

山西汾酒 (600809)

报告日期：2021年06月01日

“国改”赋能汾酒速度，外延+升级挖掘强品牌潜力 ——山西汾酒深度报告

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
联系人：杨骥、张潇倩
yangji@stocke.com.cn

报告导读

公司为清香香型白酒龙头公司，上世纪曾长期位居行业第一，近年来公司通过大刀阔斧改革，重回高光时刻。我们认为公司体制机制得到大幅改善为改革成功之源，未来高价位青花系列产品占比持续提升速度及省外市场拓展速度均有望实现超预期发展。

投资要点

□ 清香鼻祖，强品牌潜力赋予其“重回行业前三”的底气

曾经的“汾老大”地位+深厚悠久的历史底蕴+优异品质赋予其极高的品牌挖掘潜力，同时作为清香型白酒鼻祖，公司充分享受差异化竞争优势，在品牌为王时代，山西汾酒极强的品牌潜力赋予其“重回行业前三”的底气。

□ 青花及玻汾所处的次高端、光瓶酒赛道均处快速扩容阶段

次高端酒方面：20年次高端酒规模约为740亿元左右，消费升级背景下，预计20-25年次高端酒收入CAGR约为17.3%；光瓶酒方面：14-19年光瓶酒市场规模CAGR达13.52%，预计至23年光瓶酒市场规模将超1300亿元，山西汾酒的两大主要系列青花及玻汾所处价位持续扩容，利好未来发展。

□ “国改”赋能汾酒速度，重回快速上升通道

17年汾酒集团与国资委签订《目标考核责任书》，标志着汾酒国企改革的大幕正式揭开，公司通过充分合理授权放权、选聘优秀管理团队、引入战投、推进混改、完善激励制度、解决关联交易以及收购相关资产等系列措施推进改革，在压力转化为动力、动力转化为活力下，公司高质量超额提前完成了三年经营任务。相较于上一轮改革，我们认为：1) 变化一：本轮改革在体制机制方面有突破性改变，富有活力的市场化机制为公司成功实现改革之源；2) 变化二：公司的渠道及产品策略更为精细，比如建立“31个省区+10个直属管理区”的区域营销组织架构、区隔青20/30产品运作、加强经销商管控等。

□ 超预期：复兴版引领高端化，全国化进程加速或超预期

复兴版引领高端，青花收入占汾酒系列比或达40%-50%。青花系列凭借“玻汾实现香型培育+出色产品品质+卡位主流消费价格带+约10%-15%的高渠道利润”已取得亮眼成绩——青花系列17-19年保持40%-60%的高速增长，20年实现了超30%的增长（收入占比约25%-30%），考虑到公司当前产品战略为“拔中高控底部”、青花30·复兴版的推出将进一步提升品牌形象，并打开青花20的量价空间，我们预计未来十四五期间青花系列销售收入复合增速将高于次高端酒收入增速，十四五期间青花收入占汾酒系列比或将达40%-50%。

发力长江以南地区，省外拓展速度或超预期。2016-2020年公司省外销售收入CAGR为42.45%，远超省内扩张速度，同时省外收入占比达56.1%，公司的全国化战略已初现成效，我们认为未来省外开拓有两大看点：1) 环山西市场：环山西板块整体市场空间约1800亿元，汾酒市占率不足3%，随着青花汾主导的产品结构升级、渠道进一步下沉，产品结构升级促进业绩释放，环山西板块仍有较大发展潜力。2) 南方市场：长江以南地区市场空间大、消费价位高，此前汾酒基础较为薄弱，随着南方市场成为公司下一重点打造市场，并提出三年平均增速超50%的目标，未来省外市场表现或超预期。

评级

买入

上次评级 首次评级
当前价格 460

单季度业绩

元/股

2Q/2020	0.44
3Q/2020	0.98
4Q/2020	0.71
1Q/2021	2.50



公司简介

山西汾酒历史悠久，是我国四大名酒之一，被誉为清香鼻祖。公司坐落于山西省汾阳市，其文化源远流长，酿造历史悠久，清香品质卓越，被誉为清香鼻祖。

相关报告

□ 盈利预测及估值

我们认为汾酒将受益于青花表现强劲、省外拓展加速、改革红利持续释放，同时考虑到 2020 年受疫情影响公司业绩基数较低、2021 年公司收入目标为 30%+，预计 2021-2023 年收入增速分别为 34.7%、26.6%、25.8%；归母净利润增速分别为 45.3%、32.4%、31.2%；EPS 分别为 5.1、6.8、8.9 元/股；PE 分别为 90、68、52 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ **催化剂：**消费升级持续、高价位产品导入顺利；

风险提示：国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。

财务摘要

（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	13990	18847	23868	30014
(+/-)	17.8%	34.7%	26.6%	25.8%
净利润	3079	4475	5924	7773
(+/-)	58.8%	45.3%	32.4%	31.2%
每股收益（元）	3.5	5.1	6.8	8.9
P/E	126	90	68	52

正文目录

1. 清香品类龙头，“汾老大”品牌底蕴深厚	6
1.1. 曾长期位居行业第一，现重回光辉时刻	6
1.2. 清香鼻祖，品牌价值仍有较大挖掘空间	8
1.3. 玻汾为香型培育先行军，青花助力实现品牌复兴	9
2. “国改”赋能汾酒速度，重回快速上升通道	13
2.1 上轮改革（09-12年）：打破旧机制，激发企业活力	13
2.2 本轮改革（17-20年）：改革力度空前，激励机制完善	14
2.2.1 以签订业绩目标责任书为始，汾酒开启国改序幕	14
2.2.2 引入战投推进混改，员工持股持续推进	15
2.2.3 关联交易问题得到解决，酒类资产实现整体上市	17
2.3 体制机制为核心变化点，渠道精细度显著提升	17
2.3.1 变化一：本轮改革在体制机制方面变化巨大	17
2.3.2 变化二：本轮改革在渠道精细度方面提升显著	18
3. 行业：次高端酒持续扩容，尽享消费升级红利	21
3.1 次高端酒：处于快速扩容阶段，仍有较大增长空间	21
3.1.1 行业规模：青花所处的次高端酒规模约 740 亿元，扩容速度或超预期	21
3.1.2 行业格局：处于战国时代竞争激烈，集中度有望进一步提高	21
3.1.3 行业趋势：价格带动态上移，布局高价位带以实现“占位”	23
3.2 光瓶酒：品类替代产品升级，玻汾所处的光瓶酒市场规模持续扩容	23
3.2.1 百元以下低端酒增速放缓，光瓶酒市场规模迅速扩容	23
3.2.2 竞争格局分散，行业集中度不断提升	25
4. 看点：全国化进行加速，复兴版引领高端化	26
4.1. 市场：发力长江以南地区，全国化进程加速	26
4.1.1. 省内市场：竞争地位稳固，仍有进一步下沉空间	26
4.1.2. 省外市场：立足环山西市场，发力长江以南地区	27
4.2. 产品：拔中高控底部，复兴版引领高端化进程	30
5. 盈利预测与估值	32
5.1 盈利预测	32
5.2 估值分析	33
风险提示	34

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 2011 年青花系列价格显著低于茅台和五粮液	7
图 3: 2002-2007 年公司省外扩张迅猛	7
图 4: 公司超额完成三年营收增速目标	7
图 5: 公司超额完成三年利润增速目标	7
图 6: 清香型白酒产品与浓香、酱香差异化明显	8
图 7: 汾酒为清香白酒绝对龙头（20 年清香型酒企收入情况）	8
图 8: 公司近年品牌价值增速较快	9
图 9: 公司广告及业务宣传费情况	9
图 10: 2020 年公司收入分产品线占比（%）	10
图 11: 山西汾酒“2+2”品牌结构	10
图 12: 青花 30 近年价格稳健提升，接近 1000 元价格带	11
图 13: 2015 年以来竹叶青系列营收及增速	12
图 14: 2015 年以来竹叶青系列毛利率	12
图 15: 14 年-2021Q1 公司整体吨价情况	13
图 16: 14 年-2021Q1 公司毛利率、净利率情况	13
图 17: 09-12 年改革期间公司品牌数量大幅下降	14
图 18: 09-12 年改革期间公司省外收入与占比不断提升	14
图 19: 09-12 年改革期间公司收入及净利润保持高速增长	14
图 20: 公司股权架构图	15
图 21: 三大举措保障青花 20/30 未来市场竞争力	19
图 22: 2016-2020 年经销商数量保持快速增长	19
图 23: 2016-2020 年销售人员数量持续上升	19
图 24: 前五大经销商占比（%）明显降低	19
图 25: 电商收入占比（%）逐渐增长	19
图 26: 青花系列价格稳中有升	20
图 27: 次高端酒扩容速度或超预期	21
图 28: 2020 年次高端各产品市占率一览	22
图 29: 光瓶酒行业市场规模情况一览（亿元）	24
图 30: 玻汾 15 年起保持较高发展增速	25
图 31: 玻汾占总收入比重连续持续增长	25
图 32: 目前光瓶酒竞争格局较分散，CR3 占比较低	26
图 33: 光瓶酒 CR3 较次高端酒和高端酒低	26
图 34: 2019 年山西省市场竞争格局	26
图 35: 2019 年汾酒山西省内市场份额领先主流地产酒	26
图 36: 区域市场战略裂变	27
图 37: 2016-2020 年省内、省外营收占比	28
图 38: 2016-2020 年省内省外营收增速	28
图 39: 公司 2016-2020 年省外收入复合增速显著高于省内	28
图 40: 2016-2020 年公司可控终端网点数量（单位：万家）	28
图 41: 17-19 年汾酒环山西市场销售规模（单位：亿元）	29
图 42: 19 年环山西市场汾酒与其他白酒销售额（单位：亿元）	29

图 43：2019 年汾酒部分南方市场销售规模（单位：亿元）	29
图 44：2016-2019 年部分南方市场收入增幅（单位：%）	29
图 45：汾酒针对长江以南市场出台保障措施	30
图 46：2020 年青花系列保持 30% 的高增长	31
图 47：2019 年青花收入占比较 2012 年略有下滑	31
图 48：次高端二线名酒估值情况	33
图 49：山西汾酒与酒鬼酒估值差	33
表 1：公司屡获奖项和荣誉，彰显全国名酒基因	8
表 2：2017-2020 年汾酒主要品牌宣传活动	9
表 3：山西汾酒产品矩阵	10
表 4：青花 20/30 区分管理	11
表 5：青花系列提价情况	11
表 6：玻汾调价情况	12
表 7：09-12 年改革期间公司产品价格稳步提升	14
表 8：制定三年任期目标，明确领导层考核指标	16
表 9：考核目标完成情况	16
表 10：股权激励考核目标	16
表 11：覆盖高端及中层管理人员、核心骨干等，覆盖面广	17
表 12：汾酒收购集团酒类资产情况	17
表 13：“13344”营销改革作战计划	18
表 14：公司近期提价情况	20
表 15：近年公司渠道策略情况	20
表 16：规模以上酒企发展情况	21
表 17：主要次高端大单品情况一览	22
表 18：次高端产品在高端价格带的布局情况	23
表 19：2020 年以来，成本压力推动主要光瓶酒酒企相继提价	24
表 20：“1357”战略拆解	27
表 21：江南地区具体开拓“作战计划”	30
表 22：山西汾酒白酒板块业务拆分表	32
表 23：山西汾酒 PEG 在同行中仍具性价比	33
表 24：可比上市公司盈利预测及估值表	33

1. 清香品类龙头，“汾老大” 品牌底蕴深厚

山西汾酒历史悠久，是我国四大名酒之一，被誉为清香鼻祖。山西汾酒坐落于山西省汾阳市，其文化源远流长，酿造历史悠久，清香品质卓越，被誉为清香鼻祖。公司拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大知名品牌，旗下有青花汾、玻汾、竹叶青、老白汾、巴拿马等多个系列的白酒产品，主要产品汾酒是我国清香型白酒的典型代表，竹叶青酒是著名的保健养生酒，在国内外享誉盛名。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.1. 曾长期位居行业第一，现重回光辉时刻

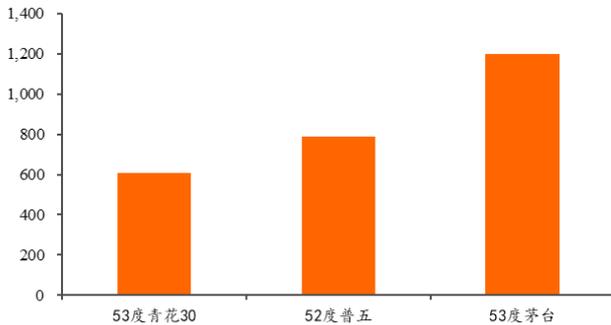
1) “汾老大”地位稳固（1949-1994年）：改革开放后，白酒行业走入市场经济使得白酒需求迅速提升，供不应求成为主要市场问题，在这一背景下，时任党委书记带领企业进行了一系列改革，推使汾酒成为了“汾老大”：① 汾酒在产能扩张上具有优势。受益于清香型酒具有生产周期短、成本低、出酒率高等特点，汾酒在产能扩展上具有先天优势，在汾酒决定大力挖潜改造后的第二年产量便提升了约 3200 吨，1985 年产能达 11500 多吨，为市场第一，1986 年汾酒销量在市场中遥遥领先；② 公司重视品质，并制定了相应奖惩制度。汾酒依靠扩产+高品质成就了汾老大地位，同时公司成为了首家白酒上市公司。

2) 民酒战略阶段（1994-2001年）：由于公司在 90 年代在价格及品牌战略上定位民酒，从而错失高端酒发展机会，1994 年收入被五粮液赶超，1995 年零售价再次被五粮液超越后，收入规模陆续被古井贡酒、茅台、泸州老窖、金种子、沱牌、水井等企业超越，收入从 1993 年的约 6 亿元下降至 1998 年的 2.5 亿元，1998 年朔州假酒案叠加白酒消费税改革阻碍了全国化扩张步伐，虽然汾酒与假酒案无联系，但仍受重创，省外市场下降幅度达 70%，从此跌落一线阵营。

