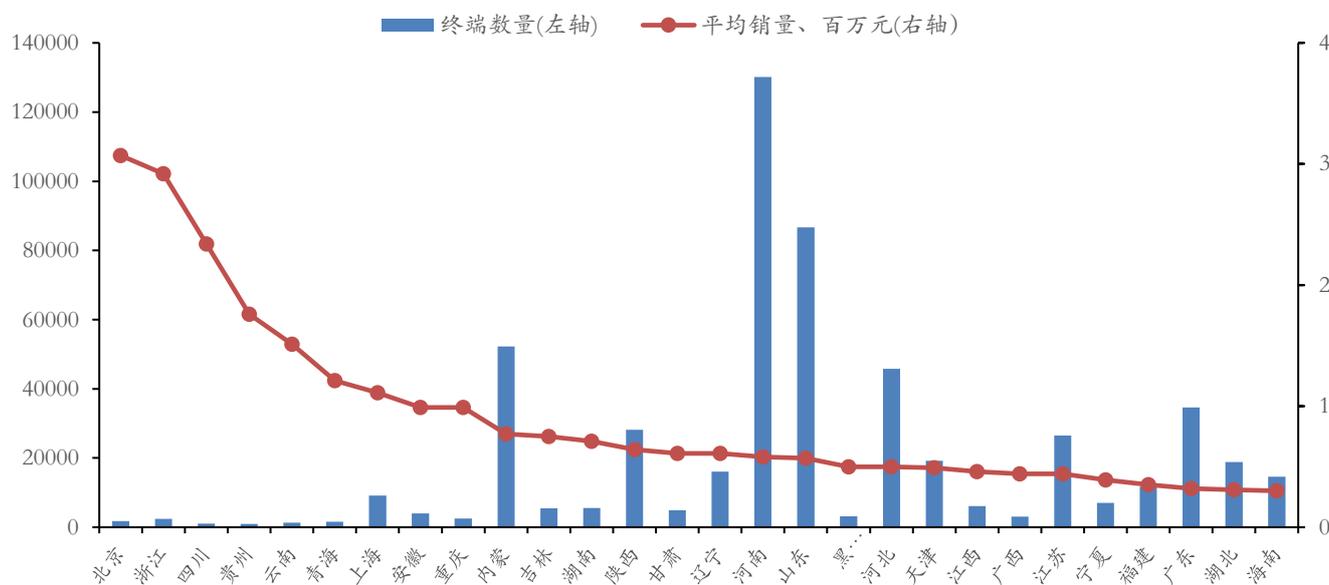
图表 38 各大区渠道策略因地制宜

区域市场	重点市场	具体策略
山西大本营	山西省	优化经销商结构，着力于渠道与产品经销商拆分补充
三大板块市场	京津冀、鲁豫、陕蒙	现有经销商优胜劣汰，聚焦核心市场，打造样板区域
五小板块	广东、江苏、辽宁、浙江、上海	区域扩张与样板打造同步进行
其他版块	其他渗透率低的区域市场	仍然以区域扩张为主要工作，样板市场在精不在多

资料来源：公司公告，华安证券研究所

高线扩充终端求增量、二线现有终端深挖掘。以北京、上海、浙江区域为代表的高线城市及地区单终端平均销售额远超出其他区域，主要由于高消费地区产品结构较高，但终端数量相对不足，终端数量扩张空间仍较充分；广东、海南、福建、湖北终端数量布局相对充分，但单店平均销售额相对较低，或主要由于二线城市及地区终端消费者渗透力度不足，聚焦现有终端潜力挖掘后亦存在较大成长空间。

图表 39 高线城市地区单店销售额高、终端扩张空间大



资料来源：华安证券研究所整理

省外设立直属管理区，省外市场进入攻坚期。近期汾酒公开透露今年已经在省外市场设立了直属管理区，主要目的在于划小管理单元、实现组织下沉、建立更加高效的区域管理组织，最终形成标杆市场，并完成快速复制。我们认为，汾酒省外市场已进入攻坚期，基于青花、玻汾全面涨价，“直属管理区”作战组织有利于新价格体系的执行和落地。

