



增持(首次)

所属行业: 食品饮料/饮料制造
当前价格(元): 324.20

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

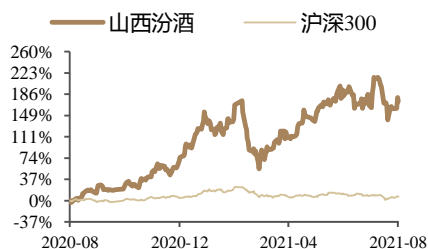
邓周贵

资格编号: S0120521030005

邮箱: dengzg@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.37	-6.82	14.67
相对涨幅(%)	3.44	-1.96	14.21

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

山西汾酒(600809.SH)深度报告: 全国化效果显著, 高端化渐入佳境

投资要点

- **山西省国企改革排头兵, 山西汾酒引领清香复兴。**2017年以来公司从内部开始进行了全方位的改革, 主要包括引入战投、集团资产注入解决关联交易、“组阁聘任制”、股权激励计划等方面内容。改革成效显著: 2017-2020年营收和归母净利润复合增速分别达到了32.33%和48.30%。
- **市场策略持续迭代, 全国化效果显著。**公司确定了“中国酒魂, 活态为魂”的战略定位, 持续投入费用提升品牌形象, 品牌宣传围绕“文化”与“品质”突出汾酒优势。产品以玻汾扩渠道, 以青花树立品牌形象。全国化扩张中市场战略迭代升级, 深入推进“1357+10”市场布局策略, 深度开发区域不断扩大。针对南方市场在战略上提出“打过长江”, 充分借助经销商的力量进行市场开拓。在正确的市场策略与更加有干劲的人员运作下, 汾酒的营销网络越织越密。
- **活态文化赋能, 青花汾酒引领高端化发展。**高端酒价格持续上行, 次高端价格空间打开为青花系列调整和梳理提供了更好的行业环境。为了促使汾酒价值回归, 公司对青花系列以控货、取消返利等形式进行坚决挺价。虽然青花30短期量增受到影响, 但是青花20放量明显, 青花系列提价幅度明显优于其他同价位白酒。青花30汾酒·复兴版于2020年9月首发上市, 瞄准千元价格带, 2020年以宣传和做前期准备为主, 2021年预计会向更多优质经销商铺货。如今汾酒品牌力提升明显, 高端酒操盘手法更加完备, 复兴版有望成为千元价格带又一重要品牌。
- **大健康产业提供增量, 竹叶青加快改革步伐。**竹叶青作为未来新增长点在公司中具有较高战略地位, 公司品牌架构“2+2”是以汾酒和竹叶青为“双轮驱动”。2020年3月公司对竹叶青公司增资6亿元, 为竹叶青提供更多支持。竹叶青公司改革后动能将不断释放, 伴随着保健酒扩建项目陆续投入使用, 成为推动汾酒增长的重要力量。
- **投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级。**预计21-23年公司营业收入分别为201.12/261.16/324.90亿元, 归母净利润分别为53.22/73.70/95.24亿元, EPS分别为4.36/6.04/7.81元。我们认为在全国化扩张顺利和高端化持续推进背景下, 预计公司21-23年净利润年复合增速为33.77%, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**行业竞争加剧, 全国化扩张不及预期, 高端化进程不及预期

股票数据

总股本(百万股):	1,220.11
流通A股(百万股):	1,215.35
52周内股价区间(元):	115.19-374.15
总市值(百万元):	395,561.08
总资产(百万元):	21,978.35
每股净资产(元):	9.81

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,893	13,990	20,112	26,116	32,490
(+/-)YOY(%)	25.9%	17.6%	43.8%	29.9%	24.4%
净利润(百万元)	1,969	3,079	5,322	7,370	9,524
(+/-)YOY(%)	30.6%	56.4%	72.8%	38.5%	29.2%
全面摊薄EPS(元)	2.27	3.55	4.36	6.04	7.81
毛利率(%)	73.4%	72.2%	77.8%	79.6%	80.4%
净资产收益率(%)	26.4%	31.5%	34.8%	33.0%	30.3%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



投资要素

核心逻辑

市场策略持续迭代，全国化效果显著。公司持续投入费用提升品牌形象，品牌宣传围绕“文化”与“品质”突出汾酒优势。产品以玻汾扩渠道，以青花树立品牌形象。全国化扩张中市场战略迭代升级，深入推进“1357+10”市场布局策略，深度开发区域不断扩大。在正确的市场策略与更加有干劲的人员运作下，汾酒的营销网络越织越密。

青花汾酒引领高端化发展。高端酒价格持续上行，次高端价格空间打开为青花系列调整和梳理提供了更好的行业环境。为了促使汾酒价值回归，公司对青花系列以控货、取消返利等形式进行坚决挺价，青花系列提价幅度明显优于其他同价位白酒。青花 30 汾酒·复兴版于 2020 年 9 月首发上市，瞄准千元价格带，2020 年以宣传和做前期准备为主，2021 年预计会向更多优质经销商铺货。如今汾酒品牌力提升明显，高端酒操盘手法更加完备，复兴版有望成为千元价格带又一重要品牌。

竹叶青改革步伐加快，将成为推动汾酒增长的重要力量。公司品牌架构“2+2”是以汾酒和竹叶青为“双轮驱动”，竹叶青在公司战略中具有较高地位，竹叶青公司改革后动能将不断释放，伴随着保健酒扩建项目陆续投入使用，成为推动汾酒增长的重要力量。

估值和投资建议

2020 年公司营收和归母净利分别为 139.90 亿元和 30.79 亿元，过去 2017-2020 年复合增速分别为 32.33%和 48.30%，业绩增速在白酒中排名靠前。预计 21-23 年公司营业收入分别为 201.12/261.16/324.90 亿元，归母净利润分别为 53.22/73.70/95.24 亿元，EPS 分别为 4.36/6.04/7.81 元。我们认为在全国化扩张顺利和高端化持续推进背景下，预计公司 21-23 年净利润年复合增速为 33.77%，首次覆盖，给予“增持”评级。

与市场预期的差异之处

市场认为汾酒影响力主要在北方传统市场，部分省份没有清香型白酒消费基础，对汾酒的全国化持观望态度。我们认为，虽然目前清香型白酒的市占率远不及高峰时期，但曾经的清香全国大流行证明了清香型白酒具备使消费者广泛接受的底蕴。汾酒是四大老名酒之一，具备超强的品牌力，近年来在广东、江苏、上海等省实现营收快速增长，随着公司进一步加大南方市场投入，全国化正稳步推进。

市场认为青花 30 汾酒·复兴版更多起到形象产品作用，在千元价格带没有竞争力。我们认为，汾酒过去营销框架比较粗放，高端产品运营能力较弱，国企改革后，公司综合能力提升明显，高端产品运作更加从容，青花 30 汾酒·复兴版的成功运作也将引领汾酒其他次高端产品的发展。

市场认为竹叶青体量小，忽视竹叶青对营收增长带来的贡献。我们认为，竹叶青作为未来新增长点在公司中具有较高战略地位，且改革进程加快，未来将成为汾酒增长的重要驱动力量。

股价的催化因素

第一，全国化进展超预期；

第二，玻汾和青花系列动销超预期；

第三，青花系列提价超预期；

第四，竹叶青增长超预期。

主要风险

行业竞争加剧。次高端行业竞品众多，近年来酱酒和地产酒也纷纷布局次高端，如果次高端扩容不及预期，可能导致行业竞争加剧。

全国化扩张不及预期。公司仍处在全国化扩张进程中，如果全国化推广受阻，会影响业绩表现。

高端化进程不及预期。公司进行高端化过程中需要在品牌、营销、产品、渠道等多方面进行布局，需要关注高端化进程不及预期风险。

内容目录

投资要素	2
核心逻辑	2
估值和投资建议	2
与市场预期的差异之处	2
股价的催化因素	2
主要风险	3
1. 山西汾酒：跨越千年的中国酒魂	8
1.1. 汾酒历史底蕴深厚，载誉数千年	8
1.2. 发展复盘：忆往昔岁月峥嵘，看今朝风光秀美	10
1.2.1. 1949-1993 年：产能扩张迅速，造就“汾老大”地位	10
1.2.2. 1994-2001 年：民酒策略弱化公司高端形象，假酒案加剧公司地位下滑 ..	11
1.2.3. 2002-2007 年：消费税调整下推进高端化，积极省外扩张	11
1.2.4. 2008-2012 年：换届开启体制改革，推进全国化进程	12
1.2.5. 2013-2016 年：行业调整期，公司发展再次受阻	12
1.2.6. 2017 至今：国改释放发展红利，全国化、高端化稳步推进	13
1.3. 产品：抓两头带中间，品牌定位清晰再腾飞	13
2. 国企改革助力汾酒复兴，清香龙头重新启航	15
2.1. 三香分天下，汾酒肩扛清香复兴大旗	15
2.2. 山西国企改革标杆，走上崭新起点	17
2.3. 改革成效显著，营收净利持续超预期	21
3. 市场策略持续迭代，全国化效果显著	24
3.1. 多维度宣传提升品牌形象，整顿开发产品聚焦主品牌	24
3.2. 全国化产品组合拳：玻汾扩渠道，青花树形象	26
3.3. 市场策略及时优化调整，全国化再提速	29
4. 活态文化赋能，青花汾酒引领高端化发展	32
4.1. 顺应价格发展趋势，打开成长天花板	32
4.2. 青花汾酒：青花 30 控量领涨，青花 20 放量跟随	32
4.3. 复兴版瞄准千元价格带，高端化战略落地	33
5. 大健康产业提供增量，竹叶青大有可为	36
5.1. 健康意识提升，保健酒迎关注	36
5.2. 竹叶青初露锋芒，加快改革步入全新时代	37
6. 盈利预测与估值	41

6.1. 盈利预测	41
6.2. 相对估值	41
7. 风险提示	42

图表目录

图 1: 汾酒历史上四次成名	8
图 2: 汾酒在五次全国名酒评比会中排名前列	8
图 3: 汾酒实现了行业内多个“第一”	9
图 4: 公司历史所获荣誉	9
图 5: 山西汾酒历史回顾	10
图 6: 汾酒在 20 世纪 50-80 年代进行了五次大规模扩建, 奠定“汾老大”地位	11
图 7: 2002-2007 年公司毛利率、净利率逐年提升	12
图 8: 2002-2007 年公司省外营收占比从 33% 提升到 49%	12
图 9: 2013-2016 年山西省和全国 GDP 同比增速	13
图 10: 2013-2015 年山西省亏损企业数量和亏损金额增加	13
图 11: 山西汾酒产品结构	14
图 12: 2020 年公司分产品收入占比	14
图 13: 2020 年公司产销基本平衡	14
图 14: 清香型白酒接受度与主要品牌示意图	15
图 15: 青花汾酒“伏曲冬酿 1022”工艺	16
图 16: 2014-2016 年汾酒营收利润平均增速均低于行业平均水平	17
图 17: 《2017 年度经营目标考核责任书》考核原则	17
图 18: 山西国资委向汾酒集团董事会下放八项权利	18
图 19: 2017 年股权变更, 国资委放权至山西省国有资本投资运营有限公司	19
图 20: 2018 年集团混改, 引进华润	19
图 21: 2018 年被国务院国资委列为国企改革“双百行动”试点企业	19
图 22: 2017-2020 年公司采购商品/接受劳务情况 (单位: 亿元)	20
图 23: 汾酒营收高增, 超额完成营收目标	22
图 24: 汾酒归母净利高增, 高质量超额完成经营任务	22
图 25: 山西汾酒净利率提升主要原因是毛利率提升	22
图 26: 山西汾酒 ROE 杜邦分析	22
图 27: 2020 年部分上市酒企 ROE (平均)	22

图 28: 2016-2020 年山西汾酒应收账款周转天数降低	23
图 29: 2016-2020 年山西汾酒预收款提升	23
图 30: 2018 年公司宣传费具体流向	24
图 31: 2016-2020 年公司销售费用投入加大	25
图 32: 2016-2020 年公司销售费用率	25
图 33: 公司多维度进行品牌宣传	25
图 34: 汾牌整顿整理期营收下降	26
图 35: 2018-2020 年公司系列酒吨价提升	26
图 36: 70、80、90 年代玻汾包装与现在没有明显区别	27
图 37: 汾酒曾推出与玻汾相似的酒如泉酒	27
图 38: 新版玻汾瓶身背面标签有明显的固态发酵标志	27
图 39: 固液法白酒背面标签标注	27
图 40: 2012-2020 年玻汾营业收入	28
图 41: 部分省份玻汾销售占比	28
图 42: 青花汾酒是公司营收增长的主要动力之一	28
图 43: 2016-2019 年青花汾酒销售量高增	28
图 44: 汾酒“1357+10”	29
图 45: 环山西市场 2011-2019 年销售规模	30
图 46: 部分南方市场近几年销售规模实现翻倍以上增长	30
图 47: 理顺渠道关系, 与经销商深度合作	30
图 48: 2016-2020 年汾酒销售人员数量稳步提升	31
图 49: 2016-2020 年汾酒销售人员人均薪酬大幅提高	31
图 50: 2016-2020 年汾酒省外经销商数量快速增长	31
图 51: 2016-2020 年汾酒可控终端网点数量	31
图 52: 公司专卖店数量	31
图 53: 2019 年省外营收首次超越省内	31
图 54: 次高端价格带拓宽	32
图 55: 青花系列批价提升明显	33
图 56: 青花汾酒终端零售价达到了 900 元以上	33
图 57: 青花 30 汾酒与青花 30 汾酒·复兴版外包装	34
图 58: 保健酒行业销售规模与增速	36
图 59: 保健酒行业消费量与增速	36
图 60: 2019 年部分企业保健酒业务收入	37

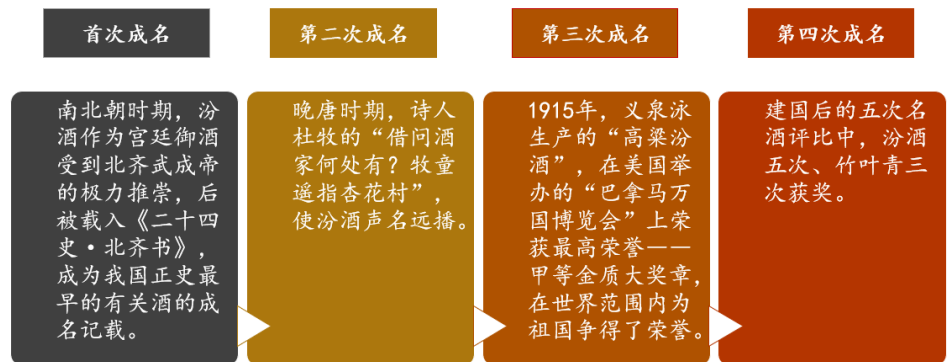
图 61: 2006-2017 年劲酒销售收入	37
图 62: 竹叶青“健康国酒”内涵	37
图 63: 新品荣耀版竹叶青“中国风”设计	38
图 64: 以竹叶青为基酒的鸡尾酒飘飘配方	38
图 65: 《我在颐和园等你》中明星嘉宾体验竹叶青酒	39
图 66: 竹叶青酒在广州塔为新品发布造势	39
图 67: 华东和华南地区是保健酒重要销售区域	39
图 68: 2016-2020 年公司配制酒营业收入与增速	39
图 69: 2016-2020 年公司配制酒毛利率	40
图 70: 2016-2020 年公司配制酒产量与销量	40
表 1: 1988 年十三大名酒价格管制放开初期价格 (元/瓶)	11
表 2: 2006 年汾酒省外市场发展规划	12
表 3: 2008-2012 年公司多方面进行改革	12
表 4: 清香型白酒曾是销量最大的白酒香型	15
表 5: 清香型白酒三大分类	16
表 6: 部分清香型白酒公司发展情况	17
表 7: 2017 年度汾酒集团经营业绩责任书考核指标要求完备清晰	18
表 8: 汾酒集团酒类资产注入	20
表 9: 汾酒集团“六定”改革实施方案	21
表 10: 股权激励计划首次授予限制性股票具体分配情况	21
表 11: 2020 年玻汾多次提价	28
表 12: 青花汾酒部分提价信息	32
表 13: 近两年部分清香酒企推出高端产品情况	33
表 14: 青花 30 汾酒·复兴版在多个现代渠道进行首发	33
表 15: 饮料酒三大品类	36
表 16: 保健酒运营公司与上市公司关系	38
表 17: 山西汾酒主营业务拆分及预测	41
表 18: 山西汾酒可比公司估值表	42

1. 山西汾酒：跨越千年的中国酒魂

1.1. 汾酒历史底蕴深厚，载誉数千年

汾酒历史悠久，建国后五次白酒评比中均榜上有名。杏花村是中国最早的酿酒地区之一，杏花村汾酒在中国白酒史上地位卓绝，有“中国白酒祖庭”的称号，杏花村的酿造技术伴随着晋商的流动和山西移民带来的人口流动，山西的酿酒技术跟随盐远路线和移民路线向全国各地传播，我国不少地方名酒都曾带有“汾”字，与汾酒渊源可见一斑，“会做山西酒，腰无半文天下走”也反映了汾酒在全国各地受欢迎程度极高。在南北朝时期第一次被载入二十四史，算是汾酒首次成名。晚唐时期杜牧的诗句“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”广为流传，使汾酒二度成名。1915年，汾酒参加巴拿马万国博览会，荣获最高荣誉，建国后更是在五次名酒评比中五次获奖，再扬美名。