3) 调整尝试阶段（2002-2008年）：汾酒于 2000 年后走出低迷期主要原因为：产品及销售模式方面，2001 年开始山西经济加快增长，公司持续优化产品结构（2001 年推出青花汾，2004 年推出高端酒国藏汾酒），并依靠工商联合开发销售模式逐步走出低谷，逐步实现恢复性增长；渠道方面，公司在 2001 年把巩固本省市场、拓展省外重点市场作为基本策略，通过对现有成熟品牌实行总代理、加强自营网络建设、成立 30 多家汾酒专卖店等措施完善渠道，2002 年公司合资成立了汾酒销售有限责任公司，并实施大营销策略。但和五粮液后期情况相似，汾酒在 2006 年联合开发模式弊端逐步显现，产品过度开发导致公司出现销售体系、价格体系、品牌弱化等问题（高峰期联合开发品牌达 1000+

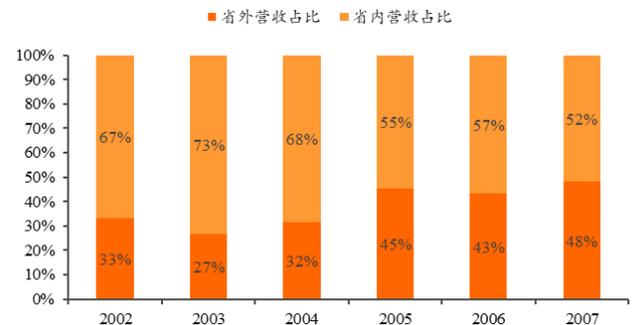
个)，因此 2007 年公司业绩大幅下降。2008 年后公司通过更换管理层、进行系统改革来解决问题，2009 年改革效果初显。

图 2：2011 年青花系列价格显著低于茅台和五粮液



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2002-2007 年公司省外扩张迅猛



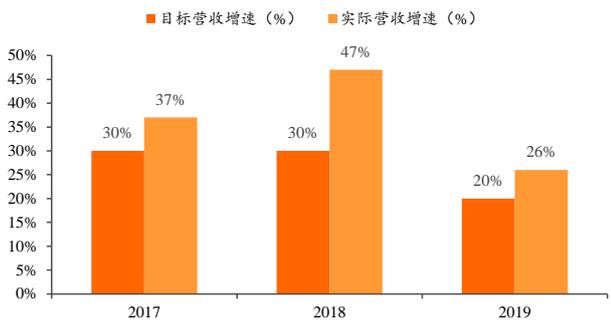
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4) 全面改革阶段 (2009-2012 年)：2009 年汾酒管理层换届，李秋喜出任汾酒集团和股份公司“双料董事长”，新任年轻一代管理层上任后，对公司进行了全面改革，对公司治理结构、管理体制、营销体系进行了深入的改革，帮助公司进入良性发展阶段。高端品种青花汾酒的收入规模接近 20 亿元，2009-2012 年间汾酒 CAGR 达到 44.59%。

5) 行业调整阶段 (2013-2014 年)：13-14 年行业进入深度调整期，由于三公消费受限、煤炭产业低迷使得山西省内经济增速放缓，该阶段汾酒收入业绩大幅下滑，渠道库存普遍超过半年以上、渠道利润下降、青花系列产品占比由 30% 以上下降至 15%。

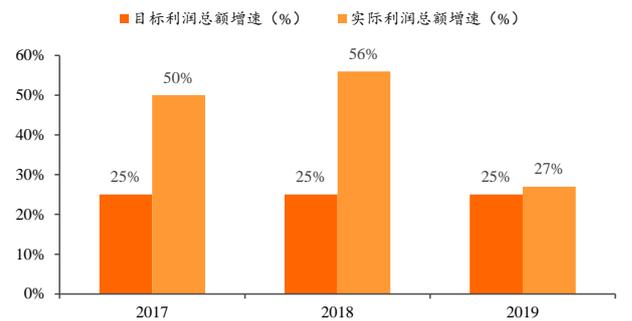
6) 品牌复兴阶段 (2015 年-至今)：2017 年汾酒集团与省国资委正式签署《三年任期经营目标考核责任书》，品牌复兴战役正式打响，公司通过签署军令状、实施股权激励极大激发内部活力，通过引入战投推进混改、集团整体上市优化公司治理，三年国改红利不断释放，公司超额完成军令状任务。

图 4：公司超额完成三年营收增速目标



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：公司超额完成三年利润增速目标



资料来源：Wind，浙商证券研究所

复盘历史，我们认为山西汾酒的发展驱动力已由上世纪的“产量为王”优势转变为“品牌力”+“渠道力”+“营销力”综合赋能。深厚的群众基础、强大的品牌基因为公司走向复兴的基础条件，而近年来公司正确的经营方针、国改赋能、战略高效执行则为公司走向快速上升通道的引擎。受益于次高端酒单品青花及光瓶酒玻汾势能持续释放，公司业绩在疫情期间也表现出十足的韧性，未来“汾酒+竹叶青”双轮驱动战略将引领公司走向十四五新发展阶段。

1.2. 清香鼻祖，品牌价值仍有较大挖掘空间

公司品牌文化底蕴深厚，具有回归高端梯队潜力。公司曾于1915年获得巴拿马万国博览会甲等金质大奖章，新中国成立后被周总理指定为首款国宴用酒，之后连续五次出现在历届全国名酒榜单，在上世纪80年代更是被酒业公认为“汾老大”，我们认为其曾经的“汾老大”地位+深厚悠久的历史文化底蕴+优异的产品品质赋予其极高的品牌力挖掘潜力，在品牌为王时代，山西汾酒极强的品牌潜力赋予其“重回行业前三”的底气。

表 1：公司屡获奖项和荣誉，彰显全国名酒基因

日期	奖项与荣誉
1915年	巴拿马万国博览会最高奖甲等大奖
1951年	汾酒成为国宴指定用烈性酒
1953-1989年	蝉联五届国家名酒称号
1991年	首届全国工业企业技术进步成就展览会荣誉奖
1997年	“杏花村”商标被国家工商局评为全国驰名商标
2003年	“杏祥酒”获中国白酒典型风格银杯奖；全国质量效益信誉等级证书
2005年	杏花村牌白酒获“全国三绿工程畅销品牌”称号
2015年	荣获国家工商总局和世界知识产权组织联合颁发的“中国商标金奖”
2017年	封藏大典营销活动荣膺由中国人民大学商学院发起的首届“金牛角”最具品牌活动大奖
2017年	荣获山西总工会颁布的“质量管理小组活动优秀企业”称号并蝉联“第二届山西省质量奖”
2018年	全国国企管理创新成果一等奖
2019年	“一带一路”新品荣获香港“一带一路”国际食品展“最佳中国白酒大奖”荣誉
2019年	青花汾酒中国装荣获第50届国际葡萄酒暨烈酒大赛金奖
2020年	“青享竹叶青酒项目”“酵母菌与乳酸菌的平衡关系定向调控汾酒发酵的新模式研发项目”分别获得中国食品工业协会科学技术奖一等奖、“二等奖”
2020年	汾酒荣获“2020全国食品工业科技竞争力优秀企业”称号

资料来源：Wind，浙商证券研究所

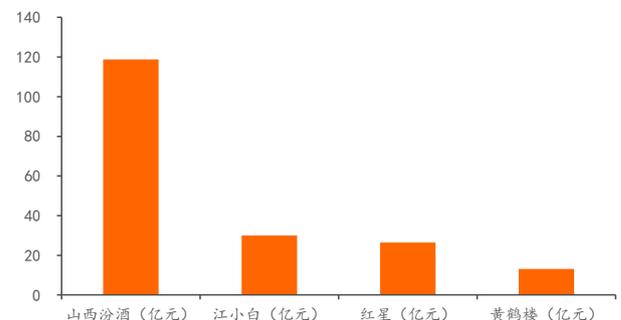
作为清香型白酒鼻祖，公司充分享受差异化竞争优势。从香型角度来看，口感繁复度排序分别为：清香-浓香-酱香，其中清香与酱香口味差别最大，替代性较弱，在酱酒热背景下，作为清香型品类龙头的汾酒拥有一定抵御酱酒冲击能力。

图 6：清香型白酒产品与浓香、酱香差异化明显

浓香型	酱香型	清香型
<ul style="list-style-type: none"> 代表产品：五粮液/泸州老窖 发酵时间：45-90天 工艺特点：泥窖固态发酵，续糟配料，混蒸混烧 风味特点：窖香浓郁、绵甜甘冽、香味协调、回味悠长 	<ul style="list-style-type: none"> 代表产品：贵州茅台/郎酒 发酵时间：1年 工艺特点：“三高三长”，九次蒸煮，八次发酵，七次取酒 风味特点：酱香突出，幽雅细腻，酒体醇厚，回味悠长，空杯留香持久 	<ul style="list-style-type: none"> 代表产品：山西汾酒/红星二锅头 发酵时间：约28天 工艺特点：清蒸清烧，地缸固态发酵，清蒸两次清 风味特点：“无色透明，清香纯正、香味协调，余味净爽

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：汾酒为清香白酒绝对龙头（20 年清香型酒企收入情况）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

据世界品牌实验室发布《中国 500 最具价值品牌》显示，汾酒的品牌价值由 16 年的 140 亿元提升至 20 年的 422.7 亿元，年均复合增速为 31.8%，进步速度位居白酒行业前列，品牌价值实现跃升，主因：

1) 2020 年确定了“中国酒魂，活态为魂”的新战略定位，持续沉淀品牌价值。陆续举办汾酒封藏大典、“行走的汾酒 2020”等大型营销活动，品宣高空+地面联动发力，将汾酒的品牌与中国饮酒文化有机结合，树立了汾酒“文化”、“品质”的品牌形象。

2) 公司在投入大量营销费用以实现立体化、系统化高强度宣传。销售费用和广告宣传费分别由 16 年的 7.8 亿元、4.6 亿元快速提升至 20 年的 22.8 亿元、12.8 亿元，年均复合增速分别达 30.9%、28.8%；

3) 削减品牌系列，实现品牌聚焦。公司通过削减开发产品以实现瘦身，19 年品牌数已从 1200+个缩减至 500 个以内，主品牌形象得到提升，同时公司聚焦青花及玻汾系列，实现规模的快速扩张。

图 8：公司近年品牌价值增速较快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：公司广告及业务宣传费情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：2017-2020 年汾酒主要品牌宣传活动

日期	具体品牌形象宣传活动
2017/9/21-23	在 2017 欧亚经济论坛上进行汾酒品牌的立体展示
2017	策划实施了《朗读者》系列活动
2018	出版《汾酒收藏》《名人说汾酒》等文献资料，与央视《国家记忆》《对话》栏目以及媒体的多个品牌栏目进行深度合作，全方位、多角度地传播汾酒好声音
2019/8/26	承办比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛
2020/11/7	与国际知名巧克力品牌爱顿博格全球联名推出“汾酒酒心巧克力”
2017-2020	成功举办世界酒文化博览会
2018-2020	成功举办“行走的汾酒”活动
2019-2020	成功举办汾酒封藏大典营销活动

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 玻汾为香型培育先行军，青花助力实现品牌复兴

汾酒产品线完备且划分清晰，实现价格带全覆盖。公司目前拥有汾酒、系列酒（杏花村）、配制酒（竹叶青）三条产品线。截止 2020 年年底，分别实现营业收入 126.3/5.7/6.5 亿元，营收占比分别为 90.3%/4.0%/4.7%，汾酒产品线为公司主要收入来源（包含青花、巴拿马金奖、老白汾、玻汾等系列产品），产品结构来看，预计 2020 年青花及竹叶青系列收入增速均超 30%、玻汾收入增速约为 30%，在疫情下，主要产品均实现高速增长显示公司业绩极具韧性。

图 10：2020 年公司收入分产品线占比（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：山西汾酒“2+2”品牌结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 3：山西汾酒产品矩阵

产品线	品牌	品类	价格（元/瓶）	容量	500ML 价格（元）	产品展示	价格带	定位
汾酒	青花	65度青花50	1088	100	5440		800元以上	高端酒，为提升公司品牌高度的形象产品，打造国酒之源、清香鼻祖的品牌形象
		55度青花50	5999	500	5999			
		55度青花 中国装	1499	500	1499			
		53度青花30 复兴版	1199	500	1199			
		53度青花30	788	500	788			
	巴拿马	53度青花20	488	500	488		450-800元	次高端酒，满足商务用酒需要
		53度巴拿马20	418	475	440			
		42度巴拿马20	339	475	357			
		53度巴拿马10	338	475	356			
		42度巴拿马10	328	475	345			
	老白汾	53度老白汾封坛15	229	475	241		100-300元	中端酒，满足大众宴请需求
		53度老白汾10	158	475	166			
		53度老白汾醇柔	118	475	124			
	玻汾	48度乳玻汾	79	475	83		100元以下	高线光瓶酒，满足日常自饮需求
		53度出口玻汾	53	500	53			
53度黄盖玻汾		50	475	53				
42度红盖玻汾		49	475	52				
配制酒	竹叶青	45度竹叶青30	678	500	678		配制酒	保健酒，贴合饮酒健康化趋势
		42度竹叶青20	498	500	498			
		38度竹叶青10	308	500	308			
	白玉+玫瑰	45度牧童竹叶青	75	475	79			
		40度白玉汾酒	55	375	73			
系列酒	杏花村	40度玫瑰汾酒	55	375	73		系列酒	大众民酒，满足定制化需求
		53度印象杏花村	258	475	272			
		53度杏花村 一带一	149	450	166			
		53度杏花村 诗酒壹	139	475	146			
		42度杏花村 20	129	500	129			
		53度杏花村金质3	98	500	98			
53度复古杏花村	48	500	48					

资料来源：公司官网，京东，饿了么，浙商证券研究所

玻汾为香型培育先行军，青花实现持续高增长。18-19 年公司坚持“抓两头带中间”战略，重点布局高端青花及低端玻汾系列，旨在通过低端玻汾放量以培育消费群体，并带动腰部及中高端产品发展，青花系列则通过高举高打实现高速发展。得益于青花 20、青花 30 在次高端酒中拥有较强的渠道力及品牌力，玻汾在光瓶酒中性价比突出，青花及玻汾已成为公司业绩核心驱动力。2020 年末公司提出未来公司将构建“2+2”品牌结构，实现汾酒竹叶青品牌双轮驱动。