加强布局商超渠道。此前汾酒对商超渠道重视不够，门店扩张速度与落地维护质量均有提升空间。商超渠道策略方面氛围统一谈判、落地管理、双重考核三方面：

- 1) 统一谈判：后续所有全国性商超系统均由厂家进行统一进店谈判，保证品牌利益；
- 2) 落地管理：所有已谈妥门店由商超所在地经销商进行供货，由门店所属区域业务员进行统一服务、管理；
- 3) 双重考核：商超销量同时计入商超部门与区域供货经销商的任务额内，提升区域经销商与业务人员的积极性。

建设星级联盟体，渠道精细化管理。汾酒设立星级联盟体系，核心在于加深渠道精细化管理，例如：按照经销商体量设立一星、三星、五星分级制，对应不同陈列面、进货额、支持费用等，细化经销商管理，提升整体管理效率及费用投放效率。

图表 40 星级联盟助力渠道精细化管理

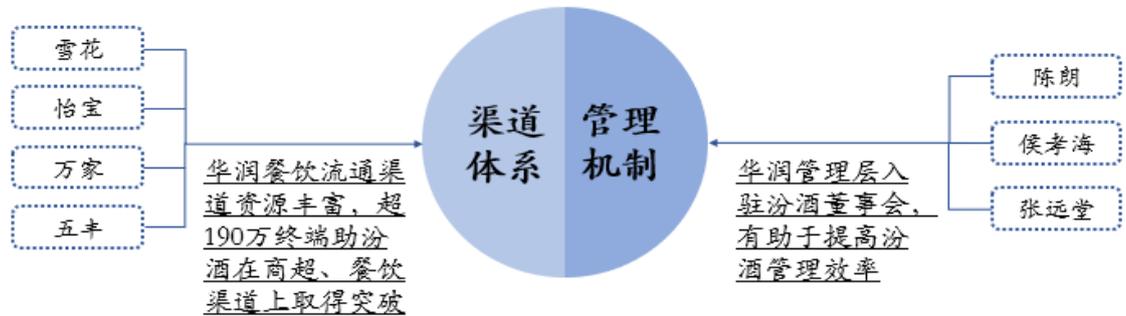


资料来源：华安证券研究所整理

华润战投入驻，协同效应可期。2018 年，汾酒集团转让 11.45% 的股份引入华润作为战略投资者，华润集团旗下拥有雪花、怡宝、万家、五丰等多家消费品公司，在餐饮、流通、便利店、KA 系统均具有丰富资源，其中华润万家是全国性商超龙头。华润拥有超过 190 万家终端，而白酒渠道以终端烟酒店为主，传统商超零售渠道布局相对较弱，因此汾酒与华润的战略合作具备极高的兼容性和互补性，我们认为，**汾酒有望借势华润集团战略合作机遇，在商超、餐饮渠道上取得突破**，借助华润集团旗下优质渠道资源，实现优势互补，帮助汾酒实现对较弱市场的覆盖。

华润 3 人入汾酒董事会，建立长效发展机制。8 月 18 日，山西汾酒发布公告称，经董事会决议通过，公司决定增补 4 名董事和 4 名独立董事共计 8 人。其中，华润系旗下的华创鑫睿此次提名陈朗、侯孝海为董事候选人，张远堂为独立董事候选人。根据公司公告，陈朗现任华润创业执行董事、华润集团副总经理、华润雪花啤酒（中国）和华润怡宝董事长；而侯孝海则为华润雪花啤酒（中国）总经理；张远堂曾任华润雪花法律部总经理，现任北京盈科律师事务所合伙人律师等职。华润派驻人员进入汾酒董事会，是推进混改、提升企业经营业绩的具体措施之一，我们认为，**华润派驻董事，有助于提高上市公司管理效率，帮助汾酒建立一整套长效发展机制。**

