

白酒

清香型白酒深度报告

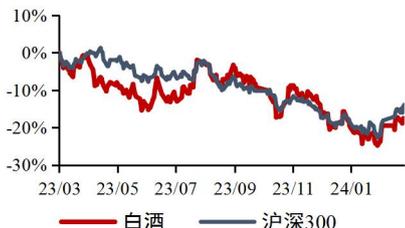
领先大市-A(首次)

清风徐来，水波渐兴

2024年3月4日

行业研究/行业深度分析

白酒板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票

评级

600809.SH 山西汾酒 买入-A

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourongl@sxzq.com

投资要点：

➢ 结构性驱动新周期，向优质白酒产区集中。1) 复盘白酒历次周期。中国白酒行业近70年的发展，经历了两轮主要起落，其中1989—1998及2005—2012年是两轮发展黄金期，1998—2004及2012—2015年是两轮调整期。宏观经济和基本面是引领板块行情变动的主要因素，除了12-13年三公消费限制导致板块深度调整外，外生系统性风险冲击下(如08年、18年)白酒板块调整基本与大盘指数同步。2) 启示：白酒扩张由量到价，白酒周期性在弱化。通过复盘白酒历史周期，白酒行业的景气度是由宏观经济、产业政策、人口因素、投资周期、信用周期及白酒自身库存情况等综合影响形成的，从而演绎出白酒行业周期性。①宏观经济与白酒具有较强的相关性，14年后消费成为拉动经济增长最主要的动力，投资活动影响弱化；②产业调整与产能周期相关，白酒行业2014-2021年量缩价涨，结构驱动，2022年新一轮产业调整开启；③库存方面，由于需求处于弱复苏，我们认为当前白酒行业处于去库存的后半段，在主动去库和被动去库之间；④企业层面：白酒周期性弱化，酒企通过提升管理能力平滑业绩周期性。3) 本轮周期酒企分化加剧，清香龙头有望穿越周期。

➢ 白酒香型变迁，汾酒带动清香回暖。1) 三大香型之一，清香正在起势。酱香型、浓香型和清香型是我国白酒市场上最主要的三大香型，而在清香龙头汾酒的引领下，清香型白酒已爆发出强劲的增长势能，清香型白酒以“汾老大”为代表的，引领着整个清香品类的发展，未来2-3年，清香型占比会从现在15%左右增长至20%左右。2) 清香白酒强调一清到底，按酿酒工艺来分主要包括三大工艺类别，分为大曲清香、小曲清香、麸曲清香，大曲清香为主流。3) 竞争格局比较分散，腰部企业乘势提速。当前，清香白酒的市场规模已达900亿元，在全国白酒市场占比约15%，全国化格局初具雏形。但是清香型白酒企业竞争格局集中度相对浓香、酱香较低，前期以牛栏山、红星二锅头、衡水老白干、青稞酒为代表的清香品类整体结构偏低，相较于浓香、酱香整体品类产值贡献低及市场扩张乏力的掣肘，清香品类整体发展的增速较慢。此外价格和区域格局方面，低端占据清香大盘半壁江山，清香过早实现了品类多元、价位多元、产区多元，造成了清香的“燃点”不集中，整体上热度不够突出或集中。

➢ 汾酒引领发展势能，清香属于温热。1) 历史上清香热是由明清时期“汾酒酿造技艺”的传播和新中国建国后“四方结队学汾珍”造就的，前者是晋商带动的，后者是现代科技和质量管理的突破，属于光瓶热、低端热。90年



代后因战略定位不适当、品牌营销投入不足等原因，清香型白酒的市场主导地位逐渐被浓香型白酒代替。2) **清香目前还处于蓄势阶段，龙头形成期。**从白酒的品类发展轨迹来看，需要经历三个阶段，第一阶段是头部品牌的带动；第二阶段是泛头部品牌（或产区品牌）的共赢；第三阶段是整个品类的普涨。所以，从表现上看，“汾酒热”先是带动了“产区热”，然后才带动整个清香品类酒企的发展。虽然大部分清香企业随着汾酒复兴带来的清香氛围，但是在新的机遇面前，清香目前还处于蓄势阶段。3) **清香能否复制酱香热。**无论是大产区的价值表达，还是品牌第二阵营的支撑，亦或是对全价格带的布局，目前清香品类都很难复制酱酒品类崛起的发展路径。