青花系列为汾酒实现复兴的重要支撑，业绩表现亮眼。目前青花系列产品主要以次高端青花 20/30 为主（快速放量以抢占市场份额，2020 年青 20、青 30 占比分别约为 50%、

40%)，而高端青花 40/50 为形象产品（提升品牌形象），其中公司对青花 30 采取控量挺价策略，而青花 20 则凭借较高的渠道利润及极强的品牌力，成为 300-400 元价位带的有力竞争者。另外，公司 2020 年通过推出青花 30 复兴版以抢占千元价位带，进一步拔高品牌力。受益于消费升级及高举高打战略，近年青花系列收入增速亮眼，销售占比不断提升，即使经历 2020 年初的疫情困难时期，依然逆势而上，2020H1 收入同比增长 30% 以上；2021Q1 青花受疫情影响基数较低（同增个位数），实现 150% 以上增长，表现亮眼。

图 12：青花 30 近年价格稳健提升，接近 1000 元价格带



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 4：青花 20/30 区分管理

	青花 20	青花 30
价位差别	488（元/瓶）	788（元/瓶）
产品定位	提升市占率	提升品牌价值
市场定位	聚焦 100 个空白市场	全国 50 个优势城市
渠道模式	侧重渠道运营	侧重团购
核心终端	覆盖烟酒店、专卖店及终端	目标营销意见领袖
消费场景	宴席	商务和团购

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 5：青花系列提价情况

产品	日期	具体内容
青花 30	2017年5月	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开票价上调至673元，上涨100元；48度青花30开票价将上涨100元
	2020年10月	53度青花30开票价上调101元/瓶，出货价也同步上调
青花 20	2017年5月	53度/42度青花20开票价分别提至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
	2020年10月	53度青花20开票价上调20元/瓶，出货价也同步上调

资料来源：公开新闻报道，浙商证券研究所

玻汾稳中有升、持续推进全国化布局。玻汾主要产品为红盖、黄盖、出口，定位为高线光瓶酒，具有快消属性，由于其性价比高（汾酒品牌力强+纯粮固态酿造+价格不高）、存货周转快（自然动销情况好，渠道利润可观），近年来放量迅速。其高性价比利于在全国打开市场，快速培养清香型基础消费者，成为汾酒全国布局的突破口。由于光瓶酒消费者对价格较为敏感，玻汾近年来提价频率较低，幅度较小，目前 53 度黄盖玻汾价格维持在 50-60 元/瓶左右，高线光瓶地位已经明确树立，未来随着玻汾价格逐步上移，杏花村将实现补位。

表 6：玻汾调价情况

产品	调价日期	供货酒店指导价	烟酒店提议成交价	末端标价
53度玻汾	2017/10/1	38	-	55
	2018/5/1	39	-	58
	2019/1/1	40	45	58
	2019/9/1	41	48	60
	2020/3/1	42	-	58
42度玻汾	2017/10/1	-	-	47
	2018/5/1	36	-	49
	2019/11/1	37	44	50
	2020/3/1	36	-	49

资料来源：酒说，酒业家，浙商证券研究所

巴拿马系列韧性强，老白汾仍处调整期。老白汾（100 元-200 元）和巴拿马系列（200-400 元）为公司腰部产品，其中老白汾系列在山西省内市场有较高的认可度和消费者基础，曾在 14 年前拥有较高收入占比，但是由于其存在渠道透明度高、产品老化、全国扩张初期未走出环山西市场等原因，收入占比有所下滑，为此，公司通过推出承接老白汾升级需求的产品（巴拿马金奖系列）以丰富产品线，在疫情期间，巴拿马系列仍实现正增长显示其较强韧性，在品牌力不断提升叠加全国化进程加快背景下，汾酒腰部产品市场空间有望进一步打开。

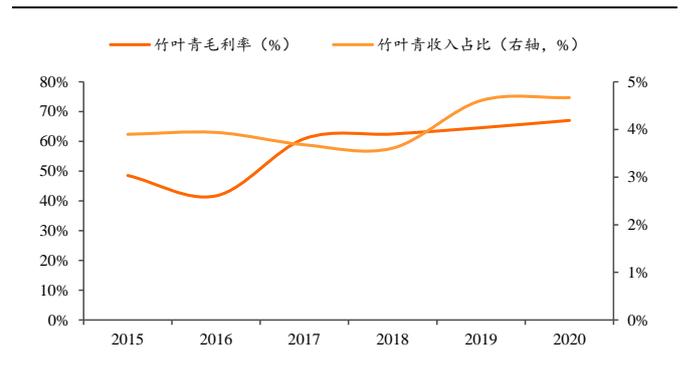
竹叶青为未来双轮驱动战略发展重点，竹叶青或为汾酒下一亮点。竹叶青为全国知名的保健酒品牌，在疫情冲击下，20 年配制酒收入增速仍达 19.23%，毛利率较 19 年提升 2.45 个百分点至 20 年的 67.04%。市场方面，2020 年竹叶青收入省外占比近 70%，长江以南市场增幅超过 150%，省外市场中，广东市场实现亿元突破。2020 年经销商大会上，公司表示将加快推进竹叶青酒发展步伐，要把竹叶青大健康产业项目打造成山西高质量转型的标杆项目；战略上，2020 年 3 月公司已明确竹叶青的全国布局目标，2020 年 12 月细化了全国化战略，未来汾酒竹叶青有望成为公司目前重点聚焦的另一个增长极，三年内收入规模有望达到几十亿元。

图 13：2015 年以来竹叶青系列营收及增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 14：2015 年以来竹叶青系列毛利率

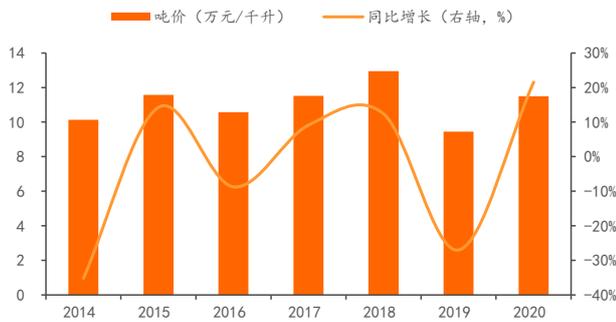


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

系列酒整合资源、统筹管理。公司自 2019 年起，强化对系列酒产品线的统筹管理，将系列酒的生产计划、质量管控、品牌管理及市场营销等各项工作全面纳入公司运营体系，同时公司也着手整合集团旗下各系列酒资产，通过以上调整，公司对原来集团旗下的系列酒资产进行整合，利于公司进一步聚焦核心品牌。

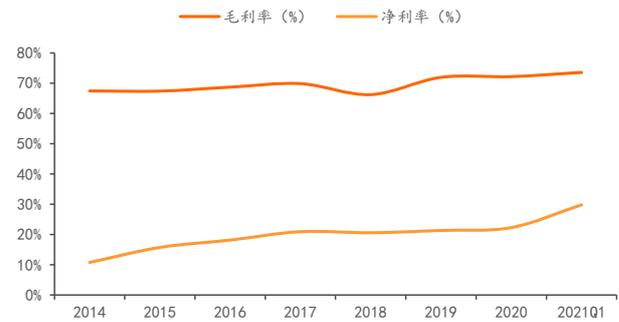
吨价稳健增长，毛利率略有提升。产品占比方面，受益于消费升级，次高端青花产品收入占比从 15 年的 18% 大幅提升至 20 年接近 30%，同时受益于光瓶酒持续扩容，玻汾、杏花村收入占比从 15 年的 28% 提升至 19 年的 33%。销量方面，自 14 年以来，公司销量复合增速约达 21.1%，吨价年复合增速约为 2.1%（19 年公司收购集团资产拉低吨价），业绩主要由价驱动。受益于价增及成本优化，公司毛利率从 2014 年的 67.44% 增至 2021Q1 的 73.54%，净利率由 2014 年的 9.14% 增至 2021Q1 的 29.80%。

图 15：14 年-2021Q1 公司整体吨价情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 16：14 年-2021Q1 公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2. “国改”赋能汾酒速度，重回快速上升通道

2.1 上轮改革（09-12 年）：打破旧机制，激发企业活力

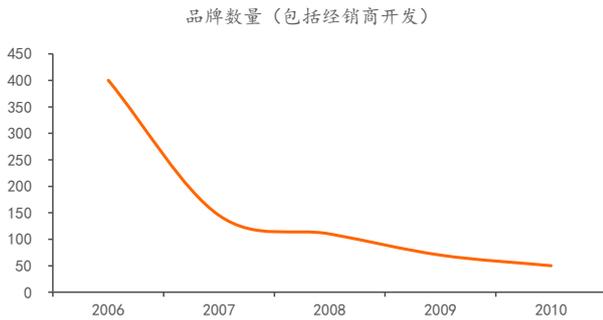
【宏观背景】在 2008 年遭遇经济危机后，2009 年我国政府实施了积极的财政政策、适度宽松的货币政策及“4 万亿”计划等一系列扩大内需措施，对经济产生托底的效应推动白酒需求增长，白酒行业景气度逐步恢复，同时行业消费升级趋势延续，此时白酒行业处于渠道为王阶段。

【改革举措】公司通过管理层调整（李秋喜上任股份公司董事长，王敬民、谭忠豹为副董事长，韩建书为董事兼总经理等，将公司治理及管理体制改善列为首要目标）+渠道改革（实行深度分销，省内保留原有机制，但加强渠道管理；省外从品牌代理转为区域代理，销售人员及经销商数量大幅提升，渠道更加扁平）+激励机制改革（推动员工绩效考核及激励制度建立）+产品线改革（压缩开发产品，缩减产品 SKU，聚焦青花系列等中高端产品，对出厂价进行提升，青花系列收入占比从 08 年的 13% 提升至 12 年的 28%）+营销改革（加强文化宣传）+市场改革（加速全国化步伐），通过大刀阔斧的改革，公司旧机制得以打破，企业凝聚力得到显著提升。

【改革成效】公司在黄金十年的末端时期有了优异表现，09-12 年收入 CAGR 高达 44.6%，省外收入占比提升至 40% 以上，同时过亿省份数量超 9 个。

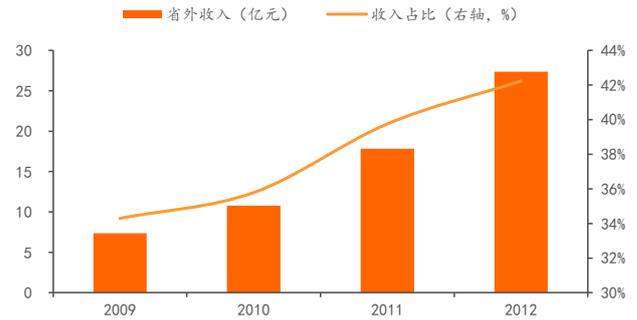
【后续情况】受“三公消费”、省内煤炭产业持续低迷影响（省内收入占比约 60%）、12 年末为冲百亿而非理性压货等因素影响，渠道库存高企、价格混乱、经销商变动大、省外市场压缩严重。

图 17：09-12 年改革期间公司品牌数量大幅下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：09-12 年改革期间公司省外收入与占比不断提升



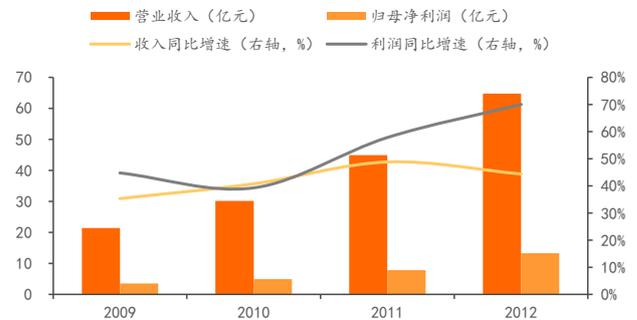
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 7：09-12 年改革期间公司产品价格稳步提升

日期	产品	提价幅度
2008年3月	部分汾酒	8%
2008年4月	高端陈酿汾酒	30%
	中低端汾酒	10%
2009年6月	10年老白汾	10%
2009年12月	老白汾、竹叶青	10%
	15年以上汾酒	15%
2011年3月	30年青花瓷	20%
	20年/40年青花瓷、20年老白汾	10%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：09-12 年改革期间公司收入及净利润保持高速增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 本轮改革（17-20 年）：改革力度空前，激励机制完善

宏观背景——近年来宏观经济发展向好，居民收入持续提升、财富效应加剧推动消费升级持续；消费人群方面，区别于 09-12 年白酒主要消费为政务消费（受经济及政策波动影响大），当前消费人群已逐步转为大众消费（其中商务消费占比较大），因此整体消费环境更为稳定；行业特征方面，自行业经历深度调整后，消费者品牌意识的树立推动行业进入“品牌为王”时代，凭借深厚的历史底蕴及优秀的品牌力，优质酒企乘经济发展及消费升级东风，业绩实现突破性发展，山西汾酒为表现最为亮眼的酒企之一。

改革成果——公司通过充分合理授权放权、选聘优秀管理团队、引入战投、推进混改以及收购相关资产等系列措施推进改革，2019 年公司超额完成国改任务，并成为行业内唯一一家入选国务院国企改革“双百行动”的企业，势能正持续集聚，2020 年 11 月汾酒集团升格为山西省属重点骨干企业，对汾酒今后的改革提出了更高要求。业绩层面来看，2018 年汾酒自我加压，提出三步并作两步走，三年任务两年完成的口号，高质量提前完成了三年经营任务，2020 年公司继续保持高速增长，收入规模 139.96 亿元，归母净利润 24.61 亿元，再创历史新高，收入、利润在 2016-2020 的 4 年间复合增速分别为 33.51%、50.52%。