图表 41 汾酒与华润协同效应可期



资料来源：华安证券研究所整理

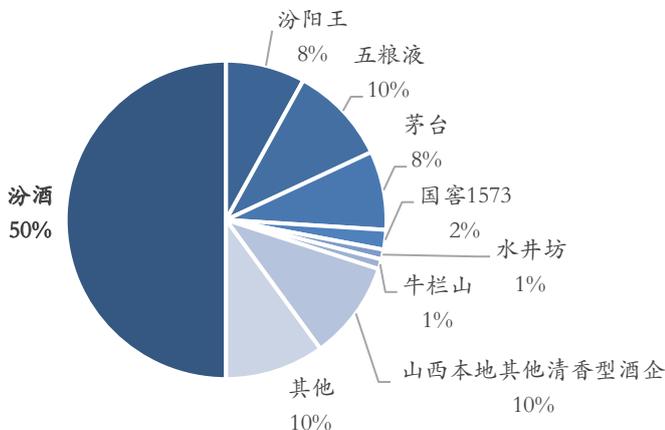
2.4 省内一骑绝尘，省外全国化扩张

汾酒在大本营山西市场份额超过 50%，基本实现寡头垄断，进一步精耕细作渠道下沉；省外由 13320 战略转向 13313 战略再转向当前的 1357 战略，由环山西市场入手，持续推进全国化布局。

2.4.1 省内寡头垄断，渠道持续下沉

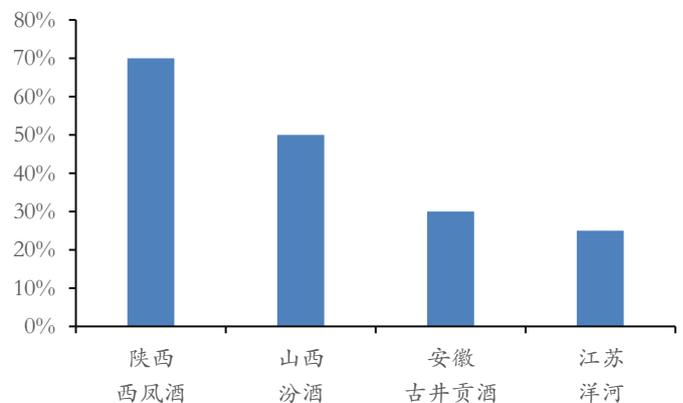
省内基本形成寡头垄断。山西省以清香型为主流消费氛围，是汾酒大本营市场，当前汾酒省内市场份额超过 50%，领先大部分主流省份地产酒格局，已基本形成省内寡头垄断格局，例如古井在安徽份额约 30%（古井安徽省内规模约 70 亿元，安徽白酒市场规模约 250 亿元），洋河在江苏份额约 25%（洋河江苏省内规模约 100 亿元，江苏市场规模约 400 亿元）。可见汾酒在山西大本营市场格局稳固，抗风险能力强，对比西凤酒在陕西市场约 70% 市占率，汾酒在山西省内市场仍有持续份额提升空间。

图表 42 山西省市场格局



资料来源：华安证券研究所整理

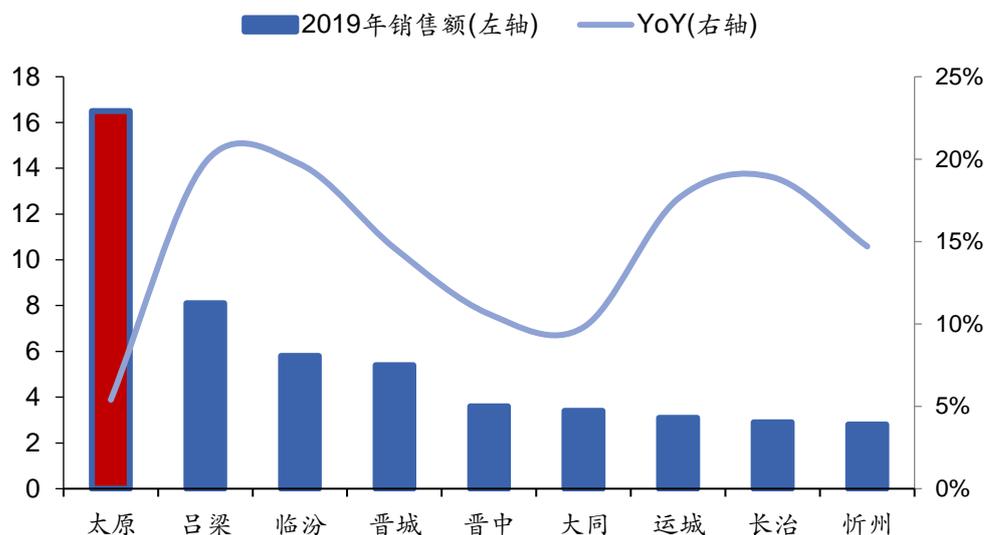
图表 43 汾酒山西省内市场份额领先主流地产酒



资料来源：华安证券研究所整理

核心市场太原基数垫高，低线城市稳健增长。根据渠道调研了解，2019年山西省内市场中，省会太原销售收入占比超3成，随着基数垫高，增速自然放缓至约5%个位数增长，省内二线城市吕梁、晋城、临汾仍保持约15%以上双位数增长，下方省内三线城市亦有接近20%销售收入增速，反应山西省内渠道下沉仍有空间。