➤ **清香型白酒行业复兴之路。**1) **核心产区赋能，清香白酒腾飞。**一个品类走向大热需要一个“产区性组织”进行“系统性驱动”，未来形成吕梁产区为核心，多产区并行的清香产区模式。目前，清香型白酒正迎来了“向上产区崛起、向下品牌新生”的机遇，而培育杏花村汾酒专业镇，正是助力核心产区崛起。2) **一高一低带中间，清香复兴结构特征。**青花系列已具备体量优势，带动清香价值回归，低端消费迭代推动，形成品类替代升级潮，而当前市场上，汾酒的玻汾正在全面崛起，成为中高线品质光瓶酒领跑品牌。3) **清香新国标执行，催动升级的步伐。**清香新国标实施后，精致“品质表达”，强化清香产品商务占位，助推结构化升级。4) **资本助推，清香品类步入发展快车道。**

➤ **重点公司推荐：**山西汾酒

风险提示：宏观经济波动风险，行业竞争风险，产业政策风险，山西汾酒相关风险

目录

1. 结构性驱动新周期，向优质白酒产区集中.....	7
1.1 复盘白酒历次周期.....	7
1.2 启示：白酒扩张由量到价，白酒周期属性在弱化.....	10
1.3 本轮周期酒企分化加剧，清香龙头有望穿越周期.....	15
2.白酒香型变迁，汾酒带动清香回暖.....	17
2.1 三大香型之一，清香正在起势.....	17
2.2 大曲清香为主流，强调一清到底.....	19
2.3 竞争格局比较分散，腰部企业乘势提速.....	21
3. 汾酒引领发展势能，清香属于温热.....	24
3.1 “汾酒酿造技艺”的传播以及质量的提升，带动 90 年代前清香热.....	24
3.2 清香目前还处于蓄势阶段，龙头形成期.....	26
3.3 清香能否复制酱香热.....	28
4. 清香型白酒行业复兴之路.....	31
4.1 核心产区赋能，清香白酒腾飞.....	31
4.2 一高一低带中间，清香复兴结构特征.....	34
4.3 清香新国标执行，催动升级的步伐.....	35
4.4 资本助推，清香品类步入发展快车道.....	37
5. 重点公司推荐：山西汾酒.....	37
6. 风险提示.....	39

图表目录

图 1： 中国白酒产量变化趋势（万千升）.....	7
图 2： 白酒香型分布情况.....	8

图 3: 2005-2012 年白酒累计涨跌幅.....	9
图 4: 茅台历年价格.....	9
图 5: 12-15 申万白酒累计涨跌幅.....	9
图 6: 13-15 年主要酒企总营收复合增速 (%)	9
图 7: 白酒消费结构变化.....	10
图 8: 2016-2022 年申万白酒累计涨跌幅.....	10
图 9: 申万白酒营收增速与 GDP 增速情况 (%)	11
图 10: 消费对 GDP 增长贡献率 (%)	11
图 11: 规模以上白酒企业收入情况.....	12
图 12: 规模以上白酒企业利润情况.....	12
图 13: 白酒产量 (万千升)	12
图 14: 白酒销量 (万千升)	12
图 15: 规模以上白酒企业数量.....	12
图 16: 白酒行业集中度.....	12
图 17: 白酒行业预收账款和营业总收入情况.....	14
图 18: 基钦周期的四个阶段.....	14
图 19: 库存相对水平与需求情况.....	14
图 20: 五码合一流程图.....	16
图 21: 白酒香型变迁情况.....	17
图 22: 清香白酒市场份额情况.....	18
图 23: 清香型白酒分类代表产品.....	19
图 24: 清香不同曲分类.....	19
图 25: 大曲清香白酒的工艺流程.....	20

图 26: 清香板块价格带格局.....	22
图 27: 清香白酒八大产区.....	23
图 28: 汾酒的起源.....	24
图 29: 万里茶路传汾香.....	25
图 30: 白酒品类发展轨迹.....	27
图 31: 赤水河流域酱酒企业分布.....	28
图 32: 酱酒与白酒行业产能和利润占比情况.....	29
图 33: 白酒各地产量情况.....	32
图 34: 汾阳市白酒产量占山西全省产量 80%.....	33
图 35: 白酒产业贡献汾阳市 50% 的 GDP.....	33
图 36: 光瓶酒的四个阶段.....	35
图 37: 玻汾销售情况.....	35
图 38: 2021 年中国光瓶酒行业市场份额.....	35
表 1: 1949-1978 年全国评酒会.....	7
表 2: 白酒渠道、营销方式变迁.....	14
表 3: 白酒香型代表.....	17
表 4: 清香白酒分类特征.....	19
表 5: 清香白酒分品牌市场规模情况.....	21
表 6: 清香高端白酒上市时间.....	22
表 7: 清香型白酒的由来.....	25
表 8: 主要酱酒企业数据.....	30