2.2.1 以签订业绩目标责任书为始，汾酒开启国改序幕

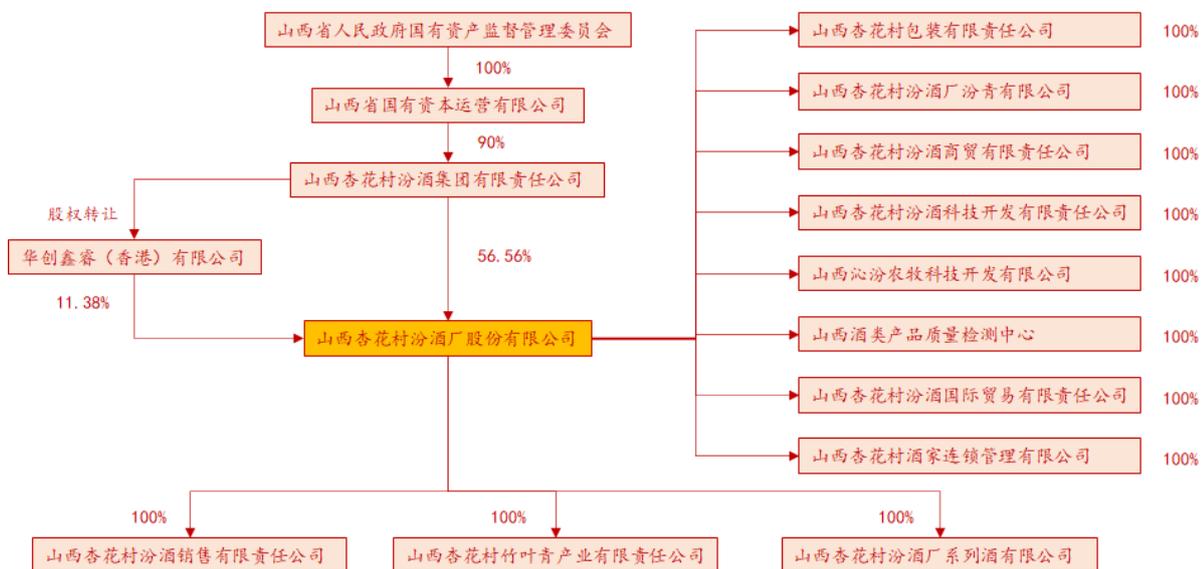
2017 年 2 月汾酒集团与国资委签订《2017 年度经营目标考核责任书》和《三年任期经营目标考核责任书》，标志着汾酒国企改革的大幕正式掀开。《目标责任书》坚持“权

责利统一、对标先进、正向激励”原则。自目标责任书签订后，公司一改以往营销力不强，经销人员积极性不高的情况，对销售管理体系进行了大刀阔斧的改革：**1）领导层面**，搭建以常建伟为执行董事、李俊为总经理的新一届销售公司领导班子，采用组阁聘任的用人机制，推行职业经理人市场化聘用制度，领导班子得到优化/全力推进“六定”改革，精简职能部门数量，优化公司治理结构，进一步焕发了组织活力，其中职能部门减少 48.27%，总部内设机构减少 80.83%，中层管理人员减少 59.84%；**2）奖励机制方面**，构建薪资与业绩直接挂钩机制，同时通过推新员工持股计划自上而下进行充分激励，激发公司活力；**3）管理体制方面**，与营销单位签订目标责任书，下放机构设置、人事调配、考核激励、投资决策等 12 项权利，使得汾酒集团充分享有经营自主权；**4）营销模式创新上**，逐步形成了“以入股优质企业成立混合所有制公司、联合区域经销商成立大平台公司和以产品系列为主体成立的混合所有制合资联销公司”新模式。

2.1.2 引入战投推进混改，员工持股持续推进

引入战投推进混改，高业绩目标激发活力。2018 年，公司进行内部股权结构改革，山西杏花村汾酒集团有限责任公司将部分股权转让给了华创鑫睿（香港）有限公司，在引入资本 51.6 亿元的同时，华润成熟的快消品运作经验为公司在渠道、产品等方面带来了协同效应：1) 其掌控的超百万家终端对汾酒开拓省外市场形成强有力支持。汾酒与华润旗下的雪花、怡宝等开展合作，选取 9 万多家终端进行铺货；2) 汾酒派员工至华润学习管理经营；3) 18 年陈朗（华润集体副总经理、华润雪花、怡宝董事长）及侯孝海（华润雪花中国总经理）入主汾酒董事会。此次改革后，杏花村汾酒集团对杏花村汾酒厂股份有限公司持股 56.56%，同时华创鑫睿（香港）持股 11.38%，分别成为公司的第一、第二大股东。

图 20：公司股权架构图



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：更新至 2021 年一季度

表 8：制定三年任期目标，明确领导层考核指标

净目标完成程度	奖惩
超过目标50%	奖励超额利润20%
超过目标30%-50%	奖励超额利润15%
超过目标30%以内	奖励超额利润10%
低于目标1%-5%	扣减工资总额5%
低于目标6%-10%	扣减工资总额10%
低于目标10%以上	扣减工资总额15%-30%

资料来源：公司公告，浙商证券研究

表 9：考核目标完成情况

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）同比增速为37%，47%和26%；利润总额同比增速为50%，56%，27% (2) 截至2017/2018/2019年12月31日，净资产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年酒类营业收入达到118.8亿元，酒类利润总额达到28.45亿元

资料来源：公司公告，公开新闻报道，浙商证券研究

开展股权激励，建立长效激励机制。汾酒于2018年12月开展股权激励，首批对387人进行股权激励，激励对象包括高层管理人员、中层管理人员、核心技术/业务人员，获授限制性股票占总股本比例为0.725%，激励覆盖面广，意义重大。以2017年为基数，2020年公司营收增速为132%，远超股权激励方案所提的120%的目标，体现出本次股权激励的切实有效性，充分调动了员工的积极性，并建立起了长效激励机制

表 10：股权激励考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2019年净资产收益率不低于22%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；以2017年业绩为基数，2019年营业收入增长率不低于90%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；2019年主营业务收入占营业收入的比例不低于90%
第二个解除限售期	2020年净资产收益率不低于22%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；以2017年业绩为基数，2020年营业收入增长率不低于120%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；2020年主营业务收入占营业收入的比例不低于90%
第三个解除限售期	2021年净资产收益率不低于22%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；以2017年业绩为基数，2021年营业收入增长率不低于150%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；2021年主营业务收入占营业收入的比例不低于90%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 11：覆盖高端及中层管理人员、核心骨干等，覆盖面广

姓名	职务	获授限制性股票数量（万股）	获授限制性股票占授予总量的比例	获授限制性股票占当前总股本的比例
宋青年	副总经理	5	0.80%	0.01%
武世杰	常务副总经理	5	0.80%	0.01%
李俊	副总经理	5	0.80%	0.01%
马世彪	总会计师	5	0.80%	0.01%
郝光岭	总经理助理	5	0.80%	0.01%
高志峰	总经理助理	5	0.80%	0.01%
王涛	董事会秘书	5	0.80%	0.01%
武爱东	总经理助理	5	0.80%	0.01%
中层管理人员、核心技术/业务人员（共387人）		528	84.08%	0.61%
预留		60	9.55%	0.07%

资料来源：公司公告，浙商证券研究

2.1.3 关联交易问题得到解决，酒类资产实现整体上市

关联交易问题得到解决，酒类资产实现整体上市。为解决关联交易金额较大而带来的系列弊端，公司自18年11月以来加速对集团酒业资产的收购；19年11月密集收购集团下的7项关联资产，19年关联交易从18年的29.28亿元下降至14.2元；2020年11月汾酒收购集团酒业发展区股份公司51%股权后，集团酒类资产实现整体上市，内部关联交易问题基本得到解决，治理结构进一步得到优化，公司经营效率进一步提升。

表 12：汾酒收购集团酒类资产情况

收购时间	交易标的	收购价格（万元）	资产项目
2018年11月19日	杏花村国贸	9282.75	龙城国贸、大同长风、朔州国茂、长风国贸共四家销售公司100%股权，大连杏花村酒业公司、三晋杏花村汾酒专卖店100%股权
2018年12月13日	酒业发展区销售公司	12232.10	酒业发展区销售公司51%股权
2019年3月5日	汾酒集团	891.03	房屋建筑物、构筑物、机器设备
2019年3月5日	义泉涌公司	9945.04	金安商贸公司80%股权、汾玉商贸公司31%股权
2019年6月20日	宝泉涌公司	2575.7	宝泉涌公司51%股权
2019年11月25日	宝泉福利公司	1645.59	房屋建筑物、机器设备、运输设备、电子设备
2019年11月25日	杏花村汾酒集团	213.33	汾酒集团9275平方米土地使用权
2019年11月25日	竹叶青销售公司	1194.95	竹叶青销售公司10%股权
2019年11月25日	汾酒集团汾清酒厂	19725.12	汾清酒厂100%股权
2020年11月18日	集团酒业发展区公司	26520.85	汾酒集团酒业发展区股份有限公司51%股权

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 体制机制为核心变化点，渠道精细度显著提升

2.3.1 变化一：本轮改革在体制机制方面变化巨大

我们认为公司本轮改革较上轮改革最大变化为体制机制改革更为彻底。公司管理层人员能力强，且内部团队稳定性、忠诚度高，省政府对公司的八项授权大大提升公司自主能动性，市场化机制虽然让公司面临更大压力，但是公司将压力转化为动力，将动力转化为活力，而股权激励、渠道改革等举措则属于这之下的具体动作。未来公司将逐步解决在深化改革过程中所触及的更深刻问题，不局限于快速释放生产力，配合山西省的六定改革做一些内部管理方面的改革创新，另外，公司将继续探索创新的国企管理模式，在2020年底经销商大会上，公司公布了十四五期间公司战略定位及13344营销改革计划：

1) 2021 年：解决年。要用一年时间解决过去三年经销商结构问题、营销体系管理创新问题、市场净化问题、品牌聚焦问题、经销利润；

2) 2022-2023：转型发展期。用两年时间实现省外市场高质量发展，实现长江以南市场显著突破，实现杏花村销售规模和质量的双提升，积极开拓国际市场；

3) 2024-2025 年：汾酒营销加速发展。用两年时间实现青花规模历史性突破，实现汾酒杏花村相互支撑发展格局，全面实现 135 市场布局，在国际化市场形成品牌力，形成全营销体系，打造成行业第一历史文化名酒。

汾酒具备奋勇开拓的活力，持续巩固改革发展成果，纵深推进国企改革，到十四五末，汾酒将跻身行业前三，未来跻身世界一流企业。

表 13：“13344”营销改革作战计划

分类	含义	具体内容
1	1 个体系	营销体系一体化，为加速汾酒营销体系改革，汾酒成立了汾酒营销中心，为国际国内营销协同提供重要支撑，对汾酒营销改革工作深入开展有深远意义
3	3 大战略	1) 持续提高青花汾酒价值，建立圈层营销代表；2) 持续优化杏花村个性化品牌，践行品牌聚焦战略；3) 持续探索国际化市场，践行借船出海战略，重点推进东南亚和免税市场
3	3 大任务	1) 整体品牌价值提升更强，深挖为高品质生活带来的精神内涵，实现汾酒品牌价值快速提升；2) 营销管理水平提升更高，加大考核制度，完善区域营销组织；3) 经销商结构优化更好，调整经销商结构以实现经销商分级分层管理，构建厂商共同体
4	4 个原则	1) 抓两头强腰部产品策略，抓青花汾酒和玻汾的基础上强化腰部产品的发展，全力推进巴拿马星火计划，实现全系列整合发力；2) 以核心终端、核心团购单位端、核心消费领袖端为重点的市场构造原则，完善管理机制；3) 以价格线，窜货线，费比线，厂商统一线四线为关键的市场秩序，建立牢不可破的厂商统一战线；4) 以品牌传播度，产品能见度，消费者互动度，品鉴多频度，青花新高度的五度建设原则，强化青花大事件营销在全国的大联动，提高品牌影响力
4	4 大保障	1) 人才保障，提升管理素质，持续扁平营销组织，建立人才梯队，让汾酒营销团队成为行业里最忠诚的，为汾酒营销加速转型建立保障；2) 制度保障，不断完善考核激励制度，风险防范制度；3) 资源保障，让文化历史工艺流传，要挖掘历史文化内涵，聚焦关键核心，讲好汾酒故事；4) 监督保障，根据部署，在打假办基础上成立了稽查中心，下一步要加大稽查力度，为快速转型创造好的环境；优化领导方式，创新领导方法

资料来源：Wind，浙商证券研究所

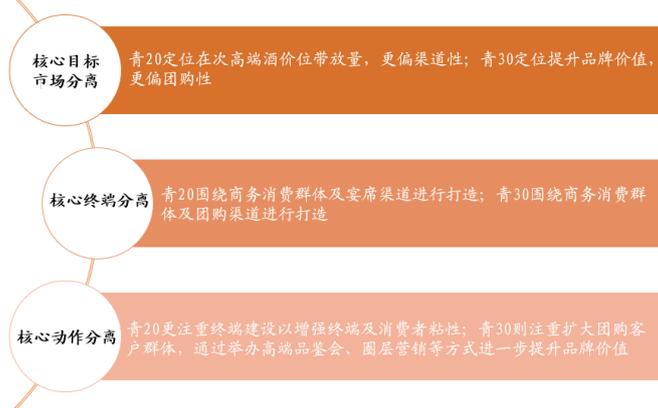
2.3.2 变化二：本轮改革在渠道精细度方面提升显著

相较于上一轮改革时期（渠道模式仍较为粗放），我们认为公司在销售区域的划分、产品运作、经销商数量、渠道精细度、省外规模、线上渠道建设、渠道利润等方面均有大幅改善：

1) 销售区域划分：渠道精细度更高。公司由原先的西南、东北、华东、华南等大区细分至省区级别，在此基础上，公司 2020 年在省外市场选取 10 个销售额突破 5000 万元的地级市，设立直属管理区，建立“31 个省区+10 个直属管理区”的区域营销组织架构（直属管理区等同于省区平行管理，并且第一次以直选的形式民主的筛选了直属管理区经理，充分体现了汾酒人才选拔的理念），预计今年直属区域将逐步增加到 20-30 个；