图 1：汾酒历史上四次成名



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 2：汾酒在五次全国名酒评比会中排名前列

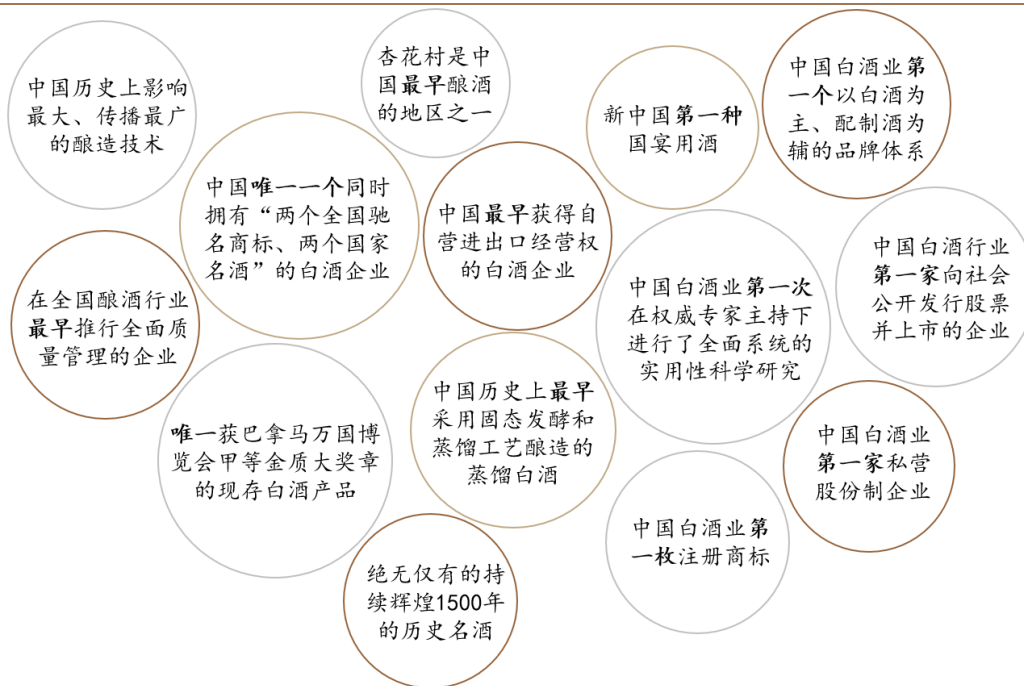


资料来源：公司官网，德邦研究所

汾酒拥有“白酒祖庭”的行业地位，在白酒行业实现了多个“第一”。汾酒所在地是中国最早酿酒的地区之一，汾酒是中国历史上最早采用固态发酵和蒸馏工艺酿造的蒸馏白酒，唯一获得巴拿马万国博览会甲等金质大奖章的现存白酒产品，中国白酒业第一家私营股份制企业，新中国第一种国宴用酒，中国白酒业第一枚注册商标等等，汾酒实现了中国白酒行业的多个第一。汾酒的发展史可以算是半部中国白酒的发展史，汾酒在产品、技术、管理、体制方面的持续创新，对中国

白酒行业的发展做出了重要贡献，具有“白酒祖庭”的行业地位。

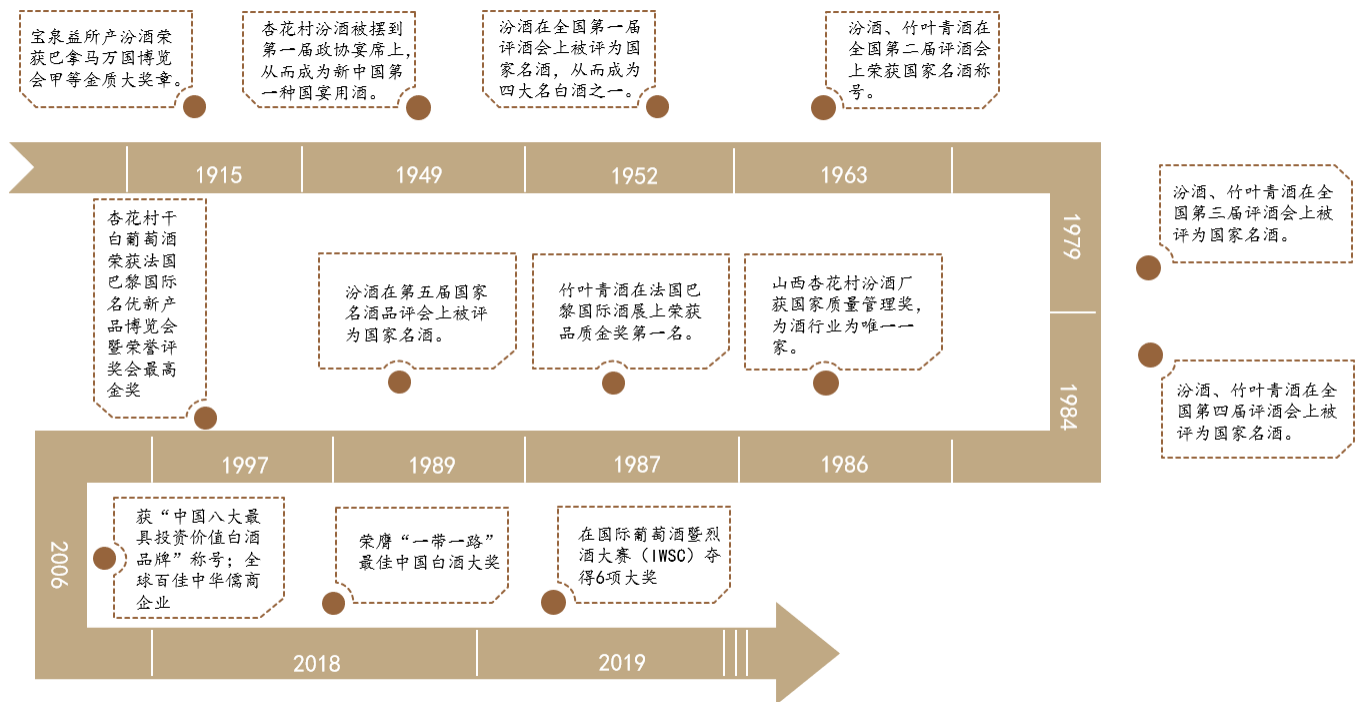
图 3：汾酒实现了行业内多个“第一”



资料来源：公司官网，德邦研究所

汾酒载誉无数，品牌影响力广泛。建国后，除了五次名酒评比外，汾酒更是斩获国内外多个名酒评比大奖，2018 年开始启动汾酒国际化进程，出台《海外市场发展三年规划（2019—2021）》方案，承办比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛和世界酒文化博览会，积极参加国际品牌特色商品展示等活动，在 2019 年第 50 届国际葡萄酒暨烈酒大赛（IWSC）中，青花汾酒中国装斩获金奖，汾酒国际影响力进一步提升。

图 4：公司历史所获荣誉

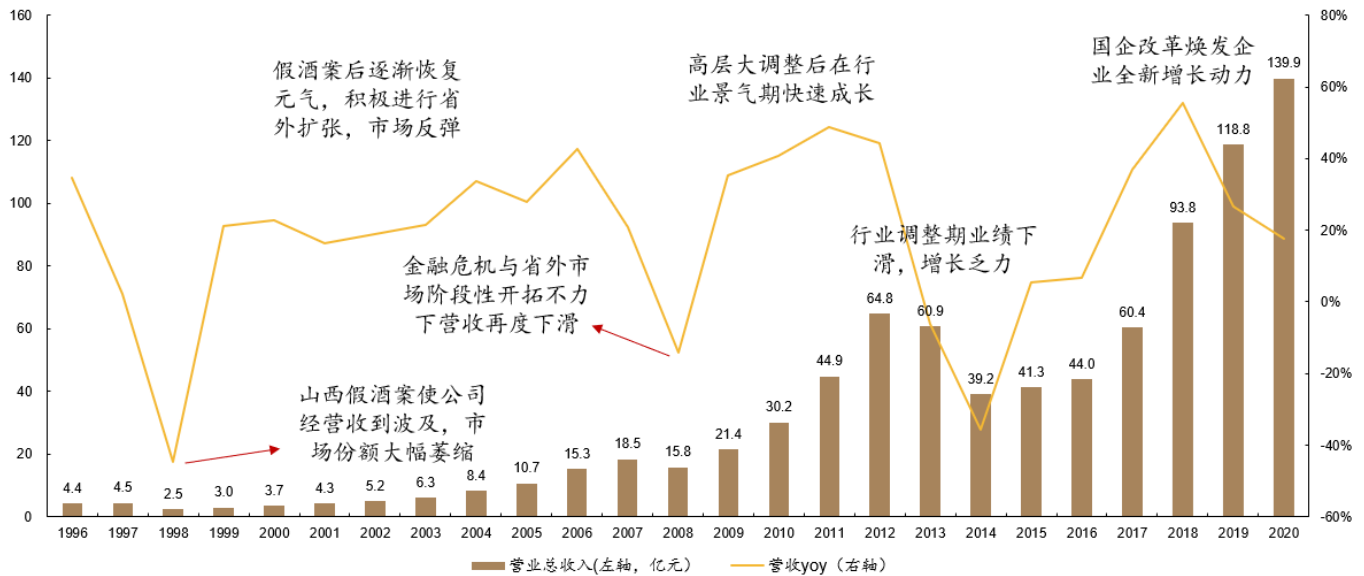


资料来源：公司官网，德邦研究所

1.2. 发展复盘：忆往昔岁月峥嵘，看今朝风光秀美

回顾汾酒发展史，公司始终以酿好酒为使命，受外部环境因素影响经营有波动，但自身综合能力不断增强，可以将山西汾酒的历史分为以下几个阶段：

图 5：山西汾酒历史回顾

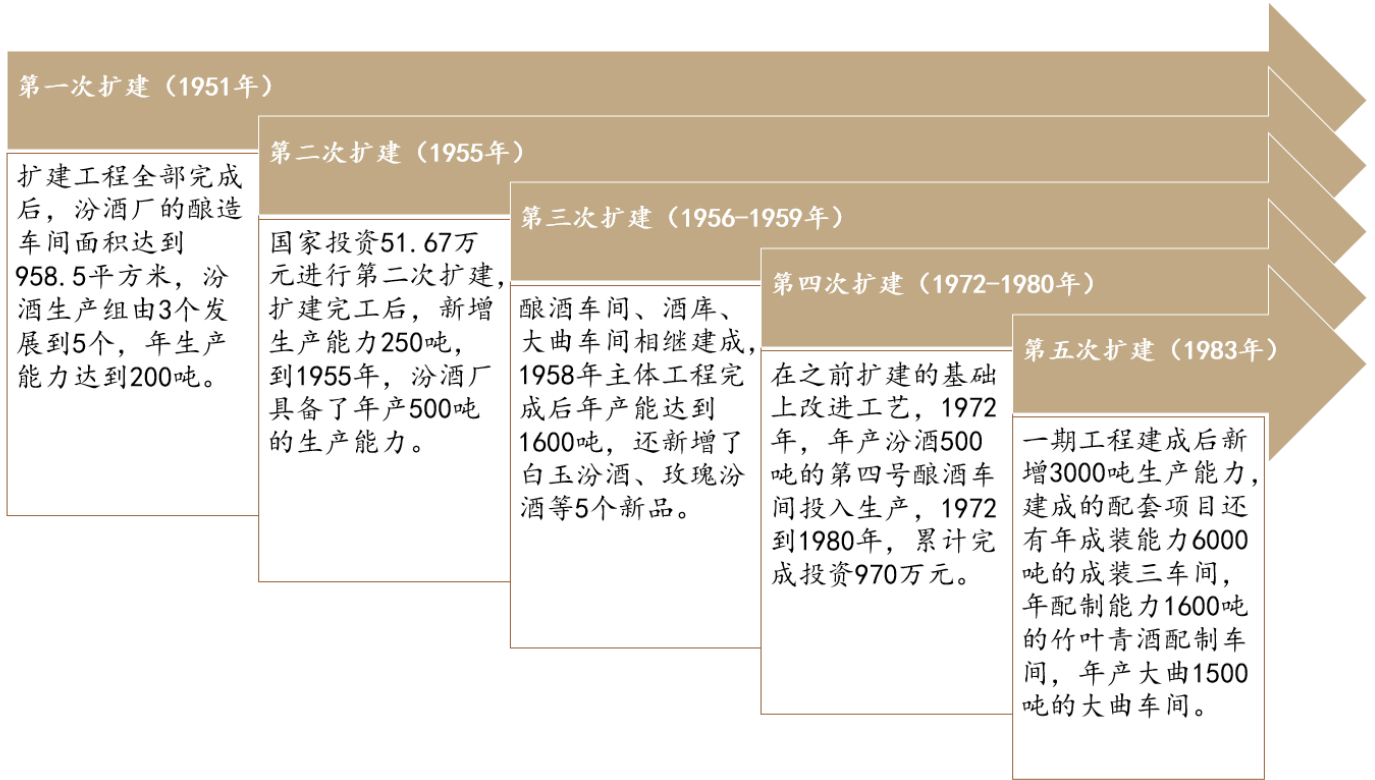


资料来源：Wind，德邦研究所

1.2.1. 1949-1993年：产能扩张迅速，造就“汾老大”地位

1949-1993年：快速扩张产能和产品，奠定“汾老大”地位。生产周期短、成本低、出酒率高等特点使得清香型酒具有先天产能优势，解放后，汾酒厂进一步总结传统工艺，并扩建产能，产量年年有所增长，1980年，汾酒的商品产量已经达到1400多吨，1986年，汾酒总产量突破万吨大关，1992年具备了2.5万吨饮料酒生产能力，产品有白酒、配制酒、黄酒、果酒四大类共十三个品种。在1988-1993年汾酒销量及收入连续6年位居行业首位，并于1993年开始对企业进行了改制，开始走上专业化的经营道路。

图 6：汾酒在 20 世纪 50-80 年代进行了五次大规模扩建，奠定“汾老大”地位



资料来源：云酒传媒，德邦研究所

1.2.2. 1994-2001 年：民酒策略弱化公司高端形象，假酒案加剧公司地位下滑

1994-2001 年：价格策略错失名酒涨价机会，假酒案打击下市场大幅萎缩。 80 年代末白酒市场化启动，各大名酒价格差距逐渐拉大，公司采取的“民酒”策略使汾酒高端形象弱化，1994 年营收被五粮液赶超。1998 年，山西朔州假酒案爆发，出现假酒致人死伤事件。虽然假酒与汾酒无关，但假酒与汾酒产地同属于山西，在山西酒变成毒药代名词的背景下，汾酒经营受到波及，公司营收同比下降 45%，净利润同比下降 92%，行业地位继续下滑。同时消费税的调整，对于低价白酒的利润侵蚀明显，汾酒亟待进一步改革。

表 1：1988 年十三大名酒价格管制放开初期价格（元/瓶）

	茅台	五粮液	郎酒	泸州特曲	古井贡酒	洋河大曲	双沟大曲	全兴大曲	剑南春	董酒	汾酒	西凤酒	特制黄鹤楼
北京	295	150	60	80	70	35	50	40	80	55	40	35	25
上海	150	90	80	75	42	38	38	38	42	24	20	20	17
广州	150	90	60	70	40	38	38	40	45	25	20	20	17

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

1.2.3. 2002-2007 年：消费税调整下推进高端化，积极省外扩张

2002-2007 年：推出国藏汾酒与高端酒对标竞争，同时积极进行省外扩张。 假酒案后经过几年的复苏与调整，汾酒的品牌形象得到恢复，市场开始反弹。2004 年公司推出国藏汾酒，形成以“国藏汾酒、青花瓷汾酒、老白汾酒”为代表的产品系列，并对主导产品连续进行提价，意图重塑高端形象。但是产品推出时间较晚，公司营销框架较为粗放，缺乏清晰的推广策略，国藏汾酒销售不温不火。同时，公司对省外市场加大投入，针对河南制定“第二故乡”战略，省外营收占比从 2002

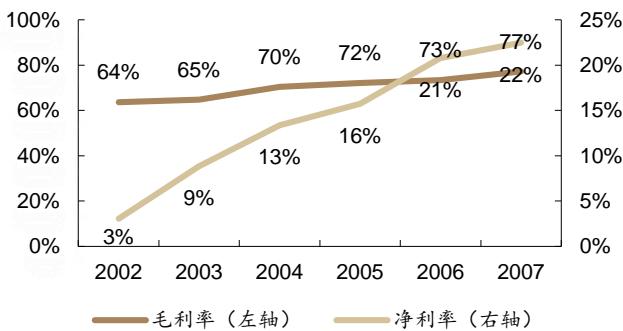
年的 33% 提升至 2007 年的 49%。

表 2: 2006 年汾酒省外市场发展规划

市场划分	代表市场	发展规划
重点市场	山西市场	每年按 10% 递增
超常规发展市场	河南、湖北市场	每年按 30% 递增
重点发展市场	河北、山东市场	每年按 20% 递增
潜力市场	北京、浙江、广东、福建等市场	北京市场选用国藏汾酒、中华汾酒、高档竹叶青作为产品组合，浙江市场优化终端建设，广东、福建市场创新营销方式打开高端市场，东北市场加大中高档产品推广力度。

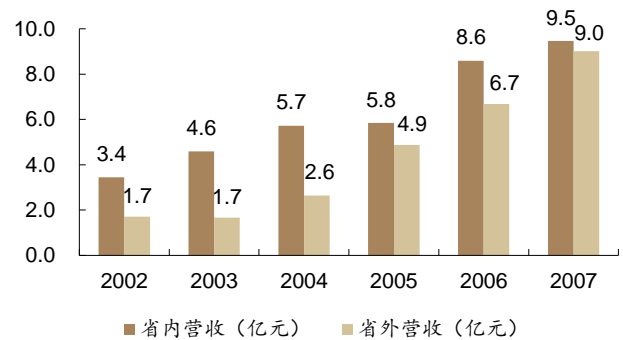
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 7: 2002-2007 年公司毛利率、净利率逐年提升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8: 2002-2007 年公司省外营收占比从 33% 提升到 49%



资料来源：Wind，德邦研究所

1.2.4. 2008-2012 年：换届开启体制改革，推进全国化进程

2008-2012 年：管理层换届开启体制改革，全国化进程加速。2009 年公司管理层大换届，李秋喜上任股份公司董事长，郑开源任副总经理，主管营销。新管理层在产品、渠道等方面进行改革，有效革除了汾酒的积弊，汾酒开始了渠道的精耕细作，并在发展中逐步挤掉泡沫。市场打造上公司聚焦重点省份，行业扩张期省外市场实现迅速发展。

表 3: 2008-2012 年公司多方面进行改革

环节	公司布局/发展策略
品牌	通过文化营销提升品牌价值，举办国宴用酒周年纪念大会、考古挖掘纪念大会等大型活动，加强汾酒与“中国酒魂”的关联度与联想度。
产品	优化品种和产品结构，明晰产品层次，提高开发商门槛，坚持以自营产品为主，降低经销商开发产品比重。
生产	积极开展工艺创新，加大新品研发力度，加大各环节督察检查，加强现场工艺管理，健全质量体系，保证中高档原酒储量稳步提升。
营销	调整营销组织机构，加强对营销队伍的管控，提高团队激励机制，引进外脑班子，完善营销管理制度。进一步变革渠道管理，加强对窜货的处罚，推进渠道扁平化，拓展团购渠道，加强市场网络和终端建设。