表 9: 省市县政府支持专业镇发展政策文件.....	33
表 10: 清香白酒产区外溢效应体现.....	34
表 11: 清香新国标感官要求新旧标准对比.....	36
表 12: 市场战略变化情况.....	38

1. 结构性驱动新周期，向优质白酒产区集中

1.1 复盘白酒历次周期

中国白酒行业近 70 年的发展，经历了两轮主要起落。其中 1989—1998 及 2005—2012 年是两轮发展黄金期，1998—2004 及 2012—2015 年是两轮调整期。1)白酒发展初期(1949-1978)：形成八大名酒，三大香型。从 1949 年到 1978 年是白酒产业发展初期。这段时间，因白酒税收占国家税收的比例较大，白酒产业是国民经济的重要支柱，国家领导人对传统白酒的发展十分重视。行业发展取得了巨大的成果，白酒的技术改造取得突破性进展，茅台试点、汾酒试点、泸州老窖试点等项目的开展，最终诞生了清、浓、酱三大基本香型。在 1963 年全国第二届全国评酒会上，五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒上榜，这也是现在人们熟知的老“八大名酒”。

图 1：中国白酒产量变化趋势（万千升）



资料来源：wind，山西证券研究所

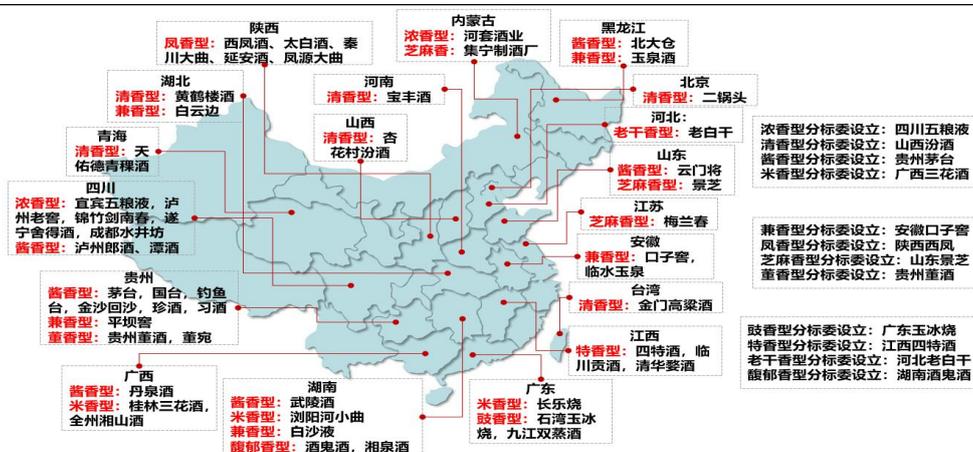
表 1：1949-1978 年全国评酒会

时间	事件
1952 年	在北京举办新中国第一次全国评酒会上，贵州茅台酒、山西汾酒、四川泸州曲酒、陕西西凤酒被评为四个国家级名酒。
1956 年	时任国务院总理周恩来组织制定《1956-1967 科学技术远景规划纲要》，泸州老窖大曲与茅台的酿造工艺被列为重点研究课题。当时，酒曾有“精神原子弹”的冠名。在此背景下，为探寻名酒成因，中央食品工业部、轻工业部先后安排白酒试点，包括烟台试点（1955 年）、永川试点（1958 年）、泸州老窖试点（1957 年、1964 年—1966 年）、汾酒试点（1964 年—1965 年）、茅台试点（1964 年—1996 年）、西凤试点（1964 年—1965 年）等，为白酒生产能力和质量水平的根本提升奠定了基础。
1963 年	第二届全国评酒会上，五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒上榜，这也是现在人们熟知的老“八大名酒”。