2) 产品运作：产品运作更为精细。2019 年公司定下 2020 年青花 20/30 双增 10 亿元（销售口径），总量达 50 亿元的目标，公司对全系列产品实行销售配额制管理，实行精细化分级管理，对于不同特性的产品采取不同的打法，比如针对青 20、青 30 不同定位，未来将做到核心目标市场分离、核心终端分离、核心动作分离，由此提升青花 20/30 市场竞争力。

图 21：三大举措保障青花 20/30 未来市场竞争力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

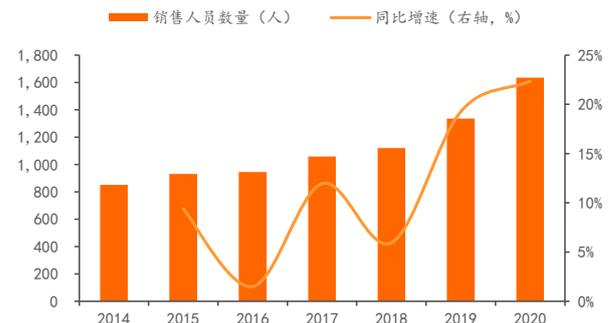
3) 经销商管理：快速发展的同时更注重扁平化。近三年来公司经销商数量快速增长，20 年数量达 2896 个，具体来看：17-18 年经销商数量增长表现尤为亮眼（省外经销商的增加为主）；19 年经销商拓展增速放缓，主因公司将重点放在拓展终端网点上，渠道精细度大幅提升；另外，公司更注重扁平化管理，前五大经销商占比明显降低。

图 22：2016-2020 年经销商数量保持快速增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：2016-2020 年销售人员数量持续上升



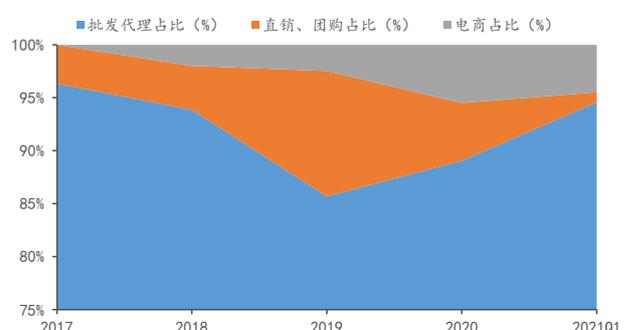
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：前五大经销商占比 (%) 明显降低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：电商收入占比 (%) 逐渐增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4) **价格管控：注重价格管控及市场规范，保障渠道利润。**2017 年以来，公司开始完善价格体系及费用投入管控，当前渠道利润率在 10-15%左右，较过去有较大提升。**在价格方面**，公司开始采取“全控价”、“半控价”的方式进行青花系列的价格管控；制定包括出厂价、终端供货价、团购指导价、终端零售价等来理顺渠道价格体系；出台整顿通知以解决低价倾销、窜货、套取费用等违规行为（比如 19 年公司发文 6 招以扰乱市场秩序行为进行严打；推进“全国范围内客户结构再优化”等举措）；加强经销商库存、价格情况的动态监控，组织督导巡查小组，采取模糊返利制度以增强价格管控力、保障经销商渠道利润；坚持“价格刚性、渠道利润、费用落地”战略以持续优化渠道利润。**在费用方面**，公司强化价费分离，推动费用落地，明确规定市场运营费用的使用方向；增加市场稽核人员数量，以监督市场运营费用，确保费用真正用于市场建设和消费者培育；对费用挪用及其他违规行为进行重罚。

4) **省外拓展方面：过亿省份数量稳步增长，省外经销商质量提升。**相较于上一轮省外过亿省份数量为 9 个，本轮省外市场过亿数量已超 18 个，同时本轮改革中公司招募了更多优质经销商，2020 年省外经销商平均销售规模可达 3.49 亿元，较 16 年增长 142.71%。

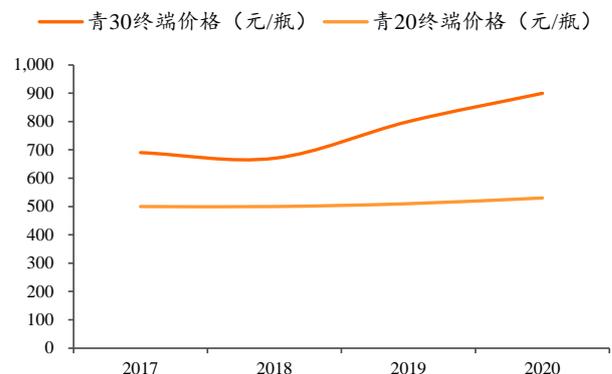
5) **线上渠道建设：电商收入大幅增加。**公司加大电商销售渠道建设，推动直播带货、线上销售成为汾酒新增量，在疫情期间消费场景受限的情况下，2020 年电商收入同比增长 160.93%。

表 14：公司近期调价情况

产品	调价日期	调价内容
青花 30	2017/5/26	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
	2017/11/1	53度青花30开票价上调至528元，上涨30元
	2018/4/1	53度青花30开票价上调至558元，上涨30元
	2018/7/1	53度青花30开票价上调至573元，上涨15元
	2020/6/1	53度青花30开票价上调至673元，上涨100元；48度青花30开票价将上涨100元
	2020/10/1	青花30开票价上调101元/瓶，出货价也同步上调
青花 20	2017/5/25	53度/42度青花20开票价分别提至338/318元，各上涨20元，团购指导价分别上调至418/398元
	2017/11/1	53度青花20开票价上调至358元，上涨20元
	2018/4/1	53度青花20开票价上调至368元，上涨10元
	2020/6/1	53度青花20开票价上调至398元，上涨30元；42度青花20开票价将上调至333元，上涨15元
	2020/10/1	青花20开票价上调20元/瓶，出货价也同步上调
玻汾	2017/10/1	省外玻汾开票价上调至34元，上涨3.3元
	2020/4/1	53度玻汾终端供货价由480元/件上调至504元/件，42度玻汾由420元/件上调至432元/件
	2020/5/1	42度玻汾终端牌价调整为49元/瓶，上调2元；53度玻汾终端牌价调整为58元/瓶，上调3元

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：青花系列价格稳中有升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 15：近年公司渠道策略情况

日期	具体内容
2014年	积极进行体制机制创新，稳步推进上海销售公司及创意定制公司的混合所有制改革试点工作，及时调整营销组织机构，激活营销管理体制
2015年	加快渠道下沉，“一百双千”工程有效落地，全省1100多个乡镇全覆盖，夯实渠道基础；优化市场资源配置，细化费用管控，费用聚焦重点区域、重点渠道、重点产品，实现费用精准投入
2017年	极创新营销模式，逐步形成了“以入股优质企业成立混合所有制公司、联合区域经销商成立大平台公司和以产品系列为主体成立的混合所有制合资联销公司”新模式
2018年	组建浙江经销商联合运营平台，采取不入股仅参与管理的方式进行合作；坚持“价格刚性、渠道利润、费用落地”三条主线，对费用审批和核报充分授权，强化对产品价格的管控能力
2019年	对全系列产品实行销售配额制管理，实行精细化分级管理；借助数字化系统改造传统渠道
2020年	汾酒成立了10个直属管理区，划小管理单元，推动组织下沉，建立更加高效的区域管理组织；强化终端建设和团购聚焦，加大电商销售渠道建设，推动直播带货等新零售方式

资料来源：公司公告，浙商证券研究

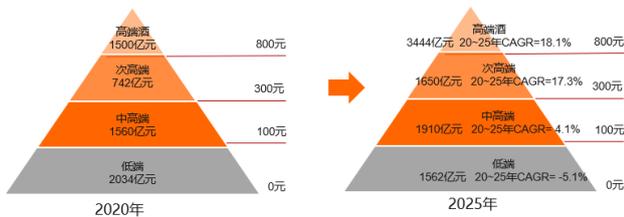
3. 行业：次高端酒持续扩容，尽享消费升级红利

3.1 次高端酒：处于快速扩容阶段，仍有较大增长空间

3.1.1 行业规模：青花所处的次高端酒规模约 740 亿元，扩容速度或超预期

消费升级叠加高端酒提价，次高端白酒行业处于快速扩容阶段。中国酒业协会数据显示，2020 年全国规模以上白酒企业产量 740.73 万千升（-2.46%），收入 5836.39 亿元（+4.61%），利润 1585.41 亿元（13.35%），其中次高端酒规模约为 740 亿元左右，次高端酒扩容速度远超白酒行业主因自上而下和自下而上两种力量共同推动次高端市场容量不断扩大，预计 2020-2025 年次高端酒收入 CAGR 约为 17.3%：一方面，高端酒批价提升后次高端的性价比相对提升；另一方面，受益于消费升级，部分中端酒消费者往次高端酒方向转移，次高端酒消费者不断增长。

图 27：次高端酒扩容速度或超预期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 16：规模以上酒企发展情况

年份	规模以上企业数	亏损企业数	产量（万千升）
2017	1593	128	1198.06
2018	1445	183	871.2
2019	1176	131	785.95

年份	销售收入（亿元）	本来累计利润总额（亿元）	吨酒价格（万元）
2017	5654.42	1026.48	4.72
2018	5363.83	1250.5	6.16
2019	5617.82	1404.09	7.15

资料来源：Wind，浙商证券研究所

次高端酒大单品韧性强，实现爆发式增长。2020Q1 山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业收入分别同比变动 77.03%、190.36%、70.17%、154.21%，其中——青花受疫情影响基数较低（同增个位数），2021Q1 实现 150% 以上增长，表现亮眼；酒鬼酒实现超预期增长——21Q1 内参系列收入预计超 3.4 亿元，增速超 100%，酒鬼收入预计增速超 250%；舍得酒业表现超预期——收入占比达近 90% 的中高档酒收入增长 166.98% 至 8.25 亿元；水井坊业绩符合预期——收入高增主因次高端需求明显恢复+公司前期库存消化低位，预计井台+臻酿八号收入同比增长 68%，典藏大师+菁翠收入同比增长 80%。整体来看，受益于次高端酒快速扩容，次高端酒主要大单品均实现高速增长进而推动酒企利润保持突出表现，考虑到 21Q1 收入及利润占全年比约为 29%~32%、31%~34%、21Q1 酒企迎来开门红、2021Q1-3 白酒行业将继续实现恢复性高增，预计 2021 年白酒行业整体将有较为优异的表现。

3.1.2 行业格局：处于战国时代竞争激烈，集中度有望进一步提高

次高端白酒行业竞争激烈，集中度有望进一步提高。目前高端白酒 CR2 高达 80% 以上，而次高端白酒 CR2（剑南春+洋河）仅 32% 左右，市占率较高的前十大酒企分别为剑南春 18%、洋河 14%、泸州老窖 10%、习酒 10%、古井贡酒 5%、茅台系列酒 5%、山西汾酒 4%、今世缘 4%、郎酒 4%、水井坊 3%，目前次高端酒仍处于战国时代，尚未出现全国化的绝对龙头企业，区域性较强，行业集中度较低，市场竞争激烈，主要品牌收入差距有限。我们认为次高端持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利，

过程中要关注“地方龙头省内高端化推进、省外全国化推进”，同时关注“全国性名酒的地方化进程”，关注竞争中谁能力更全面、更有核心竞争力。

表 17：主要次高端大单品情况一览

香型	公司	次高端大单品	价格（元）	2017年规模（亿元）	2018年规模（亿元）	2019年规模（亿元）	2020年规模（亿元）
浓香型	剑南春	水晶剑	435	80	100	120	130
	泸州老窖	38度国窖	749	16	22	30	38
		窖龄（30年/60年/90年）	318/428/598	29	37	37	34
		特曲（纪念版/第9代/第10代）	428/328/298				
	洋河	天之蓝	328	36	41	33	28
		梦3	388	25	31	34	32
		梦6	580	18	31	35	42
	舍得酒业	品味舍得	438	10	13	17	18
		智慧舍得	638				
	今世缘	国缘对开	288	11	16	24	28
		国缘四开	468				
		国缘新K（K3/K5）	496/588				
	水井坊	臻酿八号	360	16	23	28	25
		井台	519				
	古井贡酒	古8	409	17	23	24	26
古16		588			6	10	
古20		789					
酱香型	茅台	赖茅（重沙/传承/红御/金樽）	325/398/400/508	8	14	16	17
		汉酱（普通/铂金蓝）	368/488	8	12	13	14
	郎酒	红花郎（10）	408	13	19	21	26
		红花郎（15）	600				
	习酒	窖藏1988	588	13	25	42	53
		金质习酒（金钻）	428	12	16	20	23
国台	国台国标酒	529	2	5	8		
清香型	山西汾酒	青花20	438	15	23	27	35-37
		青花30	788				
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼红坛/紫坛/传承	428	6	8	10	10
		酒鬼紫坛	538				
		酒鬼传承	598				
兼香型	口子窖	口子窖10年	328	11	13	14	17
		口子窖20年	468				

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：标蓝为 400 元价格带，标红为 600 元价格带

图 28：2020 年次高端各产品市占率一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.3 行业趋势：价格带动态上移，布局高价位带以实现“占位”

次高端酒价位带细分后存在两大核心变化——细分、上移。次高端酒在扩容的同时亦伴随着价位带上升及价位带细分，只有在核心价格带（400/600元）实现放量的酒企更能享受到本轮次高端酒扩容红利：1）在次高端酒价位带逐步从300-800元上移至350-1000元过程中，山西汾酒通过提价、推高价位升级版新品等举措紧抓消费升级红利，同时系列化的产品布局利于公司梯次迎接消费升级，布局千元的青30复兴版在拔高品牌高度的同时，也为公司在次高端酒激烈竞争中脱颖而出打下基础。