图表 44 2019 年汾酒省内二线城市仍保持双位数增长



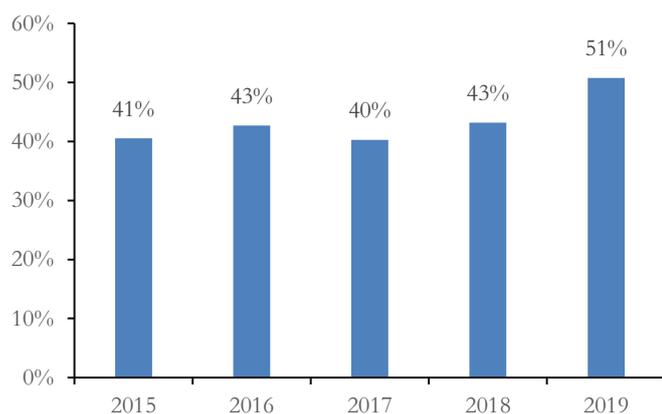
资料来源：华安证券研究所整理

渠道下沉精耕细作。受益于 1) 山西市场清香氛围浓重，具备天然的香型壁垒，传统浓香品牌进入壁垒高；2) 山西省内其他地产酒竞争力较弱，汾酒在山西省内市场已基本形成寡头垄断；3) 省内低线城市增速明显领先于渠道渗透相对充分的省会太原。因此下一步聚焦省内渠道下沉精耕细作，以期存量中寻找增量，公司省内渠道战略包括区域聚焦、渠道拓展、精细运作、星级联盟四方面：

2.4.2 省外稳步扩张，全国化初见效

省外市场占比持续提升。汾酒自 2017 年以来进入省外市场快速增长期，由环山西市场切入，省外市场销售收入占比由 2017 年的 40% 快速提升至 2019 年的 51%，省外市场占比首次突破 50%，在山西省内大本营市场保持稳健增长的背景下，为公司业绩提供了新的增长极。根据酒业家数据，2016 年至 2019 年，汾酒在上海市场增幅达 422%；在江苏市场增幅达 305%；在安徽市场增幅达 294%；在浙江市场增幅达 353%。

图表 45 汾酒省外市场占比自 2017 年起快速提升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 汾酒省外市场保持快速增长