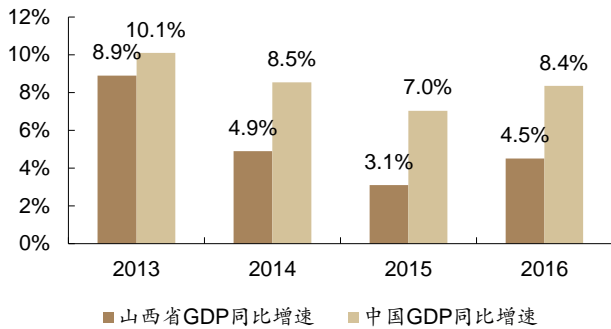
资料来源：公司年报，德邦研究所

1.2.5. 2013-2016 年：行业调整期，公司发展再次受阻

2013-2016 年：行业调整叠加省内经济增速放缓，公司业绩大幅下滑。13 年开始行业进入调整期，名酒价格持续下滑，政务需求骤减，叠加省内经济增速放缓（煤炭产业持续低迷），公司陷入调整，全国化进程放缓，经销商库存高企，产品价格倒挂。经过 2-3 年的调整，库存逐渐消化，渠道信心逐步恢复，汾酒开始

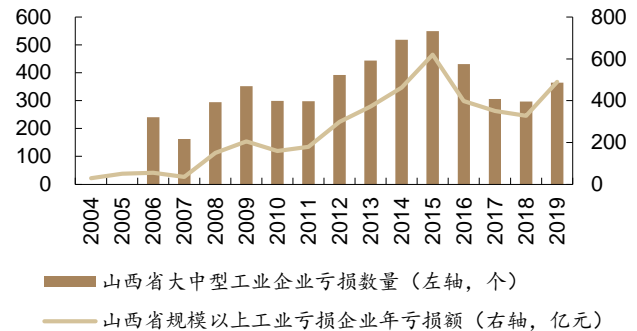
走出低谷。

图 9：2013-2016 年山西省和全国 GDP 同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：2013-2015 年山西省亏损企业数量和亏损金额增加



资料来源：Wind，德邦研究所






1.2.6. 2017 至今：国改释放发展红利，全国化、高端化稳步推进

2017 年至今：国改助力内外改革加速，全国化、高端化有序推进，盈利能力显著提升。2017 年汾酒集团董事长李秋喜与山西国资委签订目标责任书，汾酒开始全方面推进改革。改革主要从股权结构、资产注入、人事制度等方面进行，2017-2019 年顺利超额完成业绩目标，同时盈利能力显著提升。**2019 年全国化发展格局基本成型，青花 30 开始挺价蓄力高端化。**公司按照“1357”三步走策略，巩固“1+3 板块”（即山西市场、京津冀板块、鲁豫板块、陕蒙板块）市场的基础上略有增长，适度加大“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）市场的拓展力度，加快 7 个机会型市场（四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏）的拓展速度。传统优势市场进一步得到巩固，新兴市场快速发展，到 2019 年底，全国市场可控终端网点数量突破 70 万家，当年增加 30 余万家。2020 年，疫情对白酒消费造成一定影响，公司通过调结构顺利过渡，20H1 逆势增长。在 2020 年 9 月份，在长城发布青花汾酒 30·复兴版，汾酒高端化战略全面启航。

1.3. 产品：抓两头带中间，品牌定位清晰再腾飞

产品矩阵丰富，各价格带皆有布局。公司高端产品主要有中国装青花汾酒、青花汾酒 40·中国龙、青花 30 汾酒·复兴版等，定位千元以上价格带；次高端有青花 20 跑量产品，终端零售价 500 元左右，卡位次高端主流价格带；巴拿马金奖系列和老白汾系列是腰部产品，定价在 100-450 元之间，满足大众宴会需求，深受山西消费者认可；玻汾定位高线光瓶酒，性价比高，起到引流与培育消费者作用；竹叶青是著名的保健养生酒，主要大单品玻竹定价 59 元，同时有青瓷 20 等产品定位次高端。

图 11: 山西汾酒产品结构

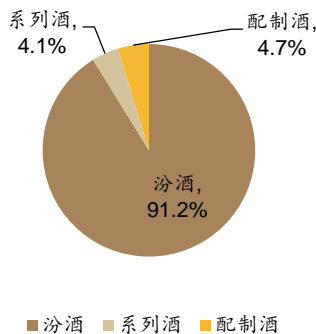
产品系列	定位	主要产品	终端零售价 (元)	产品展示
青花系列	高端	55° 500ml 中国装青花汾酒	1999	
	高端	53° 500ml 青花30·复兴版	1199	
	次高端	53° 500ml 青花20	518	
巴拿马金奖系列	次高端	53° 475ml 金奖黑坛20	408	
老白汾系列	中端	53° 475ml 老白汾酒封坛15	229	
	低端	53° 475ml 老白汾酒10	158	
玻瓶汾酒	低端	53° 475ml 黄盖玻汾	55	
	低端	42° 475ml 红盖玻汾	52	
竹叶青系列 (配制酒)	次高端	42° 500ml 青瓷20	498	
	中端	38° 500ml 青瓷10	308	
	低端	38° 475ml 玻竹	59	

资料来源: 京东商城, 德邦研究所

以“抓两头，带中间”策略持续优化产品架构，采用针对性措施对不同产品进行差异化运作。2017年公司提出“抓两头，带中间”的产品策略，以青花和玻汾系列为“两头”，以老白汾、巴拿马金奖为腰部战略级产品，通过青花高举高打，玻汾稳扎稳打，腰部产品稳步发展打造一系列大单品。2020年，公司对青花20、30两款主销产品分离运作，巴拿马系列推出星火计划，腰部产品梳理控价模式，筛选核心市场发力，玻汾以终端突破、招商育商为核心原则进行扩张。经过近几年产品架构的优化，各品牌定位更加清晰，运作有的放矢，效率提升显著。

产能充足，扩产助力长远发展。2018-2020年收购汾酒集团部分酒类资产后，公司产能有了较大提升，2020年，本部设计产能达到了16万千升，系列酒公司等产能3.3万千升，当年白酒总销量为12.2万千升。2021年7月公司公告，拟投资约11亿元用于扩产，其中4.90亿元用于1万吨原酒产能项目，建成后将增加1万吨汾酒原酒生产能力；4.86亿元用于原酒储能项目，建成后将新增原酒储存能力9.62万吨；0.93亿元用于露酒技改和竹叶青改建项目。项目建设周期预计约2年，建成后将助力公司长远发展。

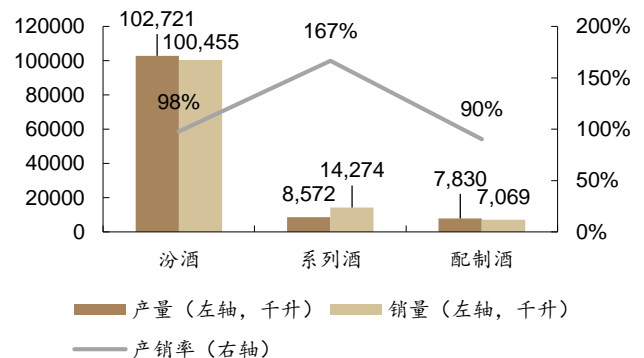
图 12: 2020 年公司分产品收入占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 汾酒主要是青花、巴拿马、老白汾、玻汾系列, 系列酒主要是杏花村酒系列、杏花村清酒、杏花村福酒、杏花源等, 配制酒主要是竹叶青系列酒

图 13: 2020 年公司产销基本平衡



资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 2020年公司对系列酒进行停产整顿与梳理, 使产销量有所减少

2. 国企改革助力汾酒复兴，清香龙头重新启航

2.1. 三香分天下，汾酒肩扛清香复兴大旗

清香型白酒曾是白酒消费主导香型，历史上的大流行证明清香型白酒具备使消费者广泛接受的能力。清香型白酒是三大主流香型之一，一直以品质优质和稳定享誉市场，曾是中国白酒的领头羊：上世纪 70 年代曾占据 70% 左右的市场份额，成为酒厂最多，分布最广，销量最大的白酒香型。80 年代起由于浓香技术的突破以及粮食供应的增加，浓香型白酒开始占据主导地位。酱香型白酒由于产量稀缺打造出高端形象，在茅台的带领下发力，2020 年，浓香/酱香/清香的销售占比分别为 51%/27%/15%，虽然目前清香型白酒的市占率远不及高峰时期，但曾经的清香全国大流行证明了清香型白酒具备使消费者广泛接受的底蕴。

表 4：清香型白酒曾是销量最大的白酒香型

	20 世纪 70 年代	1984 年	2000 年	2012 年	2016 年	2020 年
清香型	70.0%			7.5%	7.6%	15.0%
浓香型		55.0%	70.0%	76.7%	76.7%	51.0%
酱香型			0.4%	3.0%	2.7%	27.0%
其他	30.0%	45.0%	29.6%	12.8%	13.0%	7.0%

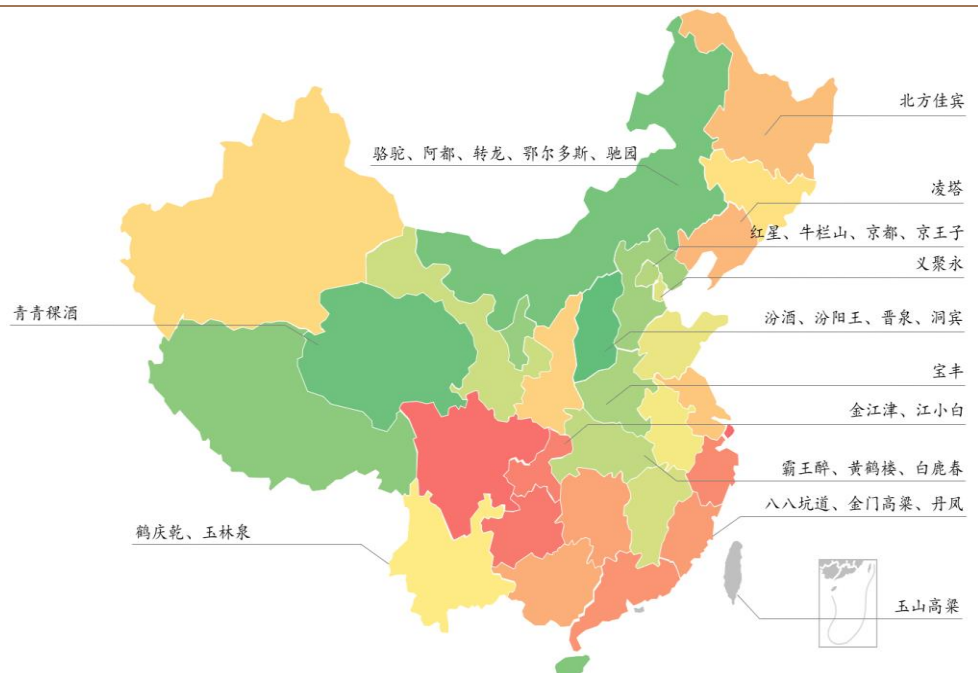
资料来源：酒业家，前瞻产业研究院，中国国家统计局，德邦研究所

注：2020 年为销售收入占比，其余为产量占比

20 世纪 70 年代其他数据包含浓香、酱香，1984 年数据包含清香、酱香，2000 其他数据包含清香

清香型白酒辐射面积广阔，北方消费者更青睐于绵甜不上头的清香白酒，南方省份清香消费氛围渐起。山西是清香型白酒主产区，有汾酒、汾阳王、晋泉、洞宾等清香型白酒企业，周边省份与山西地理位置接近，人文、风俗习惯差异不大，对清香接受较好。北京、青海、内蒙古等省本身就有清香型白酒厂家，消费者一直都有饮用清香型白酒习惯。南方非浓、酱主产区省份没有强势地产酒，对各种香型口味较为开放，汾酒近年来对南方市场加大投入，清香消费热度逐渐升温。

图 14：清香型白酒接受度与主要品牌示意图



资料来源：酒业家，德邦研究所

清香型白酒工艺强调“清香纯正、一清到底”，在生产过程中重视对杂味的去除。清香型白酒工艺主要分为大曲清香、小曲清香和麸曲清香，区别主要在于酒曲的不同，汾酒、宝丰酒等是大曲清香酒，云南、四川等地以酿造小曲清香酒为主，麸曲清香代表品牌有红星二锅头和牛栏山二锅头。三类工艺中，大曲清香酒出酒率最低，酿酒周期最长，成本最高。以大曲清香酒代表汾酒为例，采用的是独特的“固态地缸分离发酵、清蒸二次清”酿造工艺：用地缸发酵的原因是地缸干净卫生，能够隔离土壤中含有的不必要的杂质，保证酒体的纯净，且有利于后期香味物质的形成；清蒸二次清的含义是每投入一批酒醅的原料，高粱和辅料都要单独清蒸一次，清蒸糊化的高粱经过发酵二次、蒸馏出酒二次。这些工艺都可以避免原料、辅料中的杂味邪味带入酒中，使蒸出的酒落口更加爽净。

表 5：清香型白酒三大分类

	大曲清香	小曲清香	麸曲清香
工艺特点	清蒸清烧，地缸固态发酵，清蒸两次清	清蒸清烧，小曲培菌糖化，配糟发酵	清蒸清烧，水泥池固态短期发酵
典型风格	无色透明，清香纯正，香味协调，余味净爽	清香纯正，具有粮食小曲特有的清香和糟香，醇和回甜	清香纯正，醇和净爽
酿酒原料	高粱	高粱或小麦、稻谷	高粱
发酵容器	陶瓷地缸	水泥池（四川）；小坛、小罐（云南）	水泥池
代表产品	山西汾酒、河南宝丰酒、武汉黄鹤楼酒	云南玉林泉，江津老白干，四川峨眉春酒	红星二锅头，牛栏山二锅头

资料来源：糖酒快讯，德邦研究所

图 15：青花汾酒“伏曲冬酿 1022”工艺

伏曲

古书《齐民要术》中记载，最佳制曲是立夏到重阳这个时间，青花汾酒每年在伏天制曲，此时微生物活性最旺盛，种类最多。经过一个月制曲储存六个月冬天进行酿酒，是青花汾酒核心品质时间的保证。

冬酿

经过一个月制曲储存六个月冬天进行酿酒，冬天微生物适合缓慢发酵，长期发酵，也是青花汾酒核心品质时间的保证。

“10”：青花汾酒出酒后以宜兴陶缸盛装密封于地下老熟陈酿10年以上。

“2”：只在最古老的2个车间生产。

“2”：发酵周期是普通汾酒的2倍。

资料来源：汾酒集团公众号，德邦研究所

清香型白酒的工艺决定了酒的组成成分简单，口味醇和绵甜适合现代饮用者的口感需求。年轻消费者对白酒在口感方面的要求更讲究香气丰满丰富，好入口好下喉，口感过于醇厚的白酒反而觉得难以下咽。清香型白酒追求干净利落，能迎合现代消费者的需求，而他们是未来白酒消费的主力军，清香型白酒有利于口感导入，在新消费者教育上具有酒种优势。同时，在口味愈加多元化的今天，清香型白酒给消费者提供了另外一种选择，具备差异化竞争优势。

香型竞逐背景下汾酒扛起清香复兴大旗。在新兴媒体的教育下，消费者对香型的认知加深，香型竞争成为酒业竞争的热点之一。清香作为最具历史底蕴与市

场认知的香型，市场趋势较好，逐步开启复兴之路。在清香阵营内部，牛栏山清香占比较低，红星二锅头在竞争中掉队，其他区域型清香酒企品牌力弱，只有汾酒具有强大品牌力，且通过国改提高激发了经营活力，清香行业的繁荣预计仍将由汾酒带领。

表 6：部分清香型白酒公司发展情况

公司	代表产品	2020 年营收	近三年复合增速	发展情况
山西汾酒	青花、巴拿马、老白汾、玻汾系列	140 亿元	32%	2017 年签署《三年任期经营目标考核责任书》，2019 年超额完成任务，国改激发经营活力，凭借强大品牌力全国化扩张进展顺利。
顺鑫农业	白牛二、珍品陈酿、百年陈酿	102 亿元（白酒）	16%	抓住光瓶酒升级趋势，成功打造超级大单品白牛二，全国化深度进行，清香产品主要是低端二锅头与高端产品，占比较低。
红星股份	红星二锅头清香、百年系列	23 亿元	-	品牌升级滞后，未能把握消费升级红利，市场表现不佳，业绩增长乏力，亟待转型突破。
青青稞酒	天佑德系列	8 亿元	-17%	作为区域型酒企发展承压，且 2020 年受疫情冲击严重。通过产品瘦身、推进次高端产品发展与管理模式升级进行改革，由于品牌基础弱，外地市场拓展情况一般。

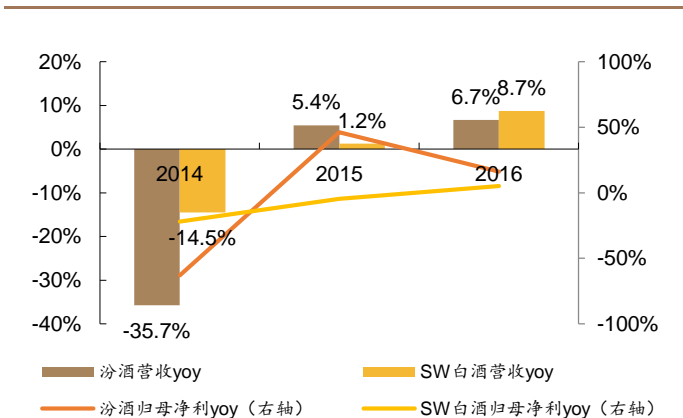
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

2.2. 山西国企改革标杆，走上崭新起点

2017 年，签订责任书开启国改新篇章，“加压”与“松绑”并重。2017 年 2 月 23 日，汾酒集团董事长李秋喜与山西国资委签订《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》，汾酒是山西省国企改革试点和首家签订目标责任书的改革试点企业，成为山西省国企改革的突破口。责任书明确了具体改革任务，在对企业“加压”的同时对不利于企业经营活动的约束进行“松绑”：