表 18：次高端产品在高端价格带的布局情况

香型	公司	次高端大单品	布局高端产品
浓香型	剑南春	水晶剑	布局东方红
	泸州老窖	38度国窖+窖龄+特曲	拥有大单品52度国窖
	洋河	梦3+梦6	布局梦9和梦之蓝·手工班
	舍得酒业	品味舍得+智慧舍得	布局天子呼和吞之乎
	今世缘	国缘对开+四开+新K系列	布局V系列，特别是国缘V9清雅酱香
	水井坊	井台+臻酿八号	布局典藏大师版和菁翠
	古井贡酒	古8+古16+古20	布局古26
酱香型	茅台	赖茅+汉酱	拥有大单品飞天茅台
	郎酒	红花郎	拥有大单品青花郎
	习酒	窖藏1988+金钻	布局窖藏10年、窖藏15年
	国台	国台国标酒	布局国台十五年 and 国台龙酒
清香型	山西汾酒	青花20+青花30	布局青花30·复兴版、青花50
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼系列	拥有大单品摘要酒
兼香型	口子窖	口子窖10年&20年	布局口子窖30年

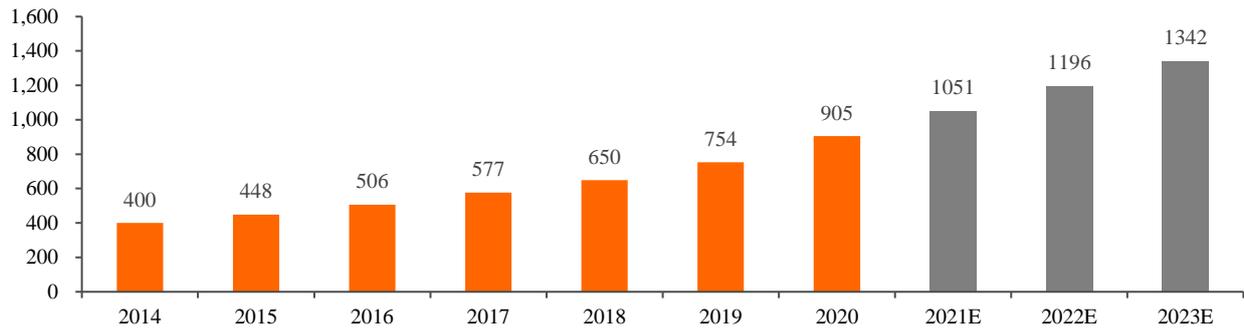
资料来源：公司公告，浙商证券研究

3.2 光瓶酒：品类替代产品升级，玻汾所处的光瓶酒市场规模持续扩容

3.2.1 百元以下低端酒增速放缓，光瓶酒市场规模迅速扩容

根据欧睿数据显示，近年来百元以下低端酒销量2016-2018年连续三年负增长，市场规模增速放缓，低端酒中的光瓶酒赛道近年来快速扩容—据《2019年中国光瓶酒行业概览》、《白酒白皮书》数据显示，光瓶酒市场规模从2014年的400亿元快速增长至2019年的754亿元，年复合增速高达13.52%，预计至2023年光瓶酒市场规模将超1300亿元。此外，据《中国光瓶酒营销白皮书（2017版）》预测，光瓶酒市场规模未来将超1200亿元，可见业内对于光瓶酒市场规模快速扩容的观点基本达成一致。因此，在百元低端酒市场规模增长放缓情况下，光瓶酒有望依托对低端盒装酒的品类替代实现量增，通过产品升级实现价增，从而市场规模快速扩容。

图 29：光瓶酒行业市场规模情况一览（亿元）



资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

扩容逻辑 1：品类替代，消费升级助力光瓶酒取代盒装酒市场份额。

低端酒消费场景向自饮集中+高性价比，消费者更青睐光瓶酒。在消费升级趋势下，近年来各省份主流价格带基本都提升至百元以上，这意味着在礼品消费与宴请消费的场景中，人们更青睐中高端酒、次高端酒和高端酒，百元以下的低端酒消费场景向自饮集中。光瓶酒相对低端盒装酒更具性价比，更适合作为人们日常饮用的口粮酒，因此消费者在日常饮用消费中更青睐光瓶酒。

低成本+利润稳定，厂商更青睐光瓶酒。盒装酒比光瓶酒的包装成本每瓶约高 2 元以上，若采用木质酒盒或异形瓶包装，则盒装酒包装成本约高 10 元以上，对于零售价 100 元以下的低端酒而言，盒装酒的包装成本将会对利润构成显著影响。光瓶酒则可给厂家提供更大的利润空间，节省的包装费用可用于品质提升或市场开拓。因此，光瓶酒凭借低成本和稳定的利润更受厂商的青睐。

扩容逻辑 2：产品升级，品牌化营销助力光瓶酒实现价位提升。

品牌化营销助力产品升级，光瓶酒始于低端酒但不限于低端酒。低端酒消费人群以低收入人群为主，在消费升级趋势之下，低收入人群逐渐树立品牌意识。光瓶酒企业一方面由于成本上升的压力，另一方面为了产品升级，2020 年以来纷纷提价。此外，名酒相继开始进军光瓶酒领域，推出高线光瓶酒。总结来看，虽然光瓶酒主打性价比，但仍具有提价潜力。

表 19：2020 年以来，成本压力推动主要光瓶酒酒企相继提价

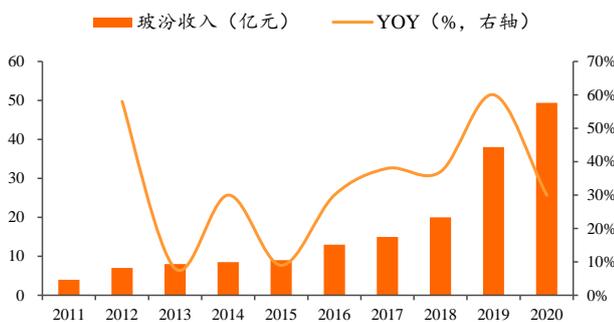
品牌	时间	提价措施
衡水老白干	2020年3月	河北石家庄、唐山、秦皇岛等地的老白干绿标62度光瓶酒从供货价到零售价都进行了相应的上调，供货价提升至10元/件，终端零售价则调整为12元/瓶，该调价自3月30日起执行。
山西汾酒	2020年4月	4月1日起，53度玻汾终端供货价由480元/件上调至504元/件，42度玻汾由420元/件上调至432元/件
山西汾酒	2020年5月	5月1日起，42度玻汾终端标价调整为49元/瓶，上调2元；53度玻汾终端标价调整为58元/瓶，上调3元
西凤酒	2020年5月	5月15日起，多款自营产品上调价格，西凤绿瓶的出厂价将上调25%-30%，同时终端零售价也将相应上调
牛栏山	2021年1月	1月16日起，三牛系列400ml、500ml、1.5L上调10元/瓶，255ml上调6元/瓶。
牛栏山	2021年2月	拟对部分低价位的二锅头系列光瓶产品桶装产品及含精品系列在内的盒装酒产品进行提价提价幅度在 10%左右，计划于2月10日起执行。

资料来源：公司公告，浙商证券研究

玻汾为低端酒中的大单品，在品质、品牌、渠道等方面均具有显著优势。1) 品质：玻汾使用纯粮固态酿造技艺，凭借优异的品质获得消费者广泛认可；2) 品牌：由于浓香型和酱香型产品的工艺限制，仅有生产周期短的清香型白酒可以在不大幅牺牲品质的基础上进行低端酒的生产，因此在众多全国名酒中，仅有清香型的玻汾成功做成了低端酒的全国化大单品，相较于其他的低端酒品牌，玻汾的名酒基因最为突出；3) 渠道：玻汾根据不同区域推出度数/瓶标等方面具有差异性的产品以保障市场秩序，通过厂家主导模式提升费用使用效率，受益于高周转率，玻汾的渠道利润较为可观。

近年来玻汾呈爆发式增长，在品质、品牌、渠道等优势下，未来百亿规模可期。18年公司提出将玻汾作为培育清香氛围的重要产品，随之玻汾开始在全国铺开（玻汾为公司全国化的重要发力点，起到培育香型氛围作用），销售规模也从16年的13亿元增长至19年的35亿，其中红盖及黄盖玻汾销量年均复合增速达40%，19年玻汾增速超60%，收入占比超30%。基于玻汾在大众酒市场上的品质、品牌、渠道的优势，未来玻汾百亿规模可期。

图 30：玻汾 15 年起保持较高发展增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 31：玻汾占总收入比重连续持续增长

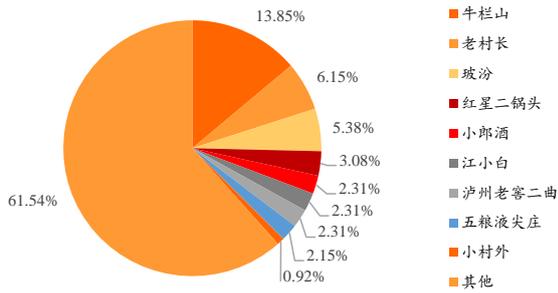


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3.2.2 竞争格局分散，行业集中度不断提升

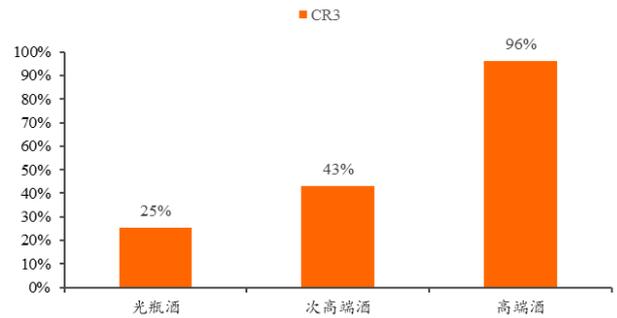
光瓶酒价位主要分布百元以下，竞争格局分散。按价格带来分：20 元以下的低档光瓶酒主要包括白牛二、绿牛、老村长、红星二锅头、龙江花园等，该价格段产品销量最大，牛栏山为其中龙头。20-50 元是目前光瓶酒产品升级的主流价格带，牛栏山推出精品陈酿，红星推出绵柔陈酿，山西汾酒旗下的玻汾和五粮液旗下的尖庄纷纷在该价格段占位，主流酒企的参与助推该价格带产品快速放量。50 元以上则属于高线光瓶酒，各主流名酒均选择在该价格段布局，牛栏山推出土豪金，山西汾酒推出乳玻汾，郎酒推出顺品郎，舍得推出沱牌特级 T68，而泸州老窖则在超高端的高线光瓶酒进行布局，推出了百元以上的白瓶和高光。目前光瓶酒的竞争格局较分散，CR3 仅 25%，远低于次高端酒和高端酒。

图 32：目前光瓶酒竞争格局较分散，CR3 占比较低



资料来源：欧睿数据库，浙商证券研究所

图 33：光瓶酒 CR3 较次高端酒和高端酒低



资料来源：欧睿数据库，浙商证券研究所

4. 看点：全国化进行加速，复兴版引领高端化

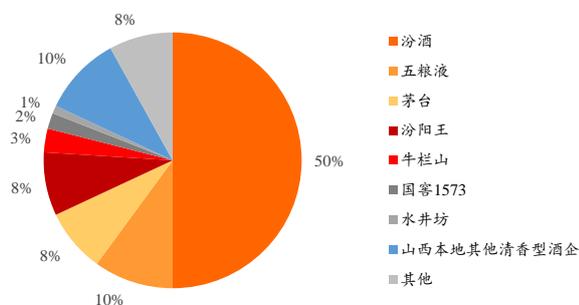
4.1. 市场：发力长江以南地区，全国化进程加速

省外市场的加速开拓为公司未来业绩重要增长点。在省内市场空间受限的背景下，公司通过加速布局省外市场以开拓增量市场——公司省外布局战略已从 13320、13313，升级至 1357+10，其中 1357 重点聚焦市场从传统的京津冀、鲁豫、陕蒙等环山西板块市场逐步向江浙沪皖、粤闽琼、湘鄂、东北、西北等五大板块转变，受益于可控终端网点数量的迅速增长（2020 年突破 85 万家，以烟酒店为主），2020 年长江以南保持同比 50% 以上增长，公司未来将继续保持环山西市场优势、深耕省内市场，并通过继续快速扩充终端、资源侧重投放等方式拓展长江以南地区以加速实现全国化。

4.1.1. 省内市场：竞争地位稳固，仍有进一步下沉空间

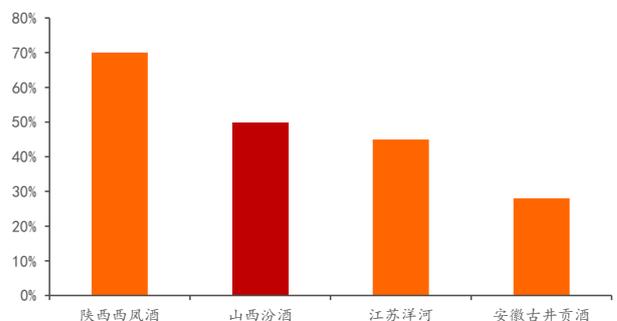
省内市场地位稳固，市占率领先主流地产酒。山西省是清香型白酒主产区，清香消费氛围浓厚，汾酒在山西省市占率约 50%，远超另一地产品牌汾阳王（市占率约 8%）。与江苏、安徽省的地产龙头酒企相比，汾酒在本省垄断地位更强，基本盘扎实，面临的竞争较小。对比在陕西省市占率约 70% 的西凤酒，汾酒在省内仍有挖掘空间。

图 34：2019 年山西省市场竞争格局



资料来源：《酒类流通白皮书》，浙商证券研究所

图 35：2019 年汾酒山西省内市场份额领先主流地产酒



资料来源：《酒类流通白皮书》，浙商证券研究所

低线城市保持较高增速，市场空间仍大。分区域看，19年太原在省内销售收入占比超30%，高基数下增速放缓至个位数增长，而省内吕梁、晋城等二线城市仍保持双位数增长，省内三线城市有接近20%增长。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，显示省内仍有较高发展空间。

持续精耕细作，确保较快增长与良性发展。随着“一百双千”工程落地后的深耕，山西市场已经逐步找到了“稳中求进、提质增效”的扩张方法。下一步仍将以净化市场、补齐短板、提升管理为总体思路，全面推进山西市场体系化建设。