资料来源：财经网，山西证券研究所

2) 1979-1989 年：白酒产业步入快速发展阶段。随着我国实行改革开放，经济体制逐步向市场经济过渡。这期间家庭联产承包责任制的推广，使得农业包产到户，农业生产得到快速的发展，粮食产量大大提高，为酿酒奠定了原料基础。同时，白酒行业开放市场化定价，更为行业的发展注入一剂强心针。1989 年，在合肥举办的第五届全国评酒会，也是最后一届全国评酒会，共评出了茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲等 17 种名酒，在这十年里，随着白酒研究的逐步深入，白酒的香型矩阵也逐渐完善，从原先的四大香型逐渐扩展为包括清香型、浓香型、酱香型、米香型等共十二大香型。

图 2：白酒香型分布情况



资料来源：前瞻经济学人《传承千年工艺 酿造千亿产业：一文带你洞悉白酒产业发展简史》，山西证券研究所

3) 1989-2004 年：价格放开，格局生变。

1989—1998 年是黄金发展期，1998—2004 是调整期。在中国经济陷入通货膨胀、日用品抢购的背景下，中央于 1988 年决定绝大部分商品放开价格，包括白酒价格，自此白酒行业进入新的市场经济时代，也开启了行业快速发展的序幕。各家酒企争相扩大产能，白酒行业产量由 1988 年 470 万吨大幅扩张至 1996 年的 801 万吨。同时，白酒企业纷纷登陆资本市场，在 A 股上市。1998 年开始进入调整期，主要在于：1) 宏观经济环境，亚洲金融危机爆发；2) 行业政策趋紧，公务宴请不喝白酒，从量消费税征收、所得税优惠取消、广告宣传费不予税前扣除等政策压力凸显；3) 秦池勾兑、山西假酒等事件冲击；4) 2003 年非典疫情等突发性事件影响需求。调整之前，行业主要以量为主，2001 年从量税的出台，政策倒逼行业迈向结构升级时代，例如国窖 1573、郎酒红花郎和洋河蓝色经典等产品推出。

4) 2005-2012 年：黄金八年，产销倍增。以 2008 年为分水岭划为两个阶段：2005-2008 年、2009-2012 年。总体来看，投资拉动下的经济增长和居民收入的快速提升推动政商务消费

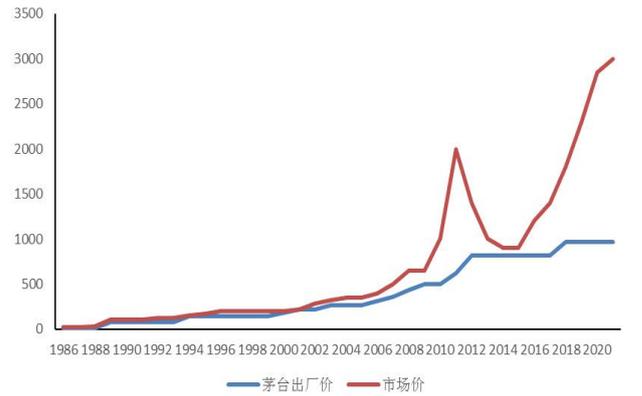
持续扩容，2008-2009 年受经济下行影响，行业受到外部冲击增速短期放缓，但基本面并未受到实质性破坏。拆分两阶段股价表现，前期茅台、五粮液为代表的高端酒股价收益率显著领先于其他个股，后期地产酒崛起。具体来看，高端白酒率先崛起，2009 年启动的 4 万亿投资，给固定资产投资和房地产市场再次注入强心剂，地产酒崛起，2010 年下半年，茅台酒从温和上涨开始飚涨的背景下，资本纷纷进场，次高端白酒获得超额收益。