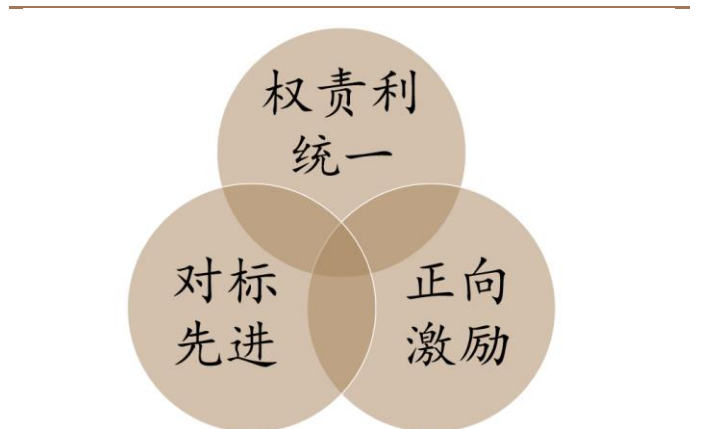
- ✓ **“加压”**：责任书的考核目标与经营业绩相挂钩，对汾酒集团 2017-2019 年收入（酒类）和利润（酒类）的增长目标分别为 30%/30%/20%、25%/25%/25%，并根据考核情况进行奖惩：如果完成考核目标，董事长按规定取得报酬，超额完成 25% 以上，国资委给予集团董事长特别奖励，并根据超额幅度分层增加企业工资总额。反之，如果没有完成考核目标，解聘董事长，相应扣减工资总额。**对当时的汾酒来说，压力并不小**：2017 年白酒行业刚刚开始复苏，往前三年汾酒不管是营收还是利润平均增速均低于行业上市公司平均水平。2016 年汾酒营收和归母净利增速分别为 6.7%、16.2%，要完成当年任务增速要再上一台阶，公司管理层必须以破釜沉舟之势谋求改革与发展。
- ✓ **“松绑”**：对管理层“加压”的同时，山西国资委也向汾酒集团董事会下放了八项权利，主要是让董事会在企业的经营方针、预算结算等方面有更多的自主权，使公司的决策链条大大缩短，有助于激发内部改革活力，在市场中更有竞争力。

图 16：2014-2016 年汾酒营收利润平均增速均低于行业平均水平



资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：《2017 年度经营目标考核责任书》考核原则



资料来源：山西省国资委官网，德邦研究所

表 7：2017 年度汾酒集团经营业绩责任书考核指标要求完备清晰

	指标要求	分值
基本指标	利润总额（酒类）：10.48 亿元，同比增长 25%	30 分
	营业收入（酒类）：66.5 亿元，同比增长 30%	30 分
	行业地位（酒类收入排名）：不低于第七名	10 分
	市场增加值增长率(MVA)：20%	5 分
	资产质量指标：不良资产率、资产负债率、或有负债比率好于行业良好值，资产结构科学合理	5 分
辅助指标	净资产增长率：4.93%	5 分
	应收账款周转率：77 次	5 分
重大工作任务指标	完成省委、省政府企业改革重大工作任务，积极推行员工持股改制试点，任期内力推汾酒集团整体上市	5 分
约束性指标	完成省政府下达的年度节能指标。安全生产达标。无重大违纪违规行为	5 分
否决指标	杜绝重大生产责任事故	-

资料来源：山西省国资委官网，德邦研究所

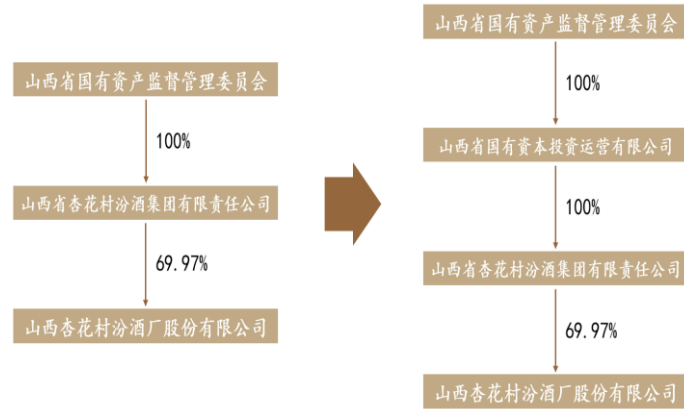
图 18：山西国资委向汾酒集团董事会下放八项权利



资料来源：山西省国资委官网，德邦研究所

责任书签订后，公司从内部开始进行了全方位的改革，2017 年 9 月，山西省国资委将持有的汾酒集团 100% 股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司。国资委管理时重大事件与年内工作安排必须向国资委报告，划转后企业对日常工作有了更高的决策权。以山西国投为管理资产的载体，加大了市场化的机制对国企能量的发挥。

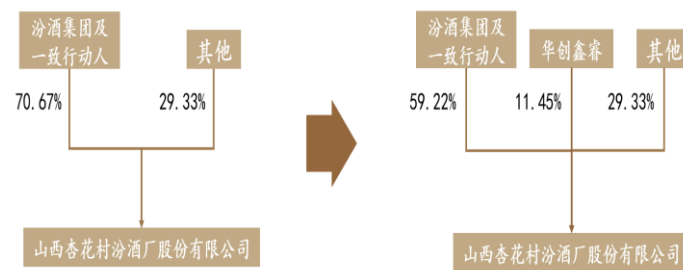
图 19: 2017 年股权变更, 国资委放权至山西省国有资本投资运营有限公司



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2018 年, 引入战投加速混改, 成为国务院国资委首批国企改革“双百行动”入选企业。2018 年 2 月, 公司引进华润作为战略投资者, 汾酒集团及一致行动人将持有的约 11.45% 的股份协议转让给华创鑫睿, 改变了原先控股股东持有较高比例上市公司股权造成的股东单一局面(转让前汾酒集团持有汾酒股份公司约 70.67% 股份)。借助华润的资源和背景, 有利于汾酒全国化的铺开, 华润入股后董事会增加华润的派驻人员, 也有利于公司借助华润的力量推动内部改革。2018 年 3 月, 国务院国企改革“双百行动”启动, 2018 年 8 月份酒成为首批国企改革“双百行动”入选企业, 也是白酒行业唯一一家入选企业。

图 20: 2018 年集团混改, 引进华润



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 21: 2018 年被国务院国资委列为国企改革“双百行动”试点企业



资料来源: 酒说, 德邦研究所

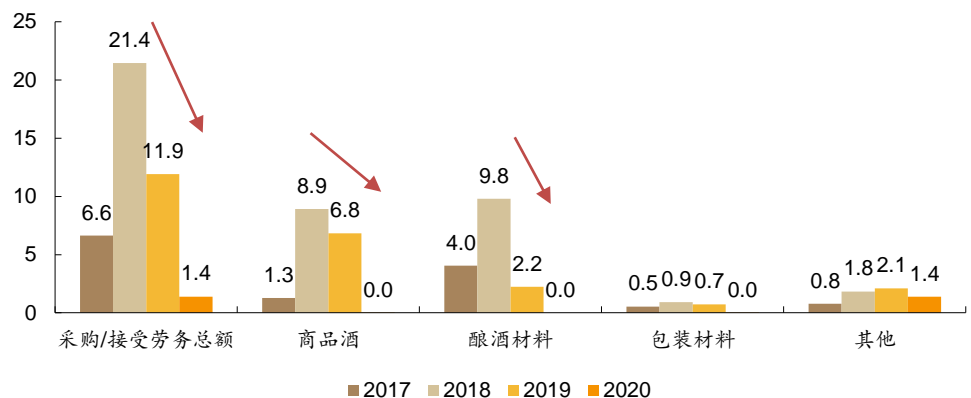
持续推进集团酒类及相关业务注入, 提升盈利水平与综合竞争力。2018 年之前, 汾酒系列酒主要是汾酒集团生产, 汾酒股份公司向汾酒集团采购成品酒进行销售, 经销业务毛利率较低(汾牌系列毛利率约 3%, 杏花村系列毛利率不足 30%)。通过收购集团酒类生产资产(酒业发展区股份公司目前主要生产杏花村系列酒, 汾青酒厂主要生产汾牌系列酒), 股份公司将系列酒的生产纳入管控, 能更加有效监督生产过程, 同时有利于销售的统筹规划。汾酒集团酒类资产全部注入上市公司后, 资产证券化率超过 92%, 基本解决了与股份公司的同业竞争与关联交易问题: 2020 年关联交易采购总额为 1.4 亿元, 远低于于高峰时期的 21.4 亿元, 其中商品酒与酿酒材料的采购基本为 0。

表 8：汾酒集团酒类资产注入

时间	资产注入情况
2018 年 12 月	股份公司全资子公司山西杏花村汾酒国际贸易有限责任公司收购山西杏花村国际贸易有限责任公司部分资产，杏花村国贸将不再经营酒类商品销售和酒类商品进出口业务
2018 年 12 月	股份公司收购山西杏花村汾酒集团酒业发展区销售有限责任公司 51% 股权
2019 年 3 月	股份公司收购山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产，标的资产均位于山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司白玉酒厂厂区内
2019 年 6 月	股份公司子公司山西杏花村汾牌系列酒营销有限责任公司收购山西杏花村汾酒集团宝泉涌有限责任公司 51% 股权
2019 年 11 月	汾酒集团向股份公司转让所持山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司 10% 股权
2019 年 11 月	股份公司收购汾酒集团部分资产，标的资产均位于汾青酒厂厂区内
2019 年 11 月	股份公司收购汾酒集团部分资产，标的土地目前由汾酒集团全资子公司宝泉福利公司使用，其地上建筑物为宝泉福利公司拥有的 10 项房屋建筑物。公司拟收购宝泉福利公司上述 10 项房屋建筑物。
2019 年 11 月	股份公司收购汾酒销售公司 10% 股权
2019 年 11 月	股份公司收购山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产
2019 年 11 月	股份公司收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂 100% 股权
2020 年 11 月	股份公司将全资子公司山西杏花村汾酒商贸有限责任公司 100% 股权无偿划转至全资子公司山西杏花村汾酒销售有限责任公司，将全资子公司山西杏花村科技开发有限责任公司 100% 股权无偿划转至全资子公司山西杏花村竹叶青产业有限责任公司。
2020 年 11 月	股份公司收购山西杏花村汾酒集团酒业发展区股份有限公司 51% 股权

资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：2017-2020 年公司采购商品/接受劳务情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

深入推行“组阁聘任制”，“六定”改革优化组织架构。成为国改试点后，针对人事制度，公司从销售公司入手，解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级领导干部的职务，推行“组阁聘任制”，以市场化的方式进行用人机制改革。机关考核方面，实行“庸者下、劣者汰”，由全体部门对机关进行打分，打分最低的 3 个部门将收到降级处罚，如果在来年评比中得分较高将恢复，否则继续降级，使压力向下传导。组织架构方面，2020 年公司推进“六定”改革，对机构、职级、人员方面进行精简，解决公司存在的层级过多、干部过多、人员过多、效率不高等问题，使组织架构更加扁平化。

表 9：汾酒集团“六定”改革实施方案

	具体内容
定机构	汾酒集团及其汾酒股份共设置 16 个机构
定职数	总经理助理级管理人员配备数量均不超 5 人，中层管理人员控制在 64 人以内，基层管理人员控制在 48 人以内
定员额	定员额方面将控制在 340 人以内
定制制、定薪酬、定任期	按照指导意见与相关规定开展

资料来源：云酒头条，德邦研究所

股权激励陆续落地，绑定核心员工利益。2018 年公司推进限制性股票激励计划，限制性股票分三期解锁，每期均对净资产收益率、营收增长率、主营业务占比做了要求，并与同行业公司对标。激励对向个人考核方面，按绩效划分为 4 个等级确定解除限售比例。股权激励计划首次授予限制性股票授予人数 395 人，共授予 568 万股，激励对象除了高管，还涵盖 387 名中层管理人员、核心技术/业务人员，覆盖范围广，有效激发员工积极性。

表 10：股权激励计划首次授予限制性股票具体分配情况

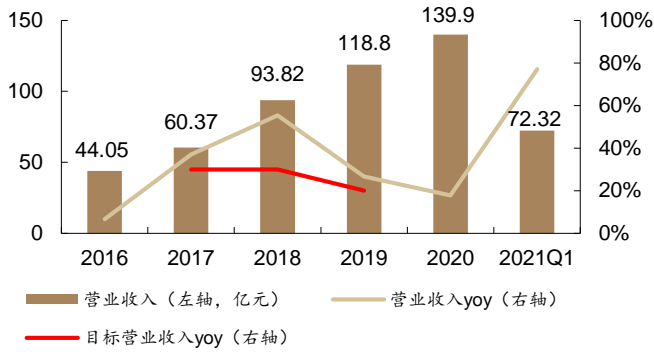
姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	获授限制性股票占授予总量的比例	获授限制性股票占当前总股本的比例
宋青年	副总经理	5	0.80%	0.01%
武世杰	常务副总经理	5	0.80%	0.01%
李俊	副总经理	5	0.80%	0.01%
马世彪	总会计师	5	0.80%	0.01%
郝光岭	总经理助理	5	0.80%	0.01%
高志峰	总经理助理	5	0.80%	0.01%
王涛	董事会秘书	5	0.80%	0.01%
武爱东	总经理助理	5	0.80%	0.01%
中层管理人员、核心技术/业务人员 (共 387 人)		528	84.08%	0.61%
预留		60	9.55%	0.07%
合计		628	100%	0.73%

资料来源：公司公告，德邦研究所

2.3. 改革成效显著，营收净利持续超预期

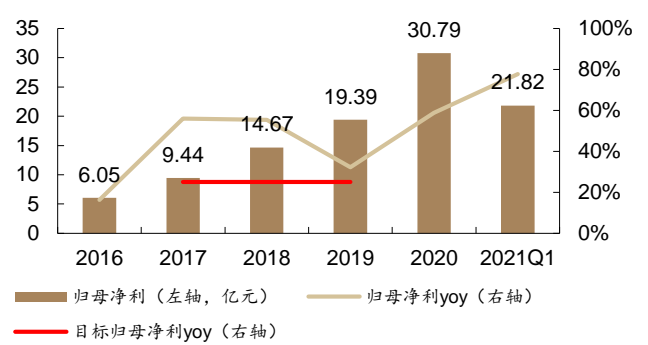
改革成果斐然，业绩持续超预期。公司 2016-2020 年营收复合增速 33.5%，归母净利润复合增速 50.2%，2017-2019 三年每年营收和利润增速均超过签订责任书时所设目标，高质量超额完成经营任务。2021 年第一季度营收 73.3 亿元，同比增长 77.0%，位居上市酒企第四。根据 2021 年半年度业绩预增公告，预计 2021 年上半年实现营收 117.3-124.2 亿元，同比增长 70%-80%，实现归母净利润 33.7-36.9 亿元，同比增长 110%-130%。2017 年开启国改后，公司一直在对的方向上发展，在报表上体现的是业绩持续超预期。

图 23: 汾酒营收高增, 超额完成营收目标



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 目标营收增速为责任书中汾酒集团酒类收入考核目标

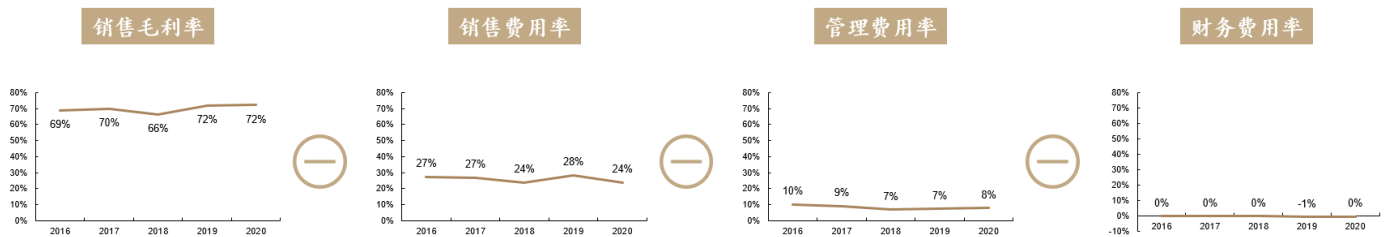
图 24: 汾酒归母净利高增, 高质量超额完成经营任务



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 目标归母净利增速为责任书中汾酒集团酒类利润考核目标

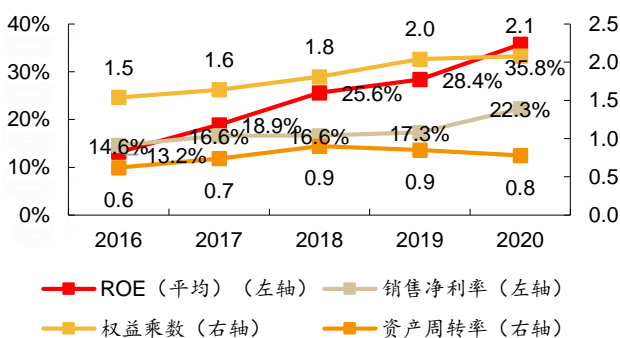
ROE 逐年提升, 位居上市酒企第一。2016-2020年, 公司净利率从 14.6% 提升到 22.3%, 净利率提升主因毛利率提升(2018年由于并表原因毛利率略有下降)和规模效应带来的费用率降低。公司 ROE 从 2016 年 13.2% 提升至 2020 年的 35.8%, 位居上市酒企第一, ROE 提升主要是净利率提升驱动, 权益乘数提升也有所贡献。

图 25: 山西汾酒净利率提升主要原因是毛利率提升



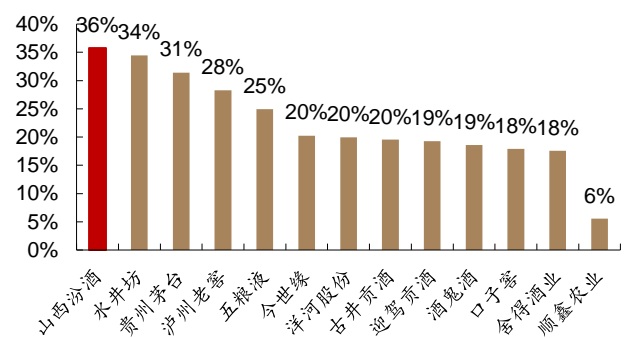
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 26: 山西汾酒 ROE 杜邦分析



资料来源: Wind, 德邦研究所

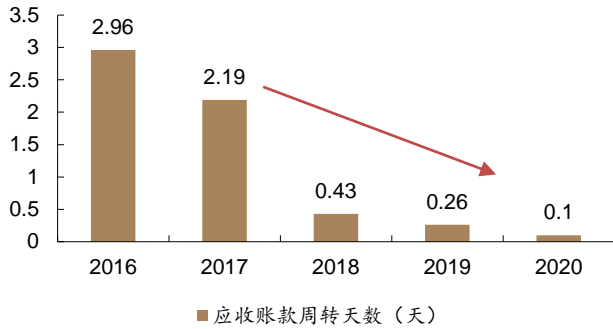
图 27: 2020 年部分上市酒企 ROE (平均)