4.1.2. 省外市场：立足环山西市场，发力长江以南地区

市场战略不断升级，立足环山西市场，深度推进全国化。公司的市场战略不断优化升级，从2019年提出的“13320”战略转变为“13313”战略，2020年进一步转变为“1357+10”战略，并针对竹叶青和杏花村酒提出相应的市场战略。“1357+10”战略指的是：1) “1+3”板块市场略有增长：即山西大本营+豫鲁板块、内蒙陕西板块、京津冀华北板块。2) 适度加大“5”小板块市场拓展力度：即江浙沪皖、粤闽琼、两湖、东北、西北5个板块。3) 加快7个机会型市场的拓展速度：即四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏7个板块。4) 搭建起“31个省区+10个直属管理区”营销组织架构。虽然市场战略不断优化升级，但战略的宗旨和核心都是以环山西市场为发展重心，向其他机会性的板块市场开拓，有层次地推进深度全国化。

图 36：区域市场战略裂变



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 20：“1357”战略拆解

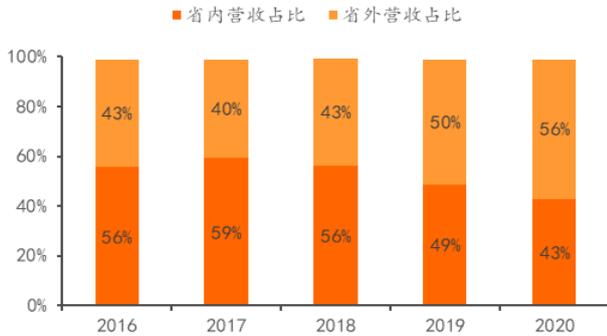
战略构成	市场定位	包含市场
“1”	大本营市场	山西市场
“3”	传统优势市场	京津冀板块、鲁豫板块、陕蒙板块
“5”	5小板块	江浙沪皖板块、粤闽琼板块、两湖板块、东北板块、西北板块
“7”	7个机会型市场	四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

全国化战略推进顺利，2020年省外收入占比已接近60%。近年来，随着公司全国化战略的推进，16-20年公司省外经销商数量从780家增加到2251家左右，终端网点数量由16年底2万家增加到20年85万家左右，在这一背景下，2016-2020年公司省外销售

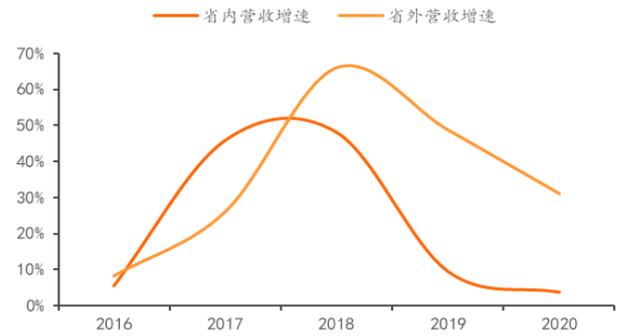
收入由 19.07 亿元增长至 78.52 亿元，复合增长率为 42.45%（省内销售收入复合增长率为 25.08%），2020 年省内、省外收入同比增速分别为 3.88%、31.74%，省外规模扩大速度较省内更快；2016-2020 年省外收入占比从 43.29%提升 12.83 个百分点至 56.13%，公司的全国化扩张开始提速。

图 37：2016-2020 年省内、省外营收占比



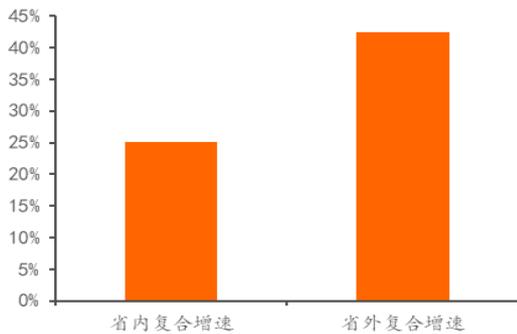
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 38：2016-2020 年省内省外营收增速



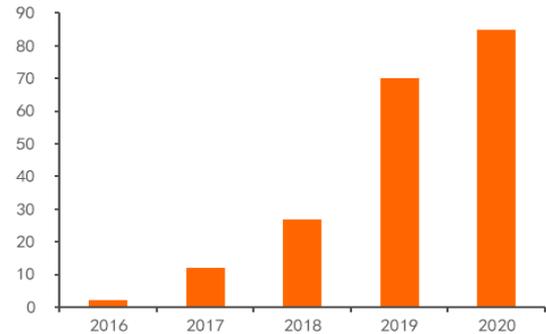
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 39：公司 2016-2020 年省外收入复合增速显著高于省内



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 40：2016-2020 年公司可控终端网点数量（单位：万家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

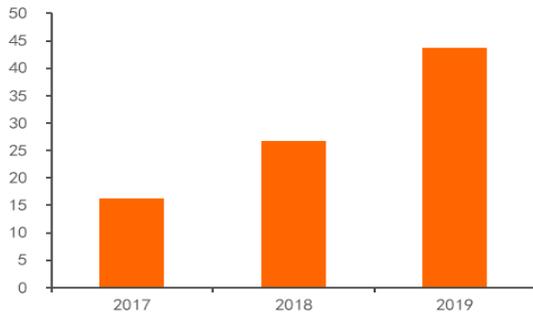
公司打响“黄河长江战役”，优化省内外市场结构，打过长江、布局全国、拓展国际。未来省外开拓有两大看点：1) 环山西市场：外拓阻力小，产品结构升级促进业绩释放。2) 南方市场：长江以南核心市场增速迅猛，以点带面推进全国化。

1) 环山西市场：外拓阻力小，产品结构升级促进业绩释放

环山西市场清香消费良好，开拓可持续强。环山西市场与山西人文差异较小，有清香型白酒消费氛围，对汾酒品牌认可度较强，是汾酒的传统强势市场。且山西周边部分省份缺乏当地强势地产酒封锁，汾酒扩张阻力小，具备持续深耕的基础。

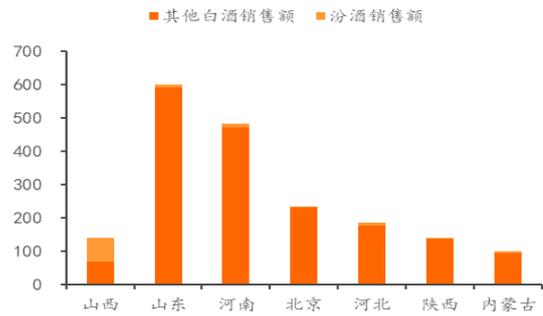
连续多年高速增长，产品结构升级将进一步促进业绩释放。公司自 2018 年开始将环山西市场作为重点市场打造，连续两年均获得 40% 以上增长，其中京津冀、豫鲁两大板块逐渐成熟，增速放缓至 20% 左右，蒙陕板块仍保持 80% 以上高速增长。随着公司的战略重心逐渐向青花汾系列的次高端产品转移，在玻汾成功营造清香型白酒消费氛围的基础上，提升环山西市场的青花系列占比，将有利于公司产品结构升级以及业绩的持续释放。环山西板块整体市场空间约 1800 亿元，汾酒市占率不足 3%，随着青花汾主导的产品结构升级、渠道进一步下沉，环山西板块仍有较大发展潜力。

图 41：17-19 年汾酒环山西市场销售规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 42：19 年环山西市场汾酒与其他白酒销售额（单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

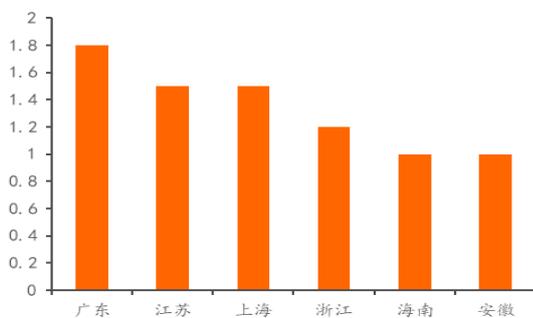
2) 南方市场：长江以南核心市场增速迅猛，三年平均增速目标超 50%

强力推进“打过长江”战略布局，长江以南核心市场增速迅猛。汾酒的传统强势市场在长江以北，近几年加大对南方空白市场布局，并针对性的开展大量基础工作，2016-2019 年上海、浙江、江苏、安徽、广东市场销售增幅分别达到 422%、353%、305%、294%、217%。2020 年长江以南核心市场增速均超 50%，江、浙、沪、皖、粤等市场实现高速增长。

南方市场成为下一阶段打造重点，提出三年平均增速超 50% 目标。2019 年 3 月，公司明确提出“过长江、破华东、占上海”的华东战略；12 月在“长三角三角重点市场营销工作推进会”上，公司对长江以南市场进行新一轮拓展布局，江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 省份 35 城被划定为长江以南核心市场重点布局，并提出三年平均增速超 50% 的目标。针对南方各省实际情况，公司分省施策，有针对性制定“作战计划”，并出台保障措施提高执行力。

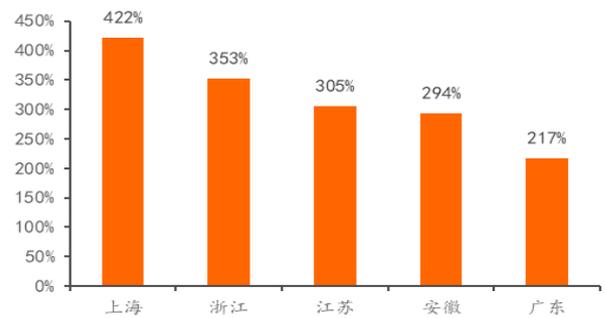
南方市场经济水平和消费能力较高，有效支撑青花汾系列的市场开拓。各省主流价格带水平方面，江苏、广东白酒市场主流价格带目前已提升至 300 元以上，而我国其他大部分省份的白酒主流价格带仍处在 100-200 元之间。青花汾系列定位次高端，“打过长江”的市场战略与聚焦青花汾系列发展的产品战略相契合，共同推进汾酒在南方市场的开拓、以及青花汾系列的放量。

图 43：2019 年汾酒部分南方市场销售规模（单位：亿元）



资料来源：渠道调研，浙商证券研究所

图 44：2016-2019 年部分南方市场收入增幅（单位：%）



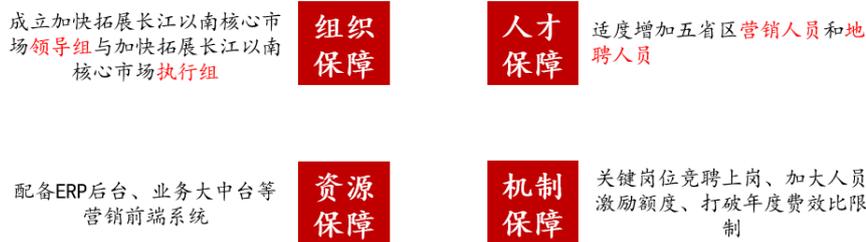
资料来源：2020 年汾酒经销商大会，浙商证券研究所

表 21：江南地区具体开拓“作战计划”

江南地区具体开拓“作战计划”	
江苏市场	围绕“一线白酒会战市场”的定位，重点聚焦苏州、泰州、无锡、徐州、盐城、扬州等城市，构建据点、全面布商、培育核心产品，快速提高市场占有率。
上海市场	围绕“江南标识、大都市战略、文化差异研究所”定位，目标是保增量、树形象、建机制。
浙江市场	围绕“规模潜力市场”的定位，聚焦杭州湖州、金华等城市，重点打造平台运作样板市场。
安徽市场	围绕“品牌占位市场”定位，聚焦合肥、滁州等城市，稳步实现品牌渗透、招商建网的目标。
广东市场	围绕“沿海经济发达市场”定位，聚焦广州、深圳、东莞、珠海四大核心市场，以基础建设、招商育商为切入点，通过圈层培育渗透围攻，拉动品牌在大湾区崛起。

资料来源：2020 年汾酒经销商大会，浙商证券研究所

图 45：汾酒针对长江以南市场出台保障措施



资料来源：2020 年汾酒经销商大会，浙商证券研究所

4.2. 产品：拔中高控底部，复兴版引领高端化进程

拔中高控底部，尽享次高端扩容红利。2019 年公司顺应次高端及光瓶酒扩容趋势，提出“抓两头带中间”战略，即聚焦次高端青花汾及光瓶酒玻汾发展，依托玻汾快速扩张形成基础网络，进而筛选出优质终端导入青花系列，带动巴拿马系列、老白汾系列产品增长。2020 年公司继续延续产品结构升级策略，聚焦资源发力青花，在空白市场通过圈层营销方式做终端建设，同时在成熟市场做核心终端筛选分级，2020 年底提出汾酒竹叶青双轮驱动战略，同时按照“一控三提”方针，将产品战略转向“拔中高控底部”，青花 30 复兴版的推出则引领公司高端化进程进一步加速，2021Q1 青花汾酒贡献率 51%，玻汾已逐渐缩小至 33%。

青花 30·复兴版进一步提升品牌形象，打开青花 20 的量价空间。20 年 9 月具备高端大单品潜质的青花 30 复兴版推出，向上推动青 40、50 的发展，向下为青花 20 打开次高端价位带成长空间，同时打破青花 30 的价格提升阻碍，跳出汾酒周期规律。此外，青花 30·复兴版也将加速推动汾酒实现“品牌复兴”。为匹配青花 30·复兴版的高端定位，公司推出相应的渠道模式，改变过去以区域代理为主的模式，推出直供连锁终端方式，即找真正有连锁渠道网络的大商进行首发，一步到终端；经销商采取配额制，未来会向有团购、渠道资源的经销商倾斜；采取配额制去推广，遵循价格优先策略。我们认为青花复兴 30 能成为放量型高端产品，主因：

- 1) 公司历史底蕴深厚，品牌力强，为清香型酒龙头；
- 2) 青花 30 复兴版已被定为未来三年工作重点，2020 年 10 月公司追加 3 亿专项资金用于复兴版市场布局及长江以南推进工作；
- 3) 代理青花 30 的经销商均为经过筛选的优质经销商，较高渠道利润及较强渠道力利于产品铺货。