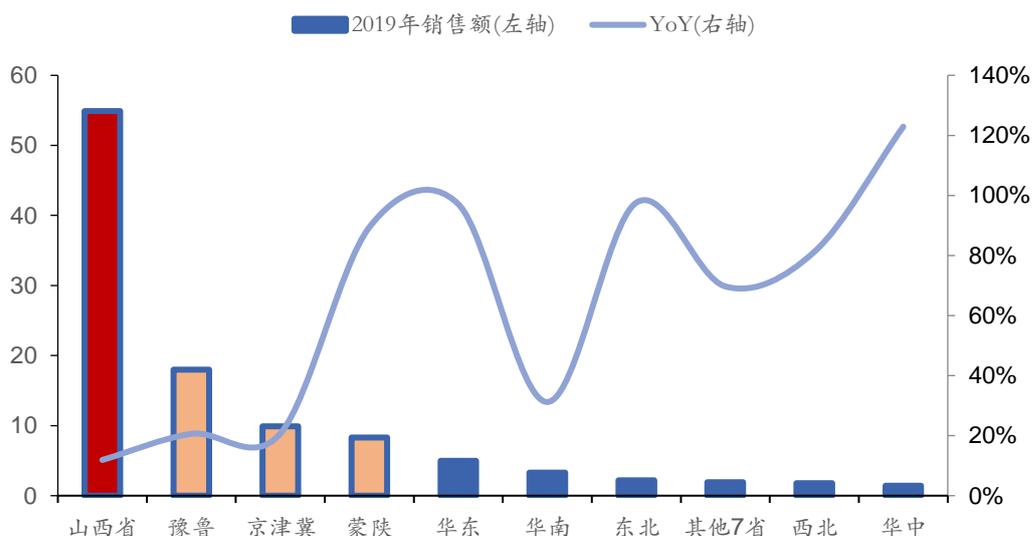


资料来源：wind，华安证券研究所

环山西市场降速提质，重点布局长江以南 5 小市场。当前汾酒全国区域战略目标从 13313 变为 1357，深度开发区域进一步扩大，**区域扩张降速提质，加强地级市场深度。**2019 年 12 月，汾酒召开“长三角珠三角重点市场营销工作推进会”，对长江以南市场的新一轮拓展布局，江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 省份 35 城被汾酒划定为长江以南核心市场重点布局，确立三年平均增速超 50% 的目标，创造长江以南增长极。汾酒市场整体表现为北强南弱，汾酒在江南通过玻汾培育清香型口感，再做更高价位的产品将更加顺利。**我们认为，汾酒百亿之后，重点关注江南市场，意图把相对薄弱的江南市场再做整体的提升。**总体来看，汾酒的全国市场布局已经完成大半，多数区域的工作重心将由区域扩张转变为市场深度运作。

环山西市场基数垫高，五小板块高速增长。根据渠道调研了解，2019 年环山西三大板块中京津冀、豫鲁随基数垫高增速放缓至约 20% 水平，保持稳健增长，蒙陕板块仍保持 80% 以上高速增长；五小板块中，华东、华中、西北、东北均保持近翻倍增速高速增长。

图表 47 2019 年汾酒华东、华中、蒙陕板块高速增长



资料来源：华安证券研究所整理

汾酒股份公司副总经理、汾酒销售公司总经理李俊描绘了沪、皖、浙三大江南市场的细节，因地制宜，扬长避短：

上海市场：要在“抓两头、带中间”的基础上，创新代理模式；在渠道分级的基础上优化产品、渠道区域的结构；在已有高超规模的基础上，不断营造核心店的氛围，探索建立专卖店店中店模式；建立上海圈层拓展的专项方案。

安徽市场：则要在地产酒强势的环境下，巩固好来之不易的成果，同时采取稳中有进的方式推进市场布局。

浙江市场：要加快推进湖州模式的推广与复制；要继续巩固婚宴市场所取得的成绩；同时，依托专卖店，以小平台模式向潜力地区发展。

江苏市场：李秋喜提出要通过“品质赋能、文化赋能、科技赋能、管理赋能”，来构建汾酒复兴时期的厂商合作新模式，最大程度为经销商提供支持帮助，全力实现厂商共赢。

三 业绩预测

3.1 三年国改圆满收官，百年品牌加速复兴

两头带中间效果显著，2019 年起超额完成目标。2019 年，山西汾酒实现营收 118.8 亿元，同比增长 25.79%，实现归母净利润 19.4 亿元，同比增长 28.63%，其中 2019 年四季度实现营收 27.5 亿元，同比增长 26.0%，实现归母净利润 2.4 亿元。在三年国改收官这一年，公司坚持“抓两头带中间”的产品策略，推动汾酒业绩高速增长，汾酒系列全年贡献收入 103.0 亿元，同比增加 27.7%；以竹叶青为代表的配置酒收入为 5.5 亿元，同比增加 61.56%，占营业收入的 4.66%，其对总收入的贡献较上年有所提升。

一季度业绩超预期，全年目标彰显信心。2020 年一季度公司分别实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 41.4/12.2/12.3 亿元，同比分别上升 1.7%/39.4%/39.6%。疫情背景下光瓶酒玻汾受益于消费场景灵活切换，受影响相对较小，次高端青花短期团购等消费场景停滞受到一定影响，中低端金奖、老白汾主流聚饮场景停滞受影响较大。整体看，一季度汾酒业绩，整体营收维持小幅度增长，在青花、玻汾支撑下，毛利率同比提高 0.3pct 至 72.2%；净利大超预期，主要因为疫情期间停工停产、商品酒产量下降导致营业税金及附加大幅减少 2.7 亿元。汾酒在年报中披露 2020 年营收目标增长 20%左右，在疫情影响 Q1 销售背景下，高增长目标彰显信心。