资料来源: Wind, 德邦研究所

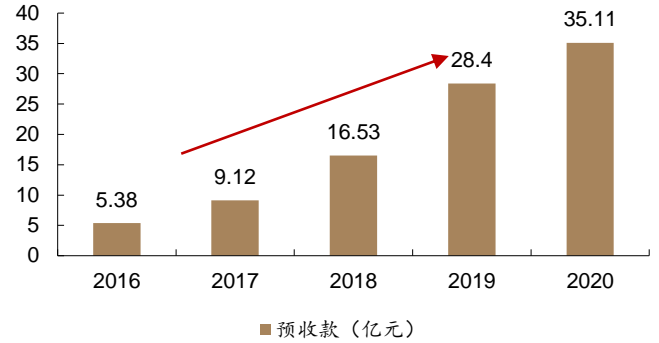
预收款持续增加，经销商备货意愿增强。2016 年时公司预收款约 5 亿元，2020 年提升到 35 亿元，经销商打款信心增强，同时应收账款周转天数降低，反映汾酒对经销商掌控能力加强。

图 28：2016-2020 年山西汾酒应收账款周转天数降低



资料来源：Wind，德邦研究所

图 29：2016-2020 年山西汾酒预收款提升



资料来源：Wind，德邦研究所

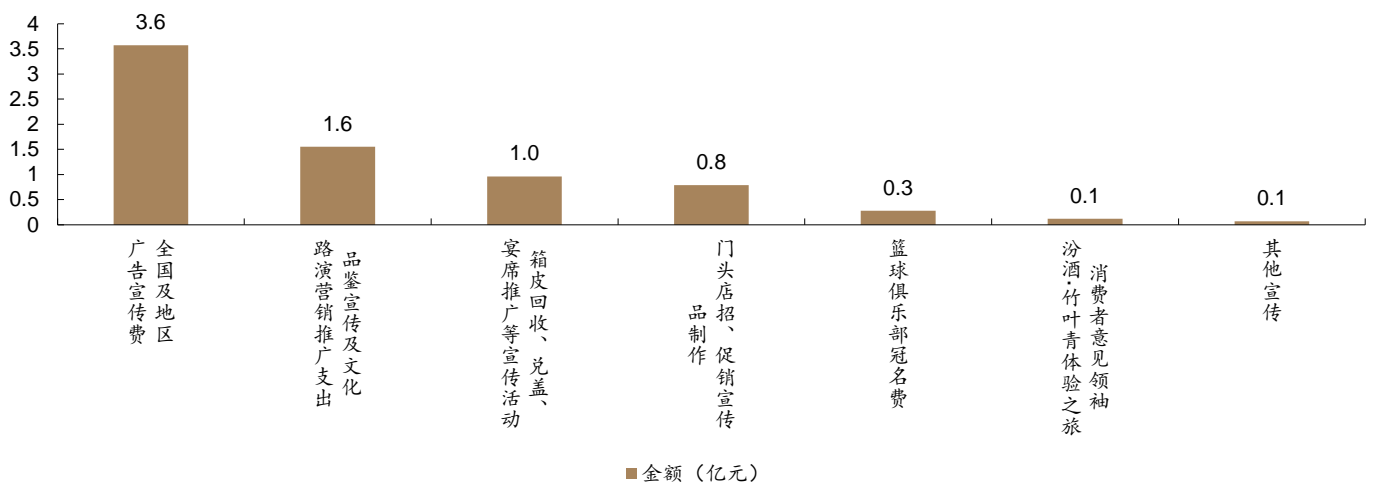
3. 市场策略持续迭代，全国化效果显著

3.1. 多维度宣传提升品牌形象，整顿开发产品聚焦主品牌

持续投入费用提升品牌形象，品牌宣传围绕“文化”与“品质”突出汾酒优势。近年来，汾酒加大对品牌建设的投入，销售费用率维持在 20% 左右，其中广告宣传费从 2017 年的 5.5 亿元提升至 2020 年的 12.8 亿元。费用投入策略上，汾酒深厚的历史底蕴是品牌壁垒之一，为此，公司确定了“中国酒魂，活态为魂”的战略定位，品牌投入也是围绕“文化”与“品质”进行营销：

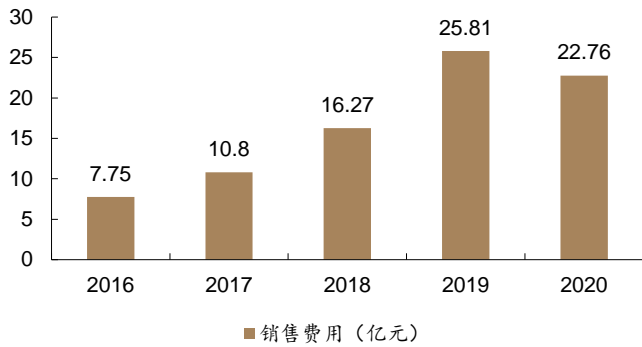
- ✓ **新时代重走万里酒路，“行走的汾酒”活动迭代升级。**公司从 2018 年开始举办“行走的汾酒”活动，主要以文化大巡展的方式与消费者进行互动。2019 年，活动进行了升级，加入了交互项目、VR 视频、文创产品等方式，使传播更加立体化。2020 年活动进一步迭代，延长活动举办时间，丰富文化交流活动，体验感更强。三年来“行走的汾酒”走过的城市销售额都有大幅提升。
- ✓ **汾酒博物馆溯源中国白酒，中国汾酒城引领白酒行业转型与发展。**汾酒博物馆是中国最早的酒文化博物馆，也是馆藏最丰富的专题博物馆之一，近几年又进行了扩建与修缮，将汾酒发展史以实物、模型、书画、电子动画等形式展现出来；中国汾酒城占地面积 5000 余亩，除了是清香白酒生产基地以外，还融合了旅游、会展等多个产业。中国汾酒城气势雄伟，经常举办多种酒文化博览会，是宣扬汾酒文化的重要窗口。
- ✓ **连续 12 年冠名山西男篮，以体育营销方式提升品牌知名度。**2009 年开始汾酒就冠名山西男篮，2018 年继续以 4000 万续签国投男篮冠名权。CBA 是国内最高等级的篮球联赛，汾酒是唯一冠名 CBA 俱乐部的名酒，借助体育赛事，可以在全国范围传播品牌，将广大篮球粉丝向汾酒“粉丝”转化。
- ✓ **多频次举办小范围会议，保持品牌热度。**除了大规模的文化巡展与大型赞助活动赞助以外，汾酒还多频次的举行一些区域型宣传活动，如汾酒封藏大典、(汾阳·杏花村)世界酒文化博览会、中国国际酒业博览会等。这些专业性较强的活动对汾酒工艺重点宣传，期间穿插品鉴宣传活动，成效显著。

图 30：2018 年公司宣传费具体流向



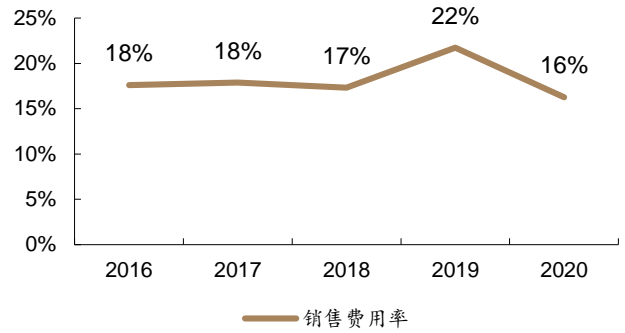
资料来源：Wind，德邦研究所

图 31: 2016-2020 年公司销售费用投入加大



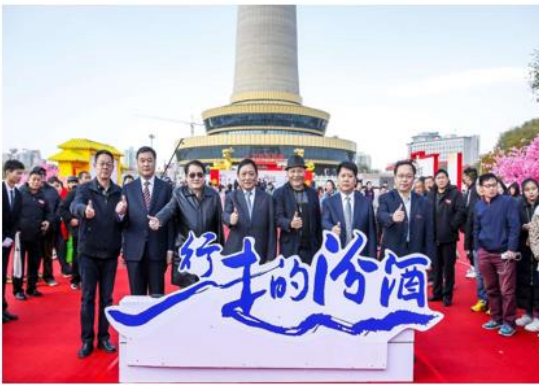
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 32: 2016-2020 年公司销售费用率



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 33: 公司多维度进行品牌宣传



“行走的汾酒”与城市互动，与消费者“交心”



汾酒博物馆是了解汾酒文化重要窗口



山西男篮每场比赛汾酒都会出镜



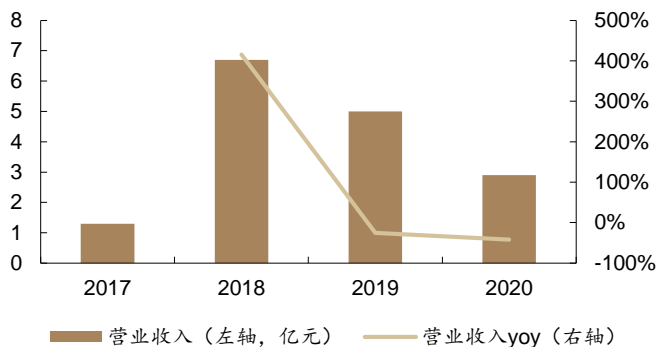
封藏大典体现汾酒工匠精神

资料来源: 消费日报网, 汾酒集团公众号, 德邦研究所

整顿开发产品，聚焦主品牌。汾牌原先为开发模式，主要由汾酒集团经营，集团酒类资产注入后，公司逐步对汾牌进行整顿整理，以“定制+自营”模式实现品牌归集和提高。2018 年汾牌收入约 7 亿元，占比 7%左右，2020 年收缩至约 3

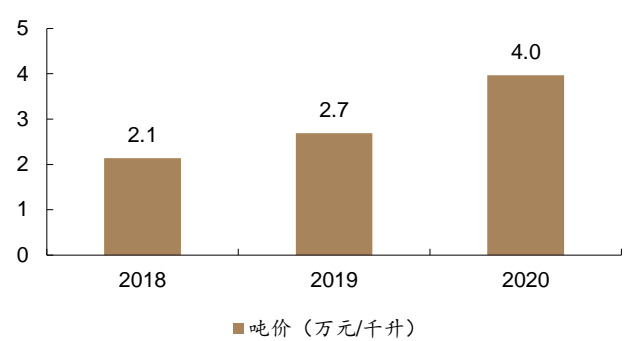
亿元。开发品牌名称中多带有“汾”字，容易稀释主品牌价值，对开发产品进行梳理和系统规划，有益于品牌建设和传播汾酒文化。

图 34：汾牌整顿整理期营收下降



资料来源：渠道调研，德邦研究所

图 35：2018-2020 年公司系列酒吨价提升



资料来源：Wind，德邦研究所

3.2. 全国化产品组合拳：玻汾扩渠道，青花树形象

全国化布局以来，玻汾动销强劲，大有在全国“遍地开花”之势，为什么玻汾是汾酒全国化最好的开路产品？我们认为主要有以下三点原因。

原因一：小众香型需要培育，玻汾是消费者培育重要一级

清香虽然是产量第二大香型，但与最主流的浓香相比，仍相对小众。小众香型品牌离不开消费者培育，只有解决了有人喝的问题才能解决有人买的问题。消费者培育方式主要有两种：一是通过投入资源培养意见领袖，以意见领袖来辐射整个消费基本盘。早年间茅台通过影响核心意见领袖形式完成对酱香型白酒的市场培育，而这种方法当前难度加大，培育意见领袖成本提高，需要的策略更加复杂。第二种培育消费者的方式是通过大众氛围型产品巩固口感氛围和消费氛围，提高消费者对香型的认同感，如酒鬼酒通过低端湘泉来培育馥郁香型大众消费者。汾酒一方面对高端青花系列投入费用，另一方面重视低端玻汾的发展，表现在产品策略上就是“抓两头，带中间”。

原因二：玻汾作为老名酒有超强品牌力，消费者高度认同

玻汾在几十年间稳定销售，有一批忠实消费者。玻汾一直以玻瓶包装，几十年间的改版只是对包装设计微调，整体变化不大，是非常有记忆点的符号。作为“喝的起的老名酒”，玻汾在大众消费者心中有不可替代的地位。举例来说，汾酒曾经想压缩低端酒产量，在 2006 年推与玻汾包装定位相似的新品酒如泉酒，试图替代红盖玻汾、黄盖玻汾份额，但在市场上却受冷遇。新一轮全国化时期，“汾老大”时代的白酒消费者已经老去，不再是白酒的主要购买者，但玻汾能够唤醒老一代消费者记忆，并对下一代消费者购买决策产生影响。

玻汾性价比高，在推广过程中更易接受。微信公众号、抖音等媒体使白酒科普知识广泛传播，消费者逐渐开始了解酿造工艺，“固态发酵的酒更健康”成为部分消费者的认知，许多消费者在饮酒时会根据配料表对白酒是否是固态法发酵进行分辨。汾酒纯酿固态发酵工艺更受消费者青睐，同时清香型白酒酿造成本较低的特点使玻汾具有更高性价比，所以玻汾在推广过程中能有更高接受度，在没有费用或者费用投入很低的情况下能自然动销。

图 36: 70、80、90 年代玻汾包装与现在没有明显区别



资料来源: 公开资料整理, 德邦研究所

图 37: 汾酒曾推出与玻汾相似的酒如泉酒



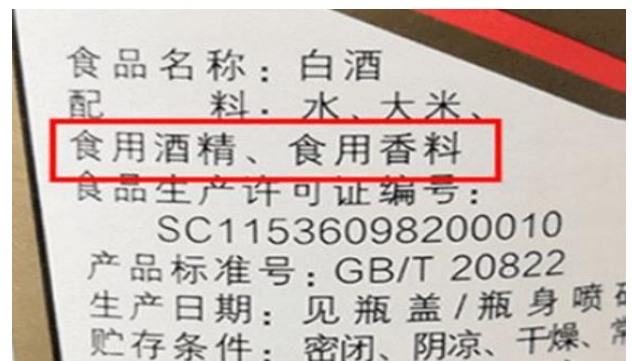
资料来源: 公开资料整理, 德邦研究所

图 38: 新版玻汾瓶身背面标签有明显的固态发酵标志



资料来源: 公开资料整理, 德邦研究所

图 39: 固液法白酒背面标签标注



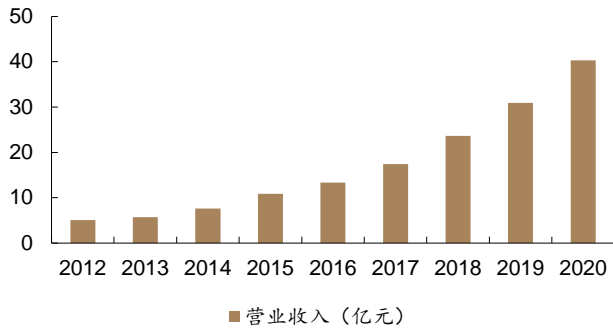
资料来源: 公开资料整理, 德邦研究所

原因三: 玻汾周转快, 利润高充足

玻汾利润充足, 适合作为导入产品。在全国化对弱势区域进行填补过程中, 需要有能吸引终端进行铺货的利润型产品。与竞品相比, 玻汾单瓶利润高, 周转速度快, 是经销商眼中的“好产品”。近年来消费者在餐饮端对玻汾的自点率提高, 反过来促进没有玻汾的终端进行备货。

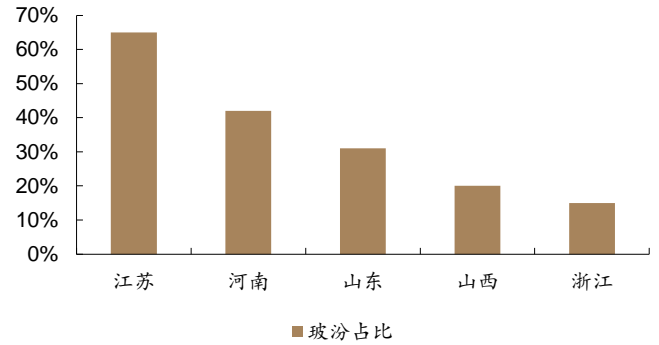
汾酒在摸索中逐渐找到适合自己进行全国化的开路产品, 近几年玻汾整体体量快速增长, 2020 年收入约 40 亿元。玻汾在各地的表现证明玻汾确实是非常合适的导入型产品, 但仅仅依靠玻汾会使消费者对汾酒的定位停留在大众酒上, 汾酒目前在做的事情是在玻汾导入后根据区域经济情况顺势引入更多高端产品。同时, 公司也对玻汾进行梳理, 2020 年对供货价和终端吊牌价进行了上调, 实行配额制对渠道进行精准控盘, 避免盲目发货引起渠道乱价和低端产品占比过高拉低品牌形象问题。

图 40: 2012-2020 年玻汾营业收入



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

图 41: 部分省份玻汾销售占比



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所
注: 数据来源于渠道调研, 可能存在样本代表性偏差

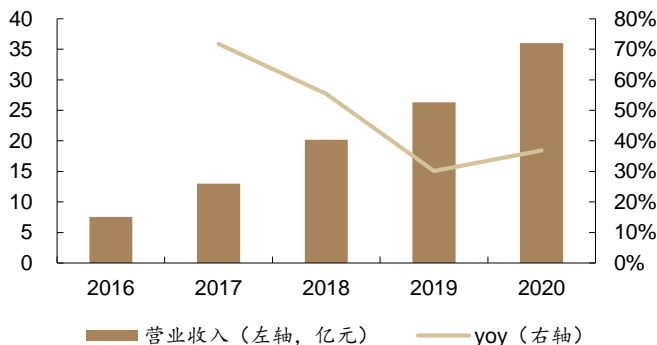
表 11: 2020 年玻汾多次提价

时间	提价信息
2020 年 9 月	42 度玻汾 (475ml*12 瓶) 开票价上调 33.3 元/件, 相当于每瓶上调约 2.8 元, 53 度玻汾 (475ml*12 瓶) 开票价上调 36.8 元/件, 相当于每瓶上调约 3 元。
2020 年 5 月	42 度玻汾终端标价上调 2 元至 49 元/瓶, 53 度玻汾终端标价上调 3 元至 58 元/瓶。
2020 年 4 月	53 度玻汾供货价由 480 元/件上调至 504 元/件; 42 度玻汾由 420 元/件上调至 432 元/件, 单瓶来看 42 度玻汾和 53 度玻汾调整后供货价分别是 36 元、42 元。