图 3：2005-2012 年白酒累计涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

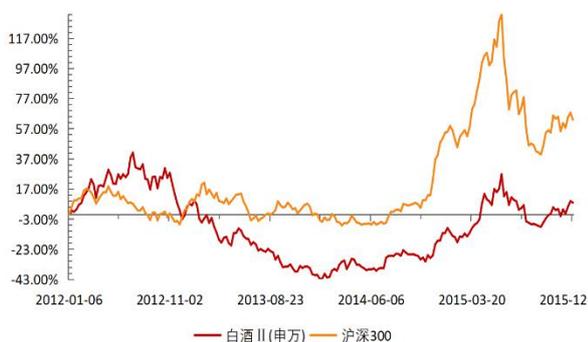
图 4：茅台历年价格（元）



资料来源：酌阅，山西证券研究所

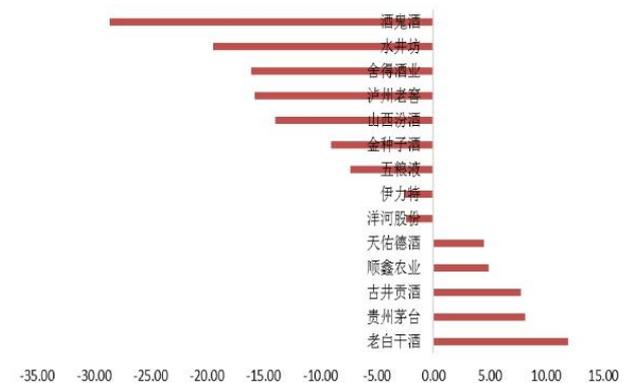
5) 2013-2015 年：需求泡沫，深陷调整。白酒行业长达八年的黄金期，积累的高库存、挤占经销商资金、集体非理性涨价等隐患，在 2012 年底遭遇三公消费限制后，行业深受冲击。在此轮调整期，很多上市酒企收入和利润均出现下滑，其中次高端酒水井坊、舍得酒业营收下滑最严重。

图 5：12-15 申万白酒累计涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：13-15 年主要酒企总营收复合增速（%）

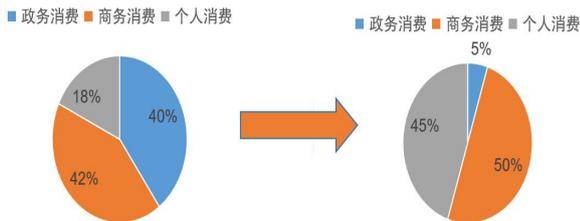


资料来源：wind，山西证券研究所

6) 2016-2021 年：结构性驱动的新周期，产品升级驱动增长。2012 年限三公消费政策出台，政务消费场景冻结，高端白酒需求收缩，2014 年国家逐步放松地产政策，开启棚改货币

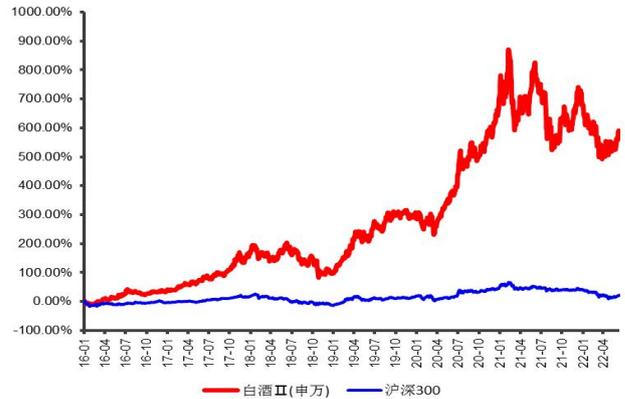
化，投资消费需求快速增加。经过了三年左右的深度调整期，白酒消费结构从政务消费为主转向以大众消费为主，贵州茅台、五粮液率先回暖，2017 年全行业呈现复苏，2018 年经历去杠杆、贸易摩擦后，2019 年开始恢复，2020 年高端白酒引领，2021 年次高端酒企业绩弹性出现。

图 7：白酒消费结构变化



资料来源：微酒，山西证券研究所

图 8：2016-2022 年申万白酒累计涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 启示：白酒扩张由量到价，白酒周期属性在弱化

通过复盘白酒历史周期，白酒行业的景气度是由宏观经济、产业政策、人口因素、投资周期、信用周期及白酒自身库存情况等综合影响形成的，从而演绎出白酒行业周期性。具体来看：1) 经济增速放缓是白酒行业调整的主因，外部压制、产业政策等会进一步加剧调整幅度和时间；2) 人口因素决定了白酒消费量的表现；3) 收入预期及信用扩张影响白酒的消费能力；3) 产品供需阶段性不平衡造成了价格和库存的波动，形成了白酒的库存周期；4) 酒企通过提升管理能力平滑业绩周期性。