3.2 发挥优势确定性高，高低联动增长可期

坚持复兴战略不动摇，力争全年稳健增长。根据公司年报，2020 年是公司全面完成“4421”三年攻坚目标及“十三五”发展规划的决胜之年，公司将持续优化产品结构，采取“拔中高、控底部”产品策略，坚持青花突破、玻汾稳中有升格局，带动巴拿马、老白汾系列产品的市场布局和推广，力争营业收入增长 20%左右。我们认为，高端酒受疫情冲击较小，青花系列还将保持高速增长，预计 2020 年营收同比增长 52%；中档酒受需求下滑的影响较大，预计老白汾、金奖系列 2020 年营收同比下降 5%；虽然玻汾、杏花村等低价酒短期内受一定程度冲击，但纵观全年，我们看好包括玻汾在内的高线光瓶酒行业持续高速增长，在玻汾的带领下，预计 2020 年低价酒营收仍将保持 34.7% 的高速增长，与去年同比增速基本持平。

毛利率方面，受益于高端及次高端产品占比提升、单价上涨，我们预计中期公司毛利率将保持小幅度稳定提升，2020 年毛利率将达 72.9%，较上年提高 1pct。综合来看，我们预估 2020 年公司实现营业收入 142.1 亿元，同比增长 19.6%，预估 2020 年公司实现归母净利润 33.4 亿元，同比增长 17.7%。

图表 48 公司细分业务盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,382	11,880	14,210	16,391	18,420
增长率 (%)	55.4%	26.6%	19.6%	15.4%	12.4%
毛利率 (%)	66.2%	71.9%	72.9%	73.7%	74.6%
其中： 白酒					
营业收入 (百万元)	8,969	11,197	13,493	15,638	17,630
YoY (%)	55.7%	27.2%	20.5%	15.9%	12.7%
青花					
营业收入 (百万元)	2,200	3,300	5,016	6,270	7,524
YoY (%)	83.3%	50.0%	52.0%	25.0%	20.0%
占比 (%)	24.5%	29.5%	37.2%	40.1%	42.7%
老白汾、金奖					
营业收入 (百万元)	3,539	4,000	3,800	3,990	4,190
YoY (%)	39.3%	13.0%	-5.0%	5.0%	5.0%
占比 (%)	39.5%	35.7%	28.2%	25.5%	23.8%
玻汾、杏花村					
营业收入 (百万元)	3,230	3,897	4,677	5,378	5,916
YoY (%)	60.0%	20.7%	20.0%	15.0%	10.0%
占比 (%)	36.0%	34.8%	34.7%	34.4%	33.6%

资料来源: wind, 华安证券研究所

3.3 估值接近中枢上沿, 为确定性提供溢价

当前山西汾酒估值水平位于近4年中枢上沿一个标准差位置, 显著领先同业。公司估值水平较高或主要源于汾酒两大核心单品青花、玻汾动销较好, 未来三年业绩成长确定性较高, 因此市场给予汾酒估值溢价。我们认为, 随着白酒行业内部持续分化, 业绩具备确定性的香型龙头酒企有望持续享受估值溢价, 股价或跟随业绩增长稳步上涨。

图表 49 当前股价对应 P/E (截至 2020.6.29)

代码	公司	2019A	2020E	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	44.6	38.9	32.5	28.0
000858.SZ	五粮液	37.4	31.7	26.3	22.3
000568.SZ	泸州老窖	28.7	25.0	20.5	17.2
002304.SZ	洋河股份	21.3	20.8	18.2	16.2
603799.SH	山西汾酒	64.6	52.7	42.5	35.0
603369.SH	今世缘	33.6	29.7	24.1	19.7

资料来源: wind, 华安证券研究所

*除山西汾酒、洋河股份外, 其余数据来自于 wind 一致预期

图表 50 山西汾酒 P/E TTM



资料来源: wind, 华安证券研究所

四 投资建议

山西汾酒聚焦青花及玻汾、发力全国化战略明确,“拔两头带中间”的产品策略迎合细分行业发展趋势,青花在次高端市场份额仍低、提升空间大,玻汾在高线光瓶酒市场竞争力突出,中长期存在百亿单品潜力,叠加渠道营销战略持续裂变,业绩确定性较高。我们预计公司 2020~2022 年收入分别为 140、167、197 亿元,同比分别 +17.7%、+19.7%、+17.4%,归母净利润分别为 23.8、29.5、35.8 亿元,同比分别 +22.7%、+24.0%、+21.5%,当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 52.7x、42.5x、35.0x,首次覆盖给予公司“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