资料来源: 酒说, 德邦研究所

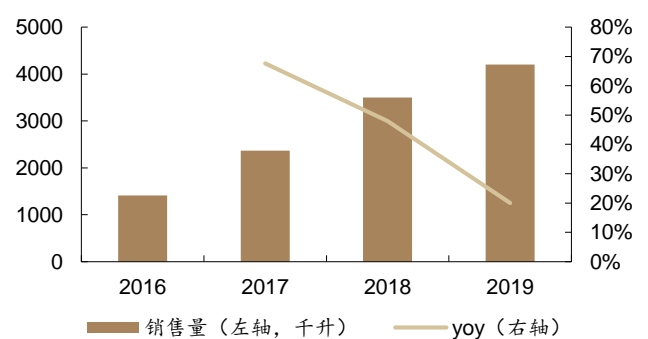
青花系列是汾酒高端的代表作品, 也是清香型白酒的高端典范。从 21 世纪初上市至今, 青花系列一直以较高端的包装与形象面对消费者, 是流通中形象最高的产品系列, 起到树立汾酒品牌形象的作用。全国化过程中, 针对消费能力更高的地区, 公司导入更多的青花系列产品, 青花系列增长良好: 2016 年至今, 青花汾酒营收复合增速 48%, 是公司营收增长的主要动力之一。2019 年开始青花系列开始序列分离操作, 青花 30 停货提价, 蓄力高端市场, 青花 20 作为主力放量产品, 量价齐升。2020 年, 青花汾酒营业收入约 36 亿元, 营收占比达 26%, 为公司贡献了大量利润。

图 42: 青花汾酒是公司营收增长的主要动力之一



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

图 43: 2016-2019 年青花汾酒销售量高增



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

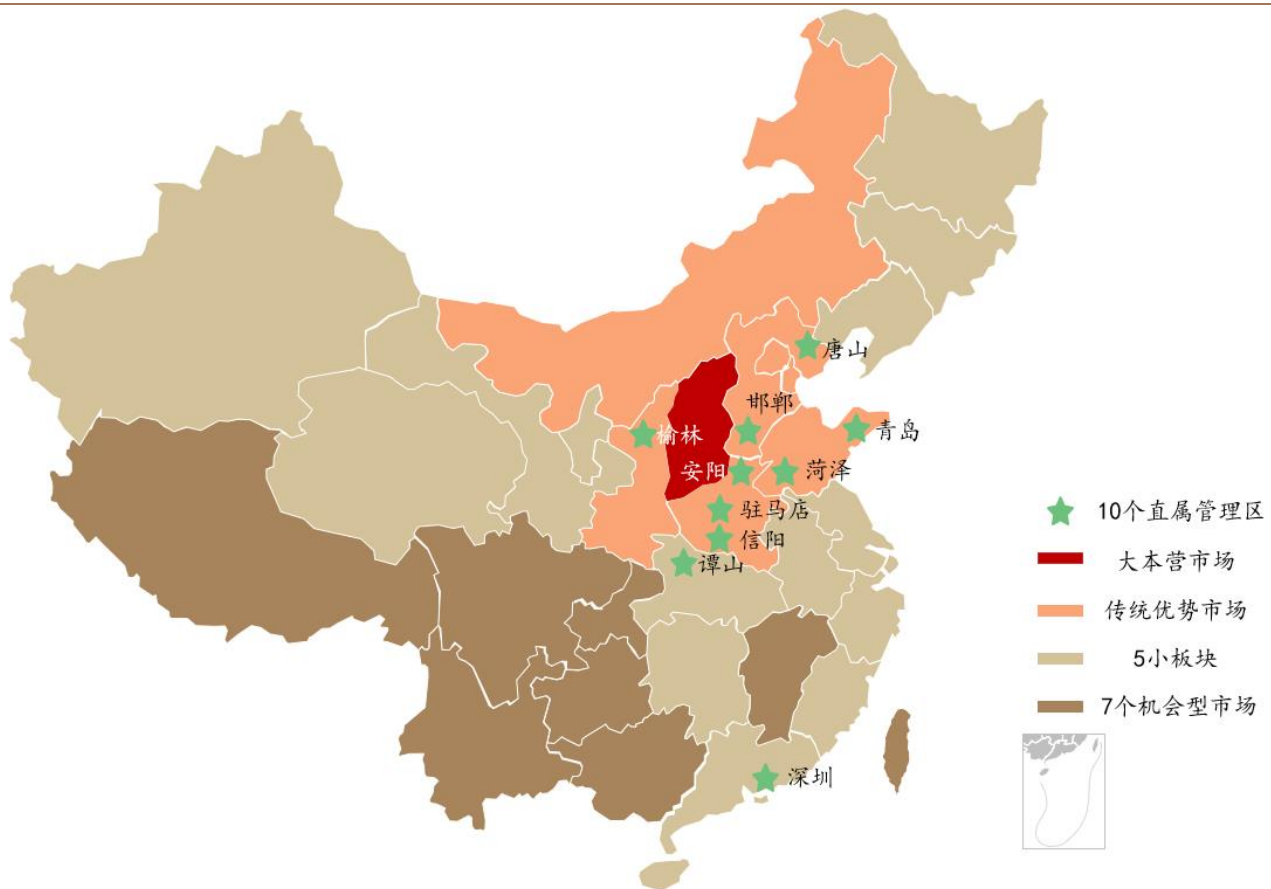
3.3. 市场策略及时优化调整，全国化再提速

市场战略迭代升级，深度开发区域扩大。公司根据市场特点进行分策打造，从最开始提出的“13320”战略转变为“13313”战略，并进一步转变为“1357+10”战略。核心是以环山西市场（包括豫鲁、京津冀、陕蒙三大板块）为重点市场，其他渗透率较低的市场为机会市场进行开拓。2017-2019 年对山西大本营市场和环山西市场进行了巩固之后，开始将更多精力放到南方市场。

深入推进“1357+10”市场布局策略，全国化再提速。“1357+10”布局策略即保持“1+3 板块”（山西市场、京津冀、鲁豫、陕蒙板块）略有增长，适度加大 5 小板块（江浙沪皖、闽粤琼、两湖、东北、西北板块）和 7 个机会型市场（四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏）拓展力度，同时设立 10 个直属管理区。根据不同省份市场特点实施不同政策，一改以往全国费用平均化局面，使费用投放更加精准，也便于对效果不好的政策进行快速调整。

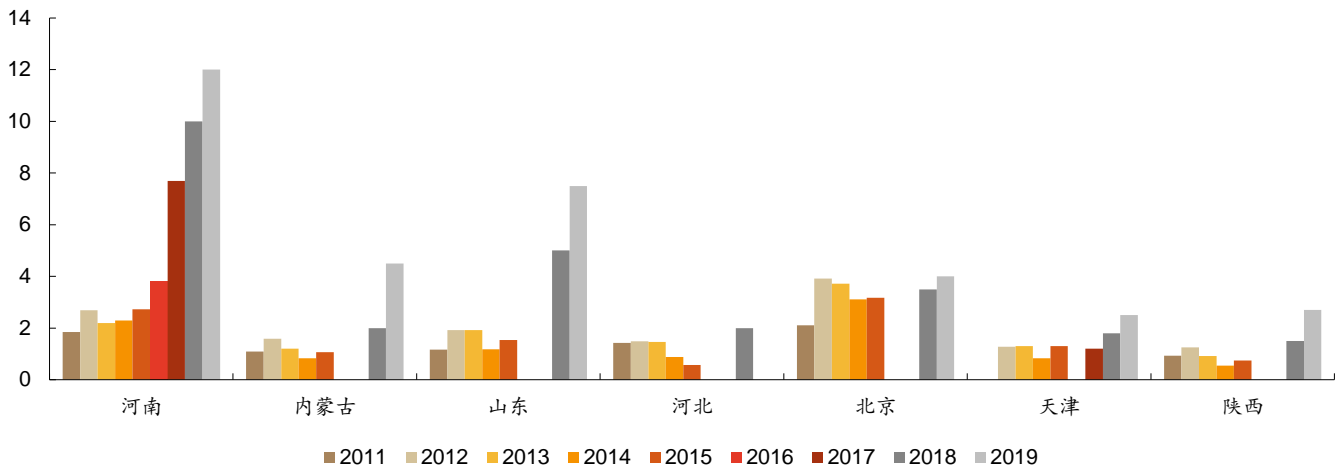
“1+3 板块”：继续挖掘下沉空间，引导产品结构升级。汾酒在山西市场具有绝对优势，市占率 50% 以上，目前的工作主要是对部分相对弱势区域（晋北部分城市和没有覆盖到的农村地区）进行攻坚，同时引导产品结构升级。环山西市场具备清香型白酒消费基础，特别是河南市场近几年增长迅速，汾酒市场份额达到 10 亿元以上，公司将河南经验向其他省份复制，并选择体量在 5000 万元以上的城市建立直属管理区（主要在环山西市场）扁平化操作，减少了组织层级。预计未来将建立更多的直属管理区，对周边城市形成示范效应。

图 44：汾酒“1357+10”



资料来源：汾酒经销商大会，德邦研究所

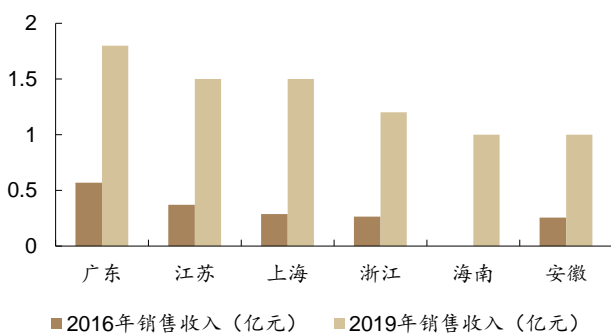
图 45: 环山西市场 2011-2019 年销售规模



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

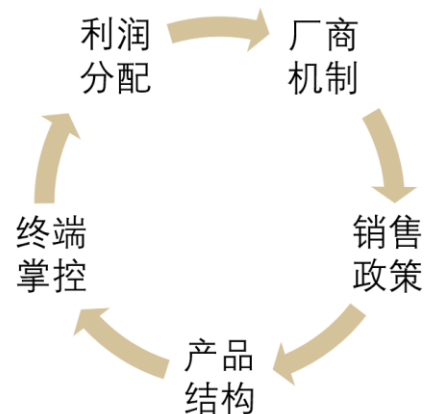
“5+7”市场: 因地制宜, 小基数下高成长。 南方市场是汾酒原先较为薄弱的市场, 在山西及周边市场梳理完成后, 公司发力南方地区, 在战略上提出“打过长江”。长江以南市场拓展策略上重视渠道利润分配, 充分借助经销商的力量进行市场开拓。比如在福建地区与象屿、海晟两大国企联合成立象屿汾酒销售公司, 以参股的形式 (持股 19%) 参与经营, 市场运作更加灵活; 在浙江地区, 组建浙江经销商联合运营平台, 不入股, 仅仅参与管理, 以经销商平台向全省辐射能量。经过一系列操作, 公司已经在南方站稳了脚跟, 主要市场销售均已过亿, 多个省份实现了翻倍以上增长。

图 46: 部分南方市场近几年销售规模实现翻倍以上增长



资料来源: 汾酒经销商大会, 德邦研究所

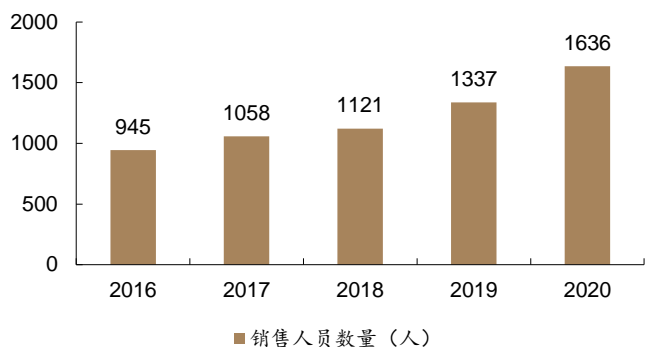
图 47: 理顺渠道关系, 与经销商深度合作



资料来源: 汾酒经销商大会, 德邦研究所

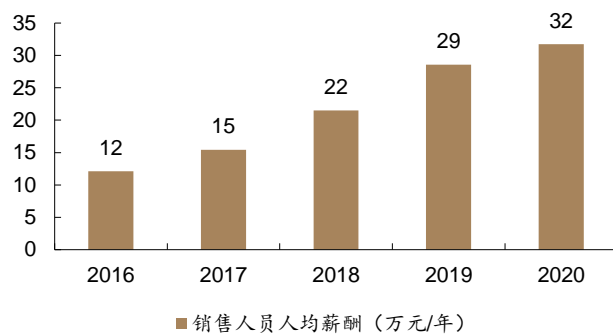
扩建营销团队, 提升市场服务和管理能力。 国改以来, 公司大幅招聘营销人员, 2020 年, 汾酒体内销售人员数量达到了 1636 人, 营销队伍的扩大有利于市场管理和经销商服务。除了扩大营销队伍, 公司在总量考核以外还加大了销售人员过程考核比重, 2020 年汾酒销售人员人均薪酬约 32 万元, 与 2017 年之前相比激励有大幅提高。

图 48: 2016-2020 年汾酒销售人员数量稳步提升



资料来源: Wind, 德邦研究所

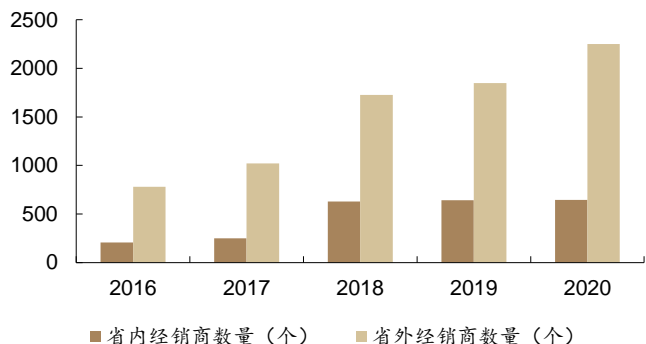
图 49: 2016-2020 年汾酒销售人员人均薪酬大幅提高



资料来源: Wind, 德邦研究所

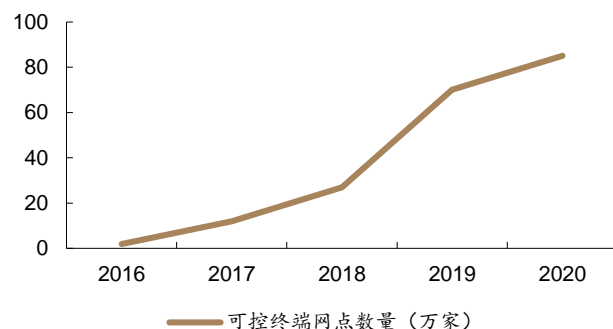
在正确的市场策略与更加有干劲的人员运作下, 汾酒的营销网络越织越密。2020 年公司可控终端网点数量达约 85 万家, 经销商数量达到 2896 个, 专卖店数量达到近千家, 增加部分主要来自省外, 省外收入在 2019 年首次超越省内, 2020 年省外收入占比达到 57%。

图 50: 2016-2020 年汾酒省外经销商数量快速增长



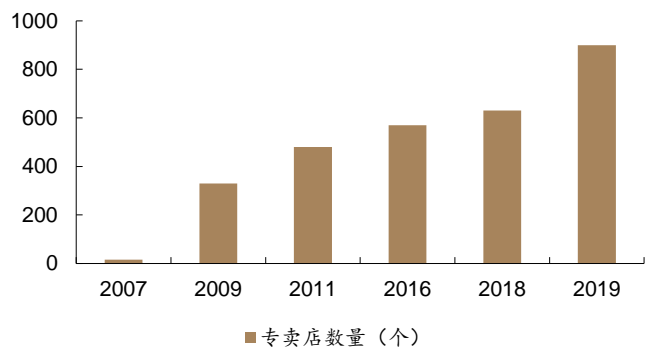
资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 2018 年由于汾酒集团酒类资产注入并表导致经销商数量大幅增加

图 51: 2016-2020 年汾酒可控终端网点数量



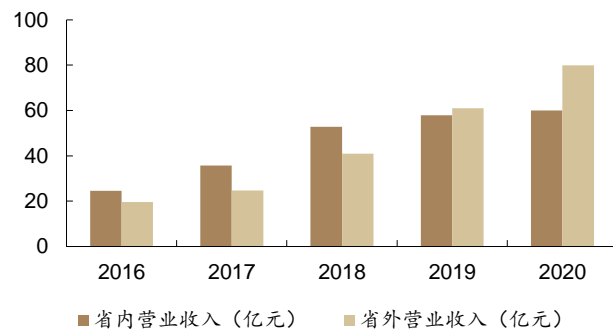
资料来源: 公司年报, 新食品, 德邦研究所

图 52: 公司专卖店数量



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 53: 2019 年省外营收首次超越省内



资料来源: Wind, 德邦研究所

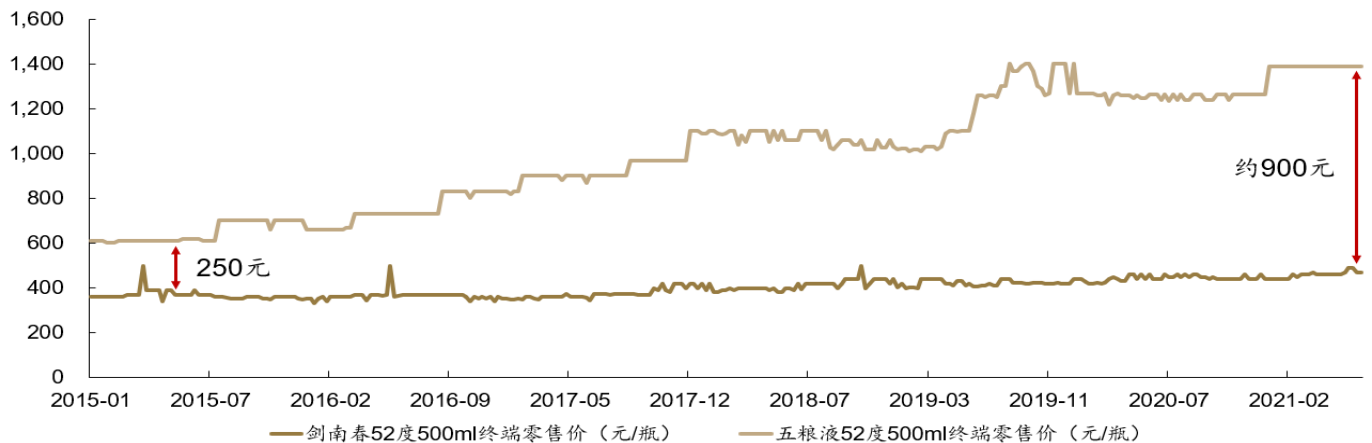
4. 活态文化赋能，青花汾酒引领高端化发展

4.1. 顺应价格发展趋势，打开成长天花板

白酒特别是高端酒的竞争中，社交属性更强，价格是白酒生命线，消费者对品牌的认知一定程度上取决于该品牌产品的价格，在合适的价格能够放量，代表着品牌的地位。对于全国化品牌来说，大单品策略更为重要，聚焦资源在价格带放量，消费者自然会将该价位段与品牌挂钩，从而带动其他产品的销售。在不影响量的前提下，能够持续提价也是各个白酒品牌所面临的痛点。青花汾酒近三年的发展可以说是树了一个渠道梳理的典范，背后也是品牌拉力和渠道推力持续提升的结果。