1) 宏观经济方面：宏观经济与白酒具有较强的相关性，14 年后消费成为拉动经济增长最主要的动力，投资活动影响弱化，白酒增长主要来源价格为主的行业扩容。由于白酒按照消费场景划分，白酒需求可分为投资需求、礼品需求、商务消费、宴席消费和自饮消费等，其中礼品需求、商务需求与宏观经济具有较强相关性。在过去的 20 年里，白酒行业周期与宏观经济二者之间呈现出显著的相关性。2001 年中国加入世界贸易组织以后，深度融入全球经济，一直持续到 2008 年，此后受美国华尔街金融危机影响，中央政府为了应对这场金融风暴而推出了四万亿的经济刺激计划，以宏观调控的方式将中国经济的产能周期延长到了 2011 年，而中国酒业的上行周期是从 2003 年到 2012 年，这两者之间有着显著的相关性，白酒滞后宏观经济 1-2 年。2014 年后消费逐渐替代投资成为支撑经济增长的核心动能，居民消费水平不断提高下

大众消费崛起，有效替代遭受政策压制的政商消费，成长为白酒市场新的消费主力。在该轮周期中，投资活动与白酒行业景气度的相关性降低，白酒增长逻辑逐渐由“宏观经济、投资及政商消费主导的量增”向“大众消费主导的产品结构升级”。

图 9：申万白酒营收增速与 GDP 增速情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：消费对 GDP 增长贡献率（%）



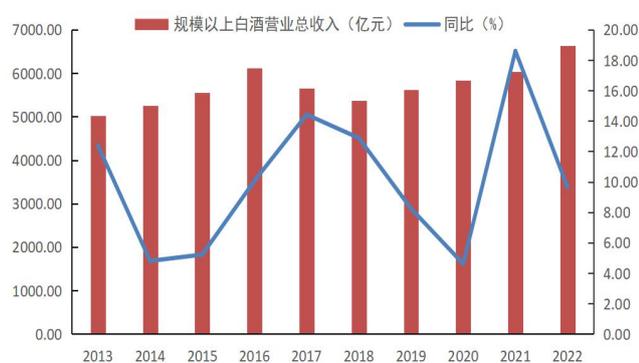
资料来源：wind，山西证券研究所

2) 产业方面：产业调整与产能周期相关，白酒行业 2014-2021 年量缩价涨，结构驱动 2000-2012 年，白酒主要是量为主的行业扩容，2012 年底白酒行业进入深度调整期，产能新周期迹象初显，由于产能释放与产业调整有 2-3 年的错峰期，因此，2013-2016 年白酒产量增速下降，仍保持正增长，2016 年白酒产量达到了历史高点。2016 年之后，白酒产量见顶，总量进入下行区间，行业进入量缩价涨的阶段，行业集中度进一步提升。具体来看：一是产销稳中微降；二是效益进中向好；三是格局不断优化，市场份额逐渐向头部企业集中，规模以上酒企

数量逐年减少，已由 2016 年的 1593 家减少到 2022 年 1000 家以内，白酒行业市场集中度进一步提升。总结这一轮产能周期，前期出现明显的“增速下行”，后期则出现了产量的剧烈下滑。

2022 年新一轮产业调整开启。与 2012 年相似，受疫情冲击、经济下行及消费不振等多重因素的冲击，2022 年白酒产业开启了新的调整期。2022 年白酒产量同比下降 5.6%，特别是去年 5 月份后，每月产量均有不同幅度下滑，去年 6 月、8 月、11 月的下滑幅度分别为 10%、13.3% 和 12.3%。2023 年 1-11 月，规模以上白酒企业累计白酒产量为 395.8 万千升，同比下滑 6%，持续加速下滑。

图 11：规模以上白酒企业收入情况



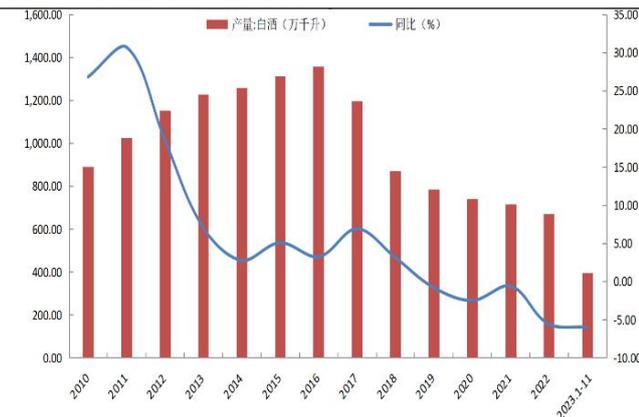
资料来源：糖酒快讯，酒讯，酒教主，山西证券研究所
(注：白酒行业增速为调整后数据，根据规模以上白酒企业同比统计口径)