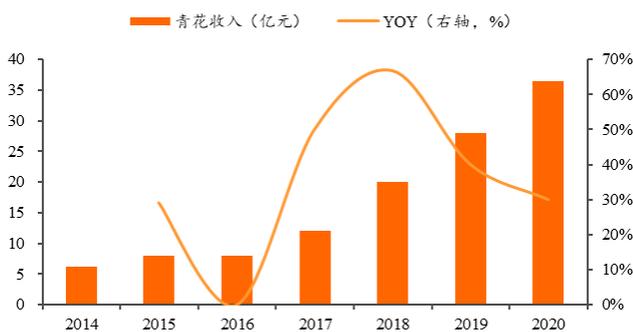
虽然当前复兴版推广速度仍比较慢，主要还是做品牌、消费者培育等，但我们坚信汾酒品牌自信，产品自信，口感差异化优势，基于以下原因，我们认为 1-2 年复兴版能够占到一定体量——

1) 聚焦青花系列有助于汾酒进一步实现全国化，开拓省外市场。青花系列为全国化重要产品，2020 年最新确立“1357+10”区域拓展战略，包括三大重点板块（京津冀、豫鲁、陕蒙），五小市场板块（江浙沪皖、粤闽琼、两湖、东北、西北）和 7 个机会型省外市场（四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏）。其中，三大重点板块中京津冀市场战果显著，2019 年北京市场销售额同比增长近 60%，此外青花系列在华东地区表现优秀，汾酒 2020 年长江以南核心市场增速均超 50%，江、浙、沪、皖、粤等市场实现高速增长。未来，青花系列将为公司未来全国化的另一重要抓手。

2) 聚焦青花系列有助于汾酒实现品牌高端回归，提高净利率。汾酒抓两头战略的上端即为聚焦次高端的青花系列，核心大单品即为青花 20、青花 30，受益于消费升级，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，年均复合增速约 45%。虽然玻汾为汾酒贡献了大量的收入规模，但其大众酒的定位无法提升汾酒的品牌高度，费用投入高使得其净利率低于平均次高端酒企，因此聚焦次高端青花系列的发展，有助于汾酒实现品牌高端回归，提高净利率，并为全国化提供产品载体。

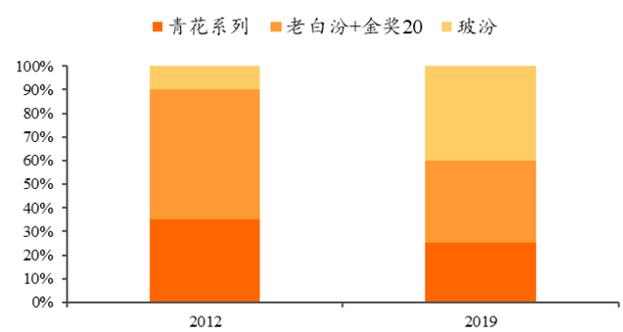
青花系列年均 10 亿增量，未来发展空间较大。青花系列凭借“玻汾实现香型培育+出色产品品质+卡位主流消费价格带+约 10%-15%的高渠道利润”已取得亮眼成绩——青花系列 17-19 年保持 40%-60% 的高速增长，20 年公司以青花 20 为主销产品、青花 30 作为支点产品、青花中国装作为形象产品，实现了超 30% 的增长（收入占比约 25%-30%），考虑到公司将继续重点聚焦青花、青花 30·复兴版的推出将进一步提升品牌形象，并打开青花 20 的量价空间，我们预计未来十四五期间青花系列销售收入复合增速将高于次高端酒收入增速，十四五期间青花收入占汾酒系列比或将达 40%-50%。

图 46：2020 年青花系列保持 30% 的高增长



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 47：2019 年青花收入占比较 2012 年略有下滑



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设：1) 销量端：公司产品战略从 2019 年的“抓两头带中间”转向“拔中高控底部”，考虑到未来青花系列将为公司主要聚焦产品，玻汾将继续起到香型培育作用的同时进行控量，巴拿马及老白汾产品将实现稳健增长，未来结构升级趋势将延续，预计 2021-2023 产品销量增速分别为 31%、24%、24%；**2) 利润端：**在消费升级趋势延续背景下，公司产品结构将呈持续上升趋势，其中定位次高端酒价位带的青花系列吨价增速将保持较快态势，考虑到青花系列占比将持续提升，而低端玻汾将控量，作为双轮驱动战略中重要组成部分的竹叶青有望实现高速增长，我们预计 2021-2023 年汾酒系列产品吨价增速将为 4%、2%、1%；竹叶青吨价增速将为 8%、4%、4%。

我们认为汾酒将受益于青花表现强劲、省外拓展加速、改革红利持续释放，同时考虑到 2020 年受疫情影响公司业绩基数较低、2021 年公司收入目标为 30%+，预计 2021-2023 年收入增速分别为 34.7%、26.6%、25.8%；归母净利润增速分别为 45.3%、32.4%、31.2%；EPS 分别为 5.1、6.8、8.9 元/股；PE 分别为 90X、68X、52X。长期看业绩成长性高，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

表 22：山西汾酒白酒板块业务拆分表

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)		9382	11880	13990	18847	23868	30014
	YOY (%)	55%	27%	18%	35%	27%	26%
毛利率 (%)		66%	72%	72%	74%	77%	80%
分拆来看							
一、白酒业务							
营业收入 (百万元)		9308	11745	13848	18663	23628	29702
	YOY (%)	56%	26%	18%	35%	27%	26%
销量 (千升)		72451	125733	121798	155482	191998	237406
均价		15.0	10.9	13.3	14.0	14.4	14.6
毛利率 (%)		66%	72%	72%	77%	80%	82%
2.1 拆分品牌来看							
2.1.1 汾酒系列							
营业收入 (百万元)		8969	10297	12629	17069	21693	27335
	YOY (%)	56%	15%	23%	35%	27%	26%
毛利率 (%)		66%	76%	73%	78%	80%	82%
2.1.2 系列酒 (汾牌+杏花村)							
营业收入 (百万元)			900	566	679	747	822
	YOY (%)			-37%	20%	10%	10%
毛利率 (%)			35%	53%	58%	63%	68%
2.1.3 配制酒 (竹叶青系列酒)							
营业收入 (百万元)		339	548	653	914	1189	1545
	YOY (%)	53%	62%	19%	40%	30%	30%
毛利率 (%)		62%	65%	67%	71%	75%	79%
二、其他业务							
营业收入 (百万元)		74	135	142	184	240	311
	YOY (%)	33%	82%	5%	30%	30%	30%
毛利率 (%)		64%	51%	58%	58%	58%	58%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 估值分析

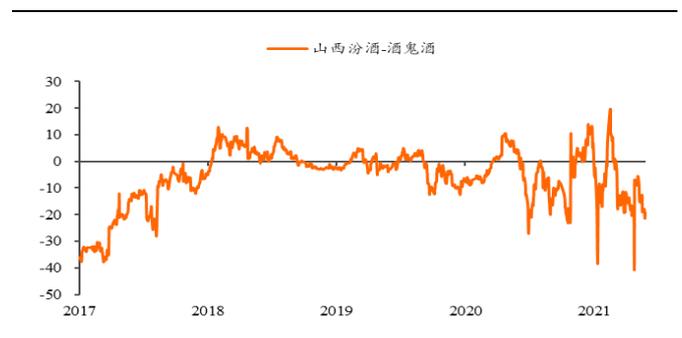
纵向来看，A 股可比公司白酒按我们此前所预测的 21/22/23 年 PE 均值来算分别为 61X/49X/39X，其中具高成长性（与山西汾酒相似）的酒鬼酒 21/22/23 年 PE 分别为 101X/74X/56X；据我们测算，山西汾酒 21/22/23 年 EPS 分别为 5.1、6.8、8.9 元/股，当前股价对应 PE 应为 90X/68X/52X。考虑到山西汾酒的高成长性（特别是青花系列、省外市场业绩或持续超预期）及未来业绩高确定性，我们认为其持续超市场预期业绩（基于正文内容及假设，21 年公司收入或超 188 亿元，同比增长至少 35%，较市场平均水平更乐观）有望逐步消化估值，山西汾酒当前估值水平与公司未来业绩高成长性及其确定性相匹配。另外，我们通过计算 PEG 把股票当前的价值和未来的成长进行关联（辅助参考指标），发现山西汾酒 PEG 在可比公司中与均值接近，具备一定性价比。

图 48：次高端二线名酒估值情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 49：山西汾酒与酒鬼酒估值差



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 23：山西汾酒 PEG 在同行中仍具性价比

日期	2021/6/1	净利润 (亿元)			PE			PEG		
证券代码	证券简称	2020	2023	CAGR (%)	21E	22E	23E	21E	22E	23E
600519	贵州茅台	495.2	721.6	13.4	51.9	46.0	38.5	3.9	3.4	2.9
000858	五粮液	209.1	342.0	17.8	51.0	43.2	37.5	2.9	2.4	2.1
000568	泸州老窖	59.6	116.3	25.0	48.7	37.1	29.3	1.9	1.5	1.2
002304	洋河股份	74.8	111.1	14.1	38.7	33.9	29.3	2.7	2.4	2.1
000799	酒鬼酒	4.9	15.1	45.4	100.6	73.7	55.7	2.2	1.6	1.2
600702	舍得酒业	6.1	17.2	41.5	80.4	62.3	49.7	1.9	1.5	1.2
600779	水井坊	7.3	17.3	33.2	57.3	44.4	36.1	1.7	1.3	1.1
平均值					61.2	48.7	39.4	2.5	2.0	1.7
600809	山西汾酒	462.9	4,008.9	4.6	90.2	68.1	51.9	2.5	1.9	1.5

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 24：可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2021/6/1	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
证券代码	证券简称					21E	22E	23E	21E	22E	23E
600519	贵州茅台	2,241.0	28,150.8	37.9	59.2	42.7	48.3	57.7	51.9	46.0	38.5
000858	五粮液	315.1	12,254.2	5.6	56.8	6.2	7.3	8.4	51.0	43.2	37.5
000568	泸州老窖	277.7	4,067.8	4.4	62.9	4.6	6.1	7.7	48.7	37.1	29.3
002304	洋河股份	233.6	3,519.6	4.9	47.9	5.6	6.4	7.4	38.7	33.9	29.3
000799	酒鬼酒	239.3	777.5	2.0	117.2	2.5	3.3	4.4	100.6	73.7	55.7
600702	舍得酒业	212.9	715.8	2.5	83.6	2.4	3.1	3.9	80.4	62.3	49.7
600779	水井坊	127.0	620.3	2.0	64.6	2.2	2.9	3.5	57.3	44.4	36.1
平均值									61.2	48.7	39.4
600809	山西汾酒	462.9	4,008.9	4.6	99.3	5.1	6.8	8.9	90.2	68.1	51.9

资料来源：Wind，浙商证券研究所

风险提示

国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；

高端酒动销情况不及预期；

管理层变动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	15808	20412	27688	35830
现金	4607	7798	14737	21005
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2	2484	1052	1760
其它应收款	141	105	147	218
预付账款	117	146	168	180
存货	6354	7026	8019	8999
其他	4589	2853	3564	3668
非流动资产	3971	3979	4363	4470
金额资产类	0	3	1	1
长期投资	39	15	18	24
固定资产	1761	1866	2009	2129
无形资产	339	366	407	435
在建工程	527	742	833	747
其他	1304	988	1095	1134
资产总计	19779	24391	32051	40300
流动负债	9629	10031	12170	13116
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2311	2635	3315	3456
预收账款	0	2609	3003	2644
其他	7318	4787	5852	7016
非流动负债	84	59	66	70
长期借款	0	0	0	0
其他	84	59	66	70
负债合计	9714	10090	12236	13185
少数股东权益	288	341	412	504
归属母公司股东权	9777	13960	19404	26610
负债和股东权益	19779	24391	32051	40300
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2010	3891	7739	6852
净利润	3116	4528	5994	7865
折旧摊销	152	127	143	159
财务费用	(68)	(88)	(164)	(263)
投资损失	49	49	65	54
营运资金变动	(167)	(354)	2797	53
其它	(1071)	(370)	(1095)	(1016)
投资活动现金流	(740)	(499)	(485)	(281)
资本支出	(159)	(436)	(367)	(182)
长期投资	(42)	23	(2)	(7)
其他	(539)	(86)	(117)	(93)
筹资活动现金流	(1369)	(201)	(315)	(304)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1369)	(201)	(315)	(304)
现金净增加额	(99)	3191	6939	6268

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13990	18847	23868	30014
营业成本	3896	4308	4917	5517
营业税金及附加	2503	3372	4271	5371
营业费用	2276	3581	4774	6303
管理费用	1089	1467	1858	2337
研发费用	17	22	28	36
财务费用	(68)	(88)	(164)	(263)
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(49)	(49)	(65)	(54)
其他经营收益	3	2	2	2
营业利润	4235	6155	8148	10693
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	4237	6157	8150	10694
所得税	1121	1629	2156	2829
净利润	3116	4528	5994	7865
少数股东损益	37	53	70	92
归属母公司净利润	3079	4475	5924	7773
EBITDA	4319.3	6190.7	8123.6	10585.4
EPS (最新摊薄)	3.5	5.1	6.8	8.9
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	17.8%	34.7%	26.6%	25.8%
营业利润	48.9%	45.3%	32.4%	31.2%
归属母公司净利润	58.8%	45.3%	32.4%	31.2%
获利能力				
毛利率	72.2%	77.1%	79.4%	81.6%
净利率	22.3%	24.0%	25.1%	26.2%
ROE	34.8%	36.7%	34.7%	33.1%
ROIC	31.3%	31.9%	30.2%	28.8%
偿债能力				
资产负债率	49.1%	41.4%	38.2%	32.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	2.0	2.3	2.7
速动比率	1.0	1.3	1.6	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8
应收帐款周转率	3534.1	2906.4	2253.6	2826.3
应付帐款周转率	2.3	2.7	2.4	2.4
每股指标(元)				
每股收益	3.5	5.1	6.8	8.9
每股经营现金	2.3	4.5	8.9	7.9
每股净资产	11.2	16.0	22.3	30.5
估值比率				
P/E	131.0	90.2	68.1	51.9
P/B	41.3	28.9	20.8	15.2
EV/EBITDA	74.7	64.0	47.9	36.2

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>