高端酒价格持续上行，次高端价格空间打开为青花系列调整和梳理提供了更好的行业环境。白酒行业复苏以来，飞天茅台供求维持紧平衡，带动五粮液与国窖 1573 上行，千元价格带逐渐成形。高端酒与次高端价格标杆剑南春价差拉大使次高端价格带拓宽，原来的一个价格带逐步向两个价格带演化，这给青花系列的调整与梳理提供了更好的行业环境。

图 54：次高端价格带拓宽



资料来源：京东商城，德邦研究所

4.2. 青花汾酒：青花 30 控量领涨，青花 20 放量跟随

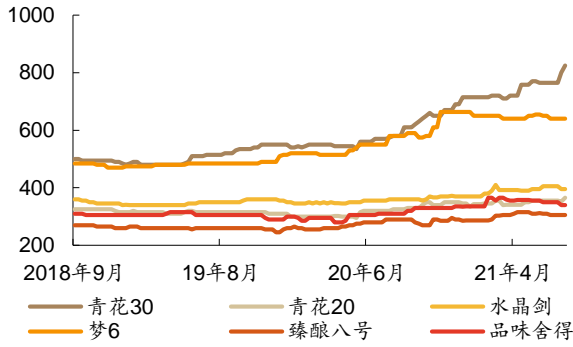
2017 年以来频繁提价，为进军高端价格带蓄势。为了促使汾酒价值回归，公司对青花系列以控货、取消返利等形式进行坚决挺价。青花 20 视竞争对手情况进行小幅多次提价，2019 年开始，青花 30 开始控量挺价，提价幅度较大，特别是 2020 年，单次提价 100 余元，批价和终端价格明显提升，虽然青花 30 短期量增受到影响，但是青花 20 放量明显，量价齐升，青花 20 也达到了 400 元以上，提价幅度明显优于其他同价位白酒。而在近几年连续的挺价动作下，青花 30 终端零售价达到了 900 元以上。

表 12：青花汾酒部分提价信息

时间	提价信息
2020 年 10 月	青花 30 开票价上调 101 元/瓶，青花 20 开票价上调 20 元/瓶
2019 年 7 月	48° 青花汾酒 30 (含升级版) 开票价上调 20 元/瓶，终端供货价上调 10 元/瓶，终端建议零售价格每瓶上涨 30 元至 768 元/瓶。 53° 青花汾酒 30 (含升级版) 开票价上调 30 元/瓶，终端供货价上调 30 元/瓶，终端建议零售价每瓶上涨 50 元至 788 元/瓶。
2019 年 5 月	48°、53° 青花汾酒 30 (含升级版) 统一上调开票价、终端供货价以及终端建议零售价。上调之后，48°、53° 青花汾酒 30 (含升级版) 终端建议零售价为 738 元/瓶。
2019 年 4 月	青花汾酒 30 取消 30 元保证金
2018 年 7 月	青花汾酒 30 开票价上调 15 元/瓶，青花汾酒 20 市场投入基金调整为 20 元/瓶
2017 年 5 月	青花汾酒 20、青花汾酒 30 升级提价，提价幅度在 5%-10% 左右

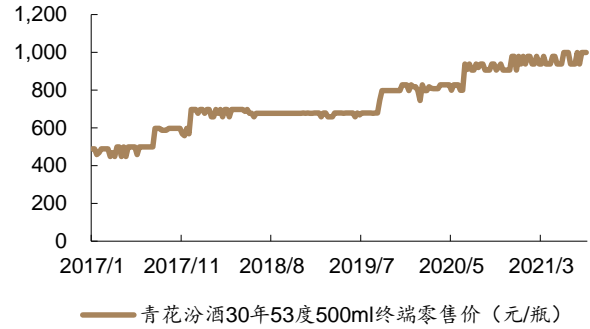
资料来源：微酒，云酒头条，德邦研究所

图 55: 青花系列批价提升明显



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

图 56: 青花汾酒终端零售价达到了 900 元以上



资料来源: 京东商城, 德邦研究所

青花 20 与青花 30 战略定位、消费场景、消费人群、终端客户不同, 需要匹配的落地政策也不同, 为此, 公司将青花 20 与青花 30 分离运作, 运作的差异主要体现在以下几个方面:

- ✓ 核心市场分离: 青花 20 的市场聚焦 100 个运作比较好的城市, 青花 30 聚焦的城市更少, 选取已经取得较好成绩的城市进行运作。
- ✓ 核心终端分离: 2020 年, 青花 20 筛选出约 7 万家终端, 1.5 万家核心店, 青花 30 筛选出约 2 万家终端, 5000 家核心店, 精准圈定了渠道。
- ✓ 核心动作分离: 青花 20 主攻有宴席资源和商务团购资源的渠道, 青花 30 主攻有高端团购渠道。

4.3. 复兴版瞄准千元价格带, 高端化战略落地

复兴版首发上市, 瞄准千元价格带。经过前期对青花系列的梳理, 青花 30 汾酒·复兴版于 2020 年 9 月首发上市, 定价 1099 元。复兴版发酵周期更长, 加入了更多老酒, 包装设计上与原来青花系列相比更加突出了“青花”, 整体都有了比较大的升级。2020 年, 复兴版在多个现代渠道进行首发, 以宣传和做前期准备为主, 2021 年预计会向更多优质经销商铺货。

表 13: 近两年部分清香酒企推出高端产品情况

品牌	时间	产品名称	定价	容量	度数
牛栏山	2021 年 5 月	魁盛号 樽玺	1598 元	618ml	55 度
汾酒	2020 年 9 月	青花 30 汾酒·复兴版	1099 元	500ml	53 度
红星	2019 年 9 月	红星高照宗师 1949	850 元	500ml	52 度

资料来源: 微酒, 糖酒快讯, 德邦研究所

表 14: 青花 30 汾酒·复兴版在多个现代渠道进行首发

时间	渠道商	渠道类型	签约地点
2020 年 10 月 25 日	华致酒行	酒类连锁企业	北京
2020 年 11 月 20 日	永辉超市	现代超市	成都
2020 年 11 月 29 日	华润 ole'	高端超市品牌	深圳
2020 年 12 月 17 日	酒便利	新零售平台	郑州

资料来源: 微酒, 糖酒快讯等, 德邦研究所

图 57：青花 30 汾酒与青花 30 汾酒·复兴版外包装



资料来源：京东商城，德邦研究所

目前，复兴版终端成交价约 980-1200 元，价格已经站上千元价格带。部分投资者担心复兴版在放量后价格大幅下滑，或者在千元价格带只能作为形象产品，无法为公司贡献更多利润。我们以 2004 年后公司曾试图主推的高档产品国藏汾酒作对比来说明经过多轮改革，公司各方面能力已经有了明显提升，具备将复兴版做成高端大单品的能力。

过去：缺乏高端产品运作经验，国藏汾酒表现欠佳

背景：假酒案后公司逐渐恢复，试图推出高端产品与名酒对标竞争。21 世纪初，全兴推出水井坊，泸州老窖推出国窖 1573，汾酒此时刚刚与从山西假酒案中恢复，为了进入高端酒竞争阵营，公司在 2004 年以中国唯一一款被国家博物馆收藏的酒品为概念诉求推出国藏汾酒，定位超高端白酒，与茅五价格接近。

营销：以央视广告为主，缺乏落地政策配合。作为承载汾酒集团巨大希望的产品，国藏汾酒的营销活动以央视为主，其他地方基本见不到更多国藏汾酒的广告。由于投入力度有限，许多市场宣传活动如户外广告、公交车广告等都由经销商自掏腰包。在当时的市场环境下，开瓶费、促销费还是非常常见的营销手段，水井坊和国窖 1573 也借助精美的促销品与丰厚的奖励来推动消费者开瓶，国藏汾酒更多是靠品牌拉力来推动，但愿意主动尝试国藏汾酒的消费者少，如果要进行终端营销活动，则需要终端自己出费用，这大大降低了经销商和终端老板的积极性。

渠道：营销框架粗放，经销商水平参差不齐。汾酒营销框架较为粗放，渠道尚未扁平，公司员工与渠道的对接也不密切。由于长期依托与山西本土市场，汾酒对高端酒的运作方式缺少尝试与经验，渠道模式上，汾酒实行代理制，运作好坏与经销商能力密切相关。运作能力强的省代对酒店、终端等进行了铺货，并举办品鉴活动吸引高端消费者。而代理运作能力差的区域国藏汾酒的销量和陈列都非常少，这些经销商还往销量好的省份窜货。本身消费氛围的营造就需要投入费用，使利润降低，而大规模的窜货更降低了优质经销商主动做市场的积极性。经过 5 年的运作，到 2009 年时，国藏汾酒销量约 45 千升，占青花系列整体销量不足 5%，销量贡献少，基本只能起到树立形象的作用。

现在：市场运作更加成熟，营销体系现代化，量价策略稳健

追加市场投入，费用向复兴版倾斜。2020 年 10 月，公司董事会通过了汾酒销售公司追加 3 亿元市场费用的议案。新增费用主要用于复兴版等高端产品的提

前布局与长三角重点市场的资源配置等，高端酒新品运作需要投入前置费用，追加费用可以更好鼓励经销商开拓市场。

严格采取配额制，精选终端立足长远。复兴版的销售采取配额制，根据渠道过往销量、终端保有数量、人脉资源优选经销商，具有团购资源的经销商可以优先获得市场配额和支持，放货的终端也是选取有能力销售高端产品、掌握团购客户的烟酒店。复兴版推出时间仍较短，预计未来会出台更多招商政策吸引有能力经销商和终端销售复兴版，汾酒近几年加强终端掌控力后积累的销售数据也为筛选终端提供了更好的技术支持。

团购打法日臻成熟。团购资源是复兴版依托的重要资源，公司在发力团购的过程中逐步找到了系统的团购操作手法，主要是“1520E”策略：要求每个经销商维护1个重要客户、5个在当地有话语权的意见领袖、20个团购单位，针对缺乏与高端人群对话素质的经销商按情况配备EMBA的学习平台。

如今汾酒品牌力提升明显，高端酒操盘手法更加完备，青花30复兴版20年底推出以来，势头强劲，预计复兴版2021年底销售规模有望达到20亿元（非报表口径），复兴版将不仅仅是形象产品，有望成为千元价格带又一重要品牌。

5. 大健康产业提供增量，竹叶青大有可为

5.1. 健康意识提升，保健酒迎关注

配制酒是饮料酒三大品类之一，主要以露酒形式呈现，大众消费者认知中属于保健酒。配制酒与酿造酒（发酵酒）、蒸馏酒同属于饮料酒三大品类之一，是以酒或者食用酒精为基酒，配以一定比例的果汁、药材、香料等辅料制成，主要以露酒形式呈现。配制酒生产历史悠久，更多时候与“保健强身”、“养生健体”相关联，在大众消费者认知中属于保健酒，主要子类有竹叶青酒、蛇酒、麝香酒、参茸酒等。

表 15：饮料酒三大品类

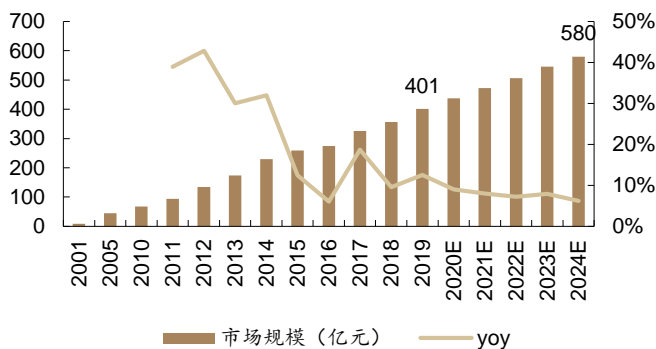
酒类	工艺	特点	主要子类
酿造酒（发酵酒）	以含有糖分或淀粉的原料，经糖化、发酵、过滤、杀菌后制成的酒	酒精度在 3-18 度之间，且营养成分较丰富，不宜长期储存	啤酒、葡萄酒、黄酒、果酒、民间的马奶酒等
蒸馏酒	以含有糖分或淀粉的原料，经糖化、发酵、蒸馏而制成的酒	酒精度在 30 度以上，是蒸馏冷凝后的原酒，必须经过长期陈酿	世界六大蒸馏酒：中国白酒、伏特加、威士忌、白兰地、金、朗姆
配制酒	以酒或食用酒精为基酒，配以一定比例的果汁、药材、香料等辅料制成的	为低度酒精饮料，在中国又分为露酒和调制酒两类	竹叶青、蛇酒、麝香酒、参茸酒等

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

保健酒行业市场规模稳定增长，2019 年市场规模达到约 400 亿元。2001 年，我国保健酒市场仅有约 8 亿元市场规模，之后迅速发展，2012 年，保健酒行业销售规模突破百亿元，之后即使在白酒行业低迷期，仍保持不错的增长，2019 年市场总规模达到约 400 亿元，2016-2019 年销售复合增速 13.5%。伴随着需求的大量释放，保健酒产量也不断提升，2019 年产量达到 95 万千升。

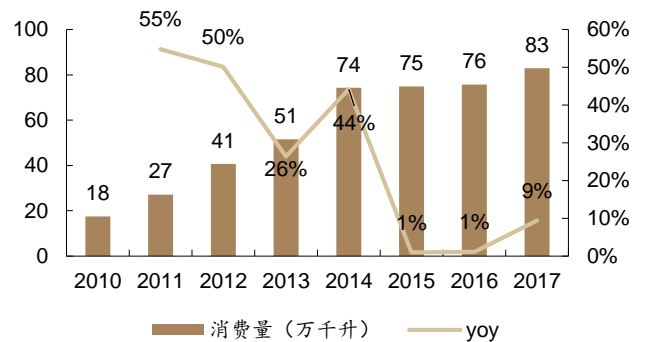
保健养生需求增加，预计 2024 年行业规模达到 580 亿元。近年来，随着我国人口老龄化程度加深与亚健康人群增加，消费者对养生保健关注度提高，保健酒正越来越受到青睐，未来具备保健养生特性的酒类饮料或将保持高需求状态。根据《中国养生酒发展白皮书》，国际上保健酒、养生酒、营养酒的消费量约占酒类的 12%，我国仅约占 3%，远低于国际水平。根据中国产业信息网估算，预计 2024 年保健酒行业市场规模 580 亿元，2019-2024 年 5 年复合增速达 7.7%。

图 58：保健酒行业销售规模与增速



资料来源：中国产业信息网，德邦研究所

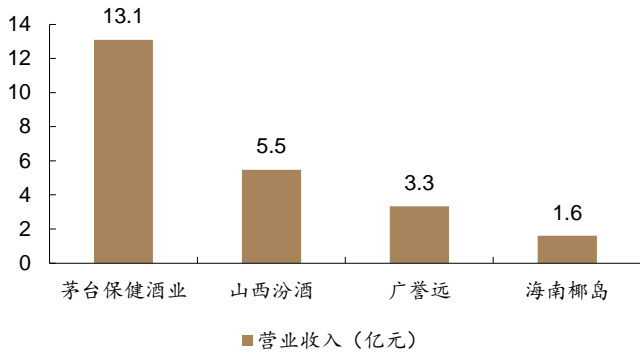
图 59：保健酒行业消费量与增速



资料来源：前瞻经济学人，德邦研究所

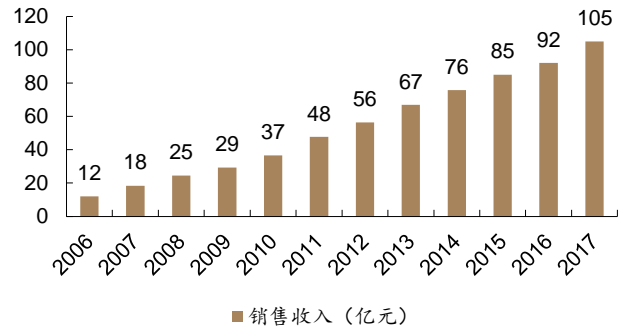
保健酒品牌众多，劲酒一家独大。保健酒行业仍处于成长期，品牌众多，除了劲牌、竹叶青、椰岛鹿龟酒等几个全国性品牌以外，其余企业多在区域型市场或者地方市场销售。从竞争格局来看，劲酒有绝对领先优势，年销售额百亿以上，市占率超 25%，第二梯队的品牌规模多在 20 亿元以下，其中 5 亿元以上的有茅台保健酒 13.1 亿元，竹叶青 5.5 亿元，第三梯队的品牌多为地方酒企，主要有宁夏红、致中和等。