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	12,642	15,141	19,429	24,803	
现金	3,964	4,746	7,388	10,959	
应收账款	41	77	77	89	
其他应收款	35	60	61	71	
预付账款	130	204	205	252	
存货	5,262	4,867	5,690	6,991	
其他流动资产	3,212	5,188	6,008	6,441	
非流动资产	3,425	3,118	3,112	3,052	
长期投资	0	3	2	2	
固定资产	1,619	1,516	1,414	1,311	
无形资产	313	293	273	255	
其他非流动资产	1,493	1,306	1,423	1,485	
资产总计	16,068	18,259	22,541	27,855	
流动负债	8,389	8,805	10,915	13,607	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	1,974	1,725	1,941	2,504	
其他流动负债	6,415	7,080	8,974	11,103	
非流动负债	55	54	67	78	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	55	54	67	78	
负债合计	8,443	8,859	10,982	13,685	
少数股东权益	178	326	507	726	
股本	872	872	872	872	
资本公积	132	132	132	132	
留存收益	6,476	8,071	10,048	12,440	
归属母公司股东	7,447	9,074	11,051	13,444	
负债和股东权	16,068	18,259	22,541	27,855	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金	3,077	1,581	3,575	4,670	
净利润	2,054	2,379	2,950	3,583	
折旧摊销	142	123	122	121	
财务费用	(97)	(115)	(141)	(188)	
投资损失	(0)	98	98	98	
营运资金变动	1,085	(1,052)	364	836	
其他经营现金	(108)	149	183	219	
投资活动现金	28	(100)	(98)	(97)	
资本支出	0	0	0	0	
长期投资	4	(3)	0	1	
其他投资现金	24	(98)	(98)	(98)	
筹资活动现金	(847)	(669)	(832)	(1,003)	
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	(150)	0	0	0	
其他筹资现金	(702)	(669)	(832)	(1,003)	
现金净增加额	2,258	812	2,646	3,570	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	11,880	13,984	16,744	19,656	
营业成本	3,336	3,804	4,430	5,065	
营业税金及附加	2,253	2,652	3,176	3,728	
销售费用	2,581	3,038	3,638	4,271	
管理费用	855	1,007	1,206	1,415	
财务费用	(103)	(115)	(141)	(188)	
资产减值损失	0	1	1	1	
公允价值变动收	0	0	0	0	
投资净收益	(98)	(98)	(98)	(98)	
营业利润	2,843	3,499	4,337	5,266	
营业外收入	3	3	3	3	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	2,845	3,501	4,339	5,267	
所得税	792	974	1,207	1,465	
净利润	2,054	2,527	3,132	3,802	
少数股东损益	115	148	182	219	
归属母公司净利润	1,939	2,379	2,950	3,583	
EBITDA	2,897	3,507	4,318	5,199	
EPS (元)	2.22	2.73	3.38	4.11	

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	26.63%	17.71%	19.74%	17.39%
营业利润	30.61%	23.06%	23.95%	21.41%
归属于母公司净利	32.16%	22.72%	24.00%	21.47%
获利能力				
毛利率(%)	71.92%	72.80%	73.54%	74.23%
净利率(%)	0.26%	16.32%	17.01%	17.62%
ROE(%)	26.93%	26.88%	27.09%	26.83%
ROIC(%)	38.48%	69.54%	41.54%	50.01%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.55%	48.52%	48.72%	49.13%
净负债比率(%)	18.15%	39.34%	12.73%	0.17%
流动比率	1.51	1.72	1.78	1.82
速动比率	0.88	1.17	1.26	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.81	0.82	0.78
应收账款周转率	1394.64	1206.92	1013.08	1163.16
应付账款周转率	8.40	7.56	9.13	8.84
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	2.22	2.73	3.38	4.11
每股经营现金流	3.53	1.81	4.10	5.36
每股净资产(最新	8.54	10.41	12.68	15.43
估值比率				
P/E	64.6	52.7	42.5	35.0
P/B	16.8	13.8	11.3	9.3
EV/EBITDA	25.62	35.22	28.16	22.85

分析师与研究助理简介

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。

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。