图 60: 2019 年部分企业保健酒业务收入



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 61: 2006-2017 年劲酒销售收入

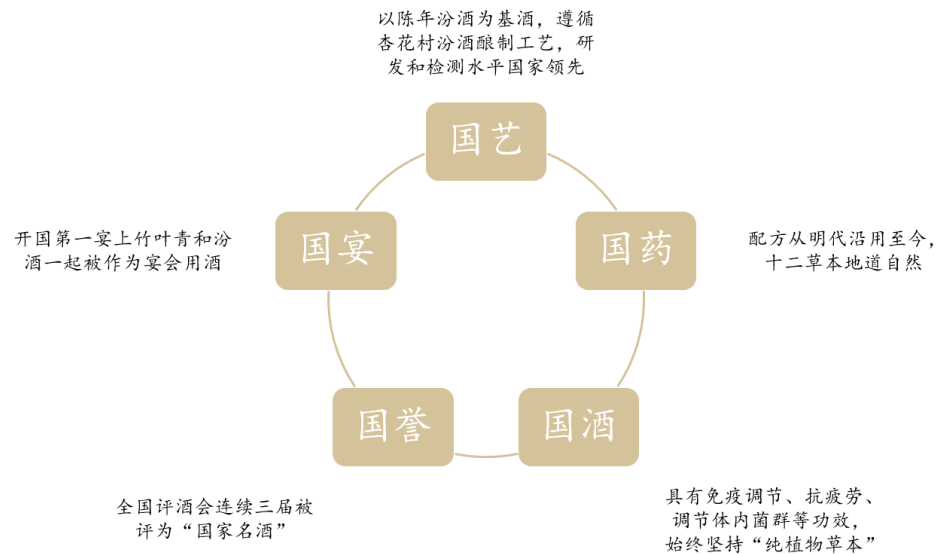


资料来源: 微酒, 德邦研究所

5.2. 竹叶青初露锋芒, 加快改革步入全新时代

汾酒天然适合生产配制酒, 竹叶青历史悠久, 三次被评为名酒。配制酒需要以酒为基酒, 再加上多种辅料, 形成独特的个性, 使人饮后印象深刻。汾酒作为清香型白酒无特殊气味, 酒体容易改造, 是生产配制酒最好的基酒之一, 利用清香型白酒的特点开发配制酒是汾酒得天独厚的优势。竹叶青具有悠久的历史, 曾和汾酒一起被摆上开国国宴, 在五次名酒评比中更是连续三次获奖, 品牌知名度高。通过连续多年的改进与创新, 竹叶青酒生产工艺日益完善, 既有汾酒的清香, 又有竹叶等药材的芳香, 两种香味交织在一起, 协调自然。

图 62: 竹叶青“健康国酒”内涵



资料来源: 竹叶青发展大会, 德邦研究所

竹叶青作为未来新增长点在公司中具有较高战略地位。竹叶青大健康产业项目是汾酒新经济增长点, 省政府对竹叶青项目高度重视, 竹叶青大健康产业项目得到山西省委书记、副省长等领导的亲自把关和指导。汾酒也将竹叶青提升到重要战略地位, 品牌架构“2+2”中是以汾酒和竹叶青作为“双轮驱动”。头部名酒企业对保健酒策略并不像对白酒主业一样重视, 保健酒多是纳入集团旗下, 运营上更多与经销商合作, 与白酒主业相切割, 投入资源较少。汾酒设立的山西杏花村竹叶青产业有限责任公司是上市公司全资子公司, 这有利于优质资源整合, 进一步推动竹叶青产供销研一体化建设。

表 16: 保健酒运营公司与上市公司关系

上市公司	保健酒运营公司	与上市公司关系
贵州茅台	贵州茅台酒厂(集团)保健酒业有限公司	同受茅台集团控制
五粮液	四川省宜宾五粮液集团保健酒	同受五粮液集团控制
泸州老窖	泸州老窖养生酒业有限责任公司	上市公司子公司
山西汾酒	山西杏花村竹叶青产业有限责任公司	上市公司子公司
古井贡酒	安徽古井健康产业有限责任公司	同受古井集团控制

资料来源: Wind, 德邦研究所

财力人力齐头并进, 竹叶青加快改革步伐。2020年3月公司对竹叶青公司增资6亿元, 增资后竹叶青公司注册资本达到6.6亿元, 注入资金后为竹叶青品牌建设、渠道投入、产品研发等提供更多财力支持。**人事方面,**汾酒集团原市场部部长杨波担任竹叶青公司党委书记、总经理, 团队实行“事业合伙人制”, 形成“市场选聘+股权激励+项目投资+风险基金”的机制创新, 有了改革在前的汾酒作为他山之石, 竹叶青在改革的速度和力度上或将超越汾酒, 全面迎来转型升级。

推出轻享、荣耀版完善产品矩阵, 创新竹叶青饮用方法迎合年轻人需求。2020年, 公司推出了青享版、荣耀版竹叶青酒两大系列产品, 轻享版定位高端, 荣耀版定位中高端, 进一步完善了产品矩阵。传统保健酒市场多以小酒、中低端酒面对消费者, 在消费者心中缺乏高端形象, 定价权弱, 新款竹叶青酒进行了提质, 去除了原先的甜腻口感, 对药材更加精选, 酒体更加柔和, 整体更加高端, 不管是送礼还是自饮都能满足高端消费者需求。

饮用方式上,除了传统的直接饮用, 引导消费者用竹叶青作为基酒, 搭配果汁等调制鸡尾酒, 比较流行的有飘飘、晋西日出、竹叶可乐等配方。竹叶青清淡可口, 使用竹叶青调制基酒打开了竹叶青又一消费场景, 使许多年轻消费者对这一传统酒饮料有了更多认知。

图 63: 新品荣耀版竹叶青“中国风”设计



资料来源: 京东商城, 德邦研究所

图 64: 以竹叶青为基酒的鸡尾酒飘飘配方



资料来源: 京东商城, 德邦研究所

北上颐和园, 南下广州塔, 品牌打造动作频频。竹叶青与北京卫视合作的文化类综艺节目《我在颐和园等你》将传统文化与潮流元素相结合, 打造了“竹叶青酒+颐和园”两大文化IP。节目开播后关注度高, 首播在微博平台获得6个热搜, 相关阅读量累计过13亿, 至爱奇艺飙升榜第2。节目中明星嘉宾现场品竹叶青酒, 弘扬中华传统文化的同时竹叶青品牌顺势得到传播。此外, 竹叶青登上广州塔, 以500架无人机组成巨型竹叶青酒青享版阵型, 并邀请世界小姐作为品鉴师, 声势浩大的宣传活动不仅扩大了竹叶青在当地市场的“音量”, 而且为招商引资提供了便利。

图 65:《我在颐和园等你》中明星嘉宾体验竹叶青酒



资料来源:中国质量新闻网,德邦研究所

图 66:竹叶青酒在广州塔为新品发布造势

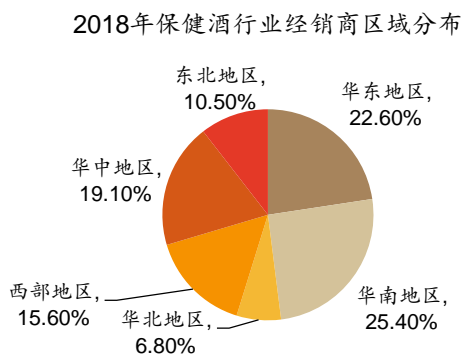


资料来源:酒业财经,德邦研究所

加大重点市场布局,多模式开展招商引商。保健酒在南方有较大消费群体,广东等地有深厚的保健饮食文化,2018年华东和华南地区保健酒行业经销商数量占据近半。竹叶青在广东、浙江等地向来有不错的基础,改革以广东、浙江作为南方市场的突破口,收获颇丰:2020年“广州上市会”上与大商现场签约金额即达1亿元,当年在广东销售达2亿元,结构提升明显;浙江“之江之约”会上与浙江物产中大鸿泰投资公司现场签订1亿元合作项目。**经销商合作模式上**,竹叶青通过营销健康链合作、异业联盟战略合作等方式吸引跨领域的优质资本。除了传统渠道以外,还加强了大数据、新零售等渠道的开发,与合作伙伴一起发挥优势。

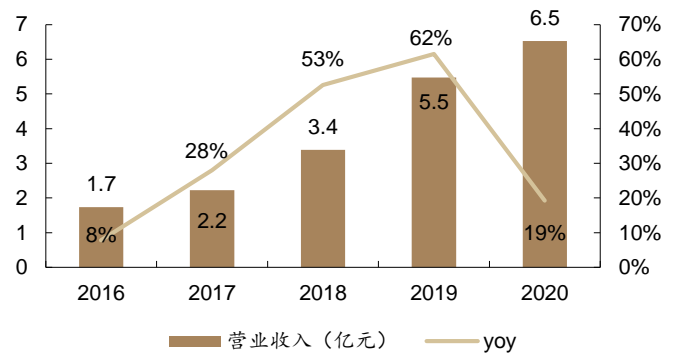
疫情影响下营收仍然高增,改革动能将不断释放。2020年是竹叶青启动改革元年,即使受疫情影响仍保持较好增长势头,营收同比增速19.2%,2016-2020年营收复合增速39.3%,毛利率也从42%提高到67%。保健酒行业整体仍有较高增速,竹叶青公司改革后动能仍将不断释放,成为推动汾酒增长的重要力量。

图 67:华东和华南地区是保健酒重要销售区域



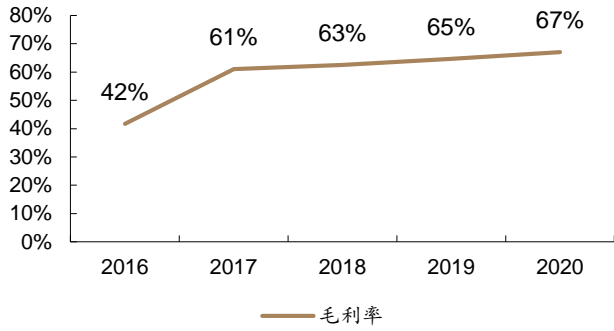
资料来源:观研报告网,德邦研究所

图 68:2016-2020年公司配制酒营业收入与增速



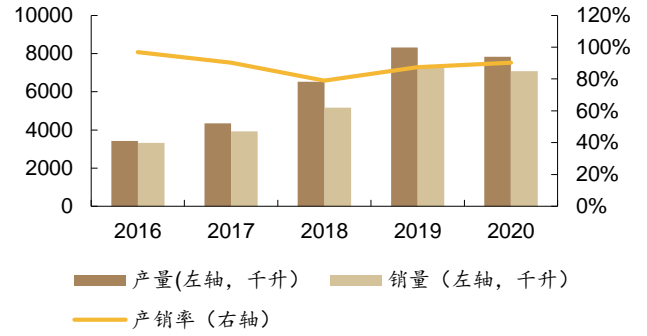
资料来源:Wind,德邦研究所

图 69: 2016-2020 年公司配制酒毛利率



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 70: 2016-2020 年公司配制酒产量与销量



资料来源: Wind, 德邦研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

汾酒预计未来仍将维持高增长，假设汾酒 21-23 年的收入增速分别为 42%/28%/22%；系列酒 20 年因疫情和改革原因收入下滑，疫情影响淡化及系列酒改革完成后将恢复增长趋势，假设 21-23 年收入增速分别为 35%/25%/20%；配制酒改革后动能将不断释放，21-23 年的收入增速分别为 100%/60%/50%。

随着汾酒涨价以及高端产品占比提升，假设 21-23 年汾酒毛利率分别为 79.5%/81.5%/82.5%。系列酒梳理完成后预计毛利率将达到 57.7%/58.7%/59.7%。竹叶青加大品牌打造，品牌势能提升后预计毛利率将提高，毛利率预计为 69.0%/70.0%/71.0%。

随着全国化深度进行，规模效应将增强，销售费用率和管理费用率将呈下降趋势，假设 21-23 年销售费用率分别为 16.6%/16.2%/15.9%，管理费用率分别为 7.4%/7.3%/7.2%。

2020 年公司营收和归母净利分别为 139.90 亿元和 30.79 亿元，过去 2017-2020 年复合增速分别为 32.33%和 48.30%，业绩增速在白酒中排名靠前。预计 21-23 年公司营业收入分别为 201.12/261.16/324.90 亿元，归母净利润分别为 53.22/73.70/95.24 亿元，EPS 分别为 4.36/6.04/7.81 元。我们认为在全国化扩张顺利和高端化持续推进背景下，预计公司 21-23 年净利润年复合增速为 33.77%，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 17：山西汾酒主营业务拆分及预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
汾酒				
营收 (亿元)	126.29	178.94	229.19	280.54
YOY	22.64%	41.69%	28.08%	22.41%
系列酒				
营收 (亿元)	5.66	7.63	9.51	11.37
YOY	-37.13%	34.76%	24.69%	19.54%
配制酒				
营收 (亿元)	6.53	13.06	20.90	31.35
YOY	19.23%	100.00%	60.00%	50.00%
合计				
销量 (千升)	121797.69	160475.54	201439.60	244404.99
YOY	-3.13%	31.76%	25.53%	21.33%
均价 (万元/千升)	11.37	12.44	12.89	13.23
YOY	21.71%	9.41%	3.60%	2.63%
营收 (亿元)	138.48	199.63	259.60	323.26
YOY	17.90%	44.16%	30.04%	24.52%
毛利率	72.30%	77.94%	79.70%	80.54%

资料来源：Wind，德邦研究所

6.2. 相对估值

2017 年以来山西汾酒国改红利持续释放，全国化和高端化进展顺利。2020 年公司营收和归母净利分别为 139.90 亿元和 30.79 亿元，过去 2017-2020 年复合增速分别为 32.33%和 48.30%，业绩增速在白酒中排名靠前。

预计 21-23 年公司营业收入分别为 201.12/261.16/324.90 亿元，归母净利润分别为 53.22/73.70/95.24 亿元，EPS 分别为 4.36/6.04/7.81 元。我们认为在全国化扩张顺利和高端化持续推进背景下，预计公司 21-23 年净利润年复合增速为 33.77%，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 18：山西汾酒可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				每股收益			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600519	贵州茅台	21,990	1,750.50	53.75	41.21	35.47	30.83	37.17	42.48	49.35	56.78
000858	五粮液	9,557	246.20	56.77	39.17	32.87	27.93	5.14	6.29	7.49	8.81
000568	泸州老窖*	2,786	190.20	55.16	36.58	27.93	22.22	4.10	5.20	6.81	8.56
002304	洋河股份*	2,630	174.54	47.35	58.88	47.96	39.20	4.97	5.51	6.76	8.27
000596	古井贡酒	911	197.93	73.91	44.51	36.38	30.37	3.51	4.45	5.44	6.52
600702	舍得酒业	722	214.99	48.96	62.82	45.27	33.72	1.73	3.42	4.75	6.38
600779	水井坊	606	123.99	55.45	56.44	42.95	34.35	1.50	2.20	2.89	3.61
000799	酒鬼酒*	735	226.09	103.44	87.99	61.00	46.75	1.51	2.57	3.71	4.84
	中位数			55.31	50.47	39.67	32.28				
	均值			61.85	53.45	41.23	33.17				
600809	山西汾酒*	3,956	324.20	105.70	74.32	53.67	41.53	3.55	4.36	6.04	7.81

资料来源：Wind 一致预期，德邦研究所

注：标*公司为德邦覆盖，采取德邦预测数据，其余采用 Wind 一致预期；收盘价采取 2021 年 8 月 11 日数据

7. 风险提示

行业竞争加剧，全国化扩张不及预期，高端化进程不及预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.55	4.36	6.04	7.81
每股净资产	8.01	12.52	18.31	25.79
每股经营现金流	1.65	4.13	4.64	7.10
每股股利	0.20	0.14	0.25	0.33
价值评估(倍)				
P/E	105.70	74.32	53.67	41.53
P/B	46.83	25.90	17.70	12.57
P/S	20.20	19.67	15.15	12.17
EV/EBITDA	73.90	52.86	37.94	28.95
股息率%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	72.2%	77.8%	79.6%	80.4%
净利润率	22.0%	26.5%	28.2%	29.3%
净资产收益率	31.5%	34.8%	33.0%	30.3%
资产回报率	15.6%	19.7%	20.6%	20.3%
投资回报率	30.8%	33.6%	31.8%	29.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.6%	43.8%	29.9%	24.4%
EBIT 增长率	44.3%	69.4%	38.0%	28.7%
净利润增长率	56.4%	72.8%	38.5%	29.2%
偿债能力指标				
资产负债率	49.1%	42.0%	36.2%	31.9%
流动比率	1.6	2.0	2.4	2.8
速动比率	1.0	1.3	1.7	2.1
现金比率	0.5	0.8	1.1	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.0	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	595.3	600.6	598.0	599.3
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	7.9	10.8	9.8	10.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,079	5,322	7,370	9,524
少数股东损益	37	63	88	113
非现金支出	148	173	213	234
非经营收益	-325	0	0	0
营运资金变动	-929	-515	-2,004	-1,214
经营活动现金流	2,010	5,043	5,667	8,657
资产	-195	-608	-654	-144
投资	-595	0	0	0
其他	50	0	0	0
投资活动现金流	-740	-608	-654	-144
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	348	0	0
其他	-1,369	-174	-300	-400
融资活动现金流	-1,369	174	-300	-400
现金净流量	-101	4,610	4,713	8,113

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,990	20,112	26,116	32,490
营业成本	3,896	4,467	5,336	6,358
毛利率%	72.2%	77.8%	79.6%	80.4%
营业税金及附加	2,503	3,599	4,673	5,814
营业税金率%	17.9%	17.9%	17.9%	17.9%
营业费用	2,276	3,339	4,240	5,164
营业费用率%	16.3%	16.6%	16.2%	15.9%
管理费用	1,089	1,488	1,906	2,339
管理费用率%	7.8%	7.4%	7.3%	7.2%
研发费用	17	20	29	34
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	4,212	7,135	9,845	12,667
财务费用	-68	-124	-208	-324
财务费用率%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-1.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-49	0	0	0
营业利润	4,235	7,323	10,141	13,104
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	4,237	7,323	10,141	13,104
EBITDA	4,363	7,308	10,058	12,901
所得税	1,121	1,937	2,683	3,466
有效所得税率%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
少数股东损益	37	63	88	113
归属母公司所有者净利润	3,079	5,322	7,370	9,524

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,607	9,217	13,929	22,043
应收账款及应收票据	2	6	6	9
存货	6,354	7,350	8,742	10,439
其它流动资产	4,846	5,980	8,189	9,772
流动资产合计	15,808	22,553	30,866	42,263
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	1,762	1,859	2,659	3,071
在建工程	527	886	546	54
无形资产	339	319	299	289
非流动资产合计	3,971	4,405	4,846	4,756
资产总计	19,779	26,958	35,712	47,019
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,311	3,248	3,523	4,411
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	7,318	8,002	9,322	10,504
流动负债合计	9,629	11,250	12,845	14,915
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	84	84	84	84
非流动负债合计	84	84	84	84
负债总计	9,714	11,334	12,930	14,999
实收资本	872	1,220	1,220	1,220
普通股股东权益	9,777	15,273	22,344	31,468
少数股东权益	288	351	439	552
负债和所有者权益合计	19,779	26,958	35,712	47,019

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。