图 12：规模以上白酒企业利润情况



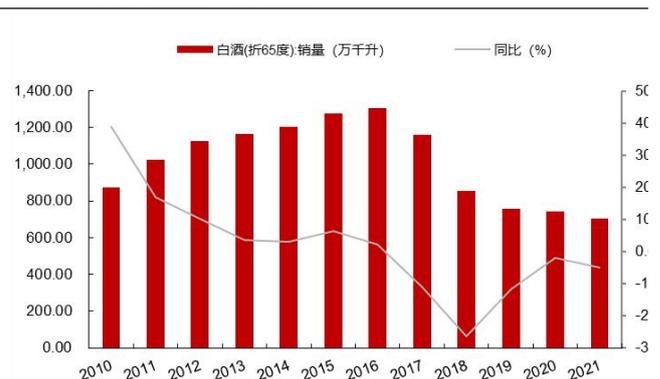
资料来源：糖酒快讯，酒讯，酒教主，山西证券研究所
(注：白酒行业增速为调整后数据，根据规模以上白酒企业同比统计口径)

图 13：白酒产量（万千升）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：白酒销量（万千升）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：规模以上白酒企业数量

图 16：白酒行业集中度



资料来源：云酒头条，山西证券研究所



资料来源：糖酒快讯，酒教主，酒讯，wind，山西证券研究所

但是核心产区产量增长，龙头品牌带动优势凸显。白酒产业重心正在加速向优势产区集中。自 2016 年以来，白酒总体产量连续六年下降，核心产区产量却大幅增长，例如 2022 年，贵州酱酒核心产区的白酒产量约 45 万千升，同比增长 22.6%，凸显了酱酒的繁荣。短短几年时间，品牌带动了产业发展，更带动了白酒产区快速发展，在茅台的引领下，仅贵州省涌现出习水、金沙、赤水等大大小小六七个产区，出现了习酒、国台、钓鱼台、珍酒、金沙等营收在 30 亿-200 亿的强势酱酒企业和众多营收 20 亿左右的企业。此外，相关政策也促进白酒产区的发展，据《中国酒业“十四五”发展指导意见》显示，未来白酒行业要着力打造名优产区，以产区作为世界名酒品质和价值的新表达方式，建设构建和优化产业协同平台，提升产业集成水平。相关指导意见的出台也让各地政府越来越重视酒类发展，各级政府领导不断加大调研力度，促进酒业发展，为产区的经济发展谋求新的增长。

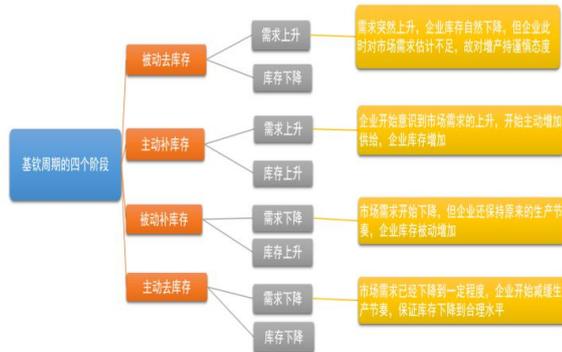
3) 库存方面：根据基钦周期理论，库存周期具有四个阶段：即库存下降、需求上升被动去库存阶段，库存与需求齐升的主动补库存阶段，库存上升、需求下降的被动补库存阶段，库存下降、需求下降的主动去库存阶段。白酒行业呈现三轮较为显著的库存周期，累库阶段分别为：2008-2012；2016-2019，去库状态分别为 2013-14 和 2020 年。自 2021 年以来，白酒行业增速超过实体经济需求，2021 年仍处于被动补库阶段，特别 2021 年次高端酒企业业绩弹性出现。2022 年初开始，外部经济环境恶化、疫情在全国范围内多地蔓延等事件冲击下，消费需求面临压力，动销下降，局部赛道已经出现了主动去库（例如个别次高端标的及酱酒）。但是白酒市场动销维持弱复苏态势，去库存成为酒企、经销商共同的首要任务，2023 年各大酒企表示采取大量促动销、去库存的工作措施，让“库存保持在合理水平”。由于需求处于弱复苏，我们认为当前白酒行业处于去库存的后半阶段，在主动去库和被动去库之间。

图 17：白酒行业预收账款和营业总收入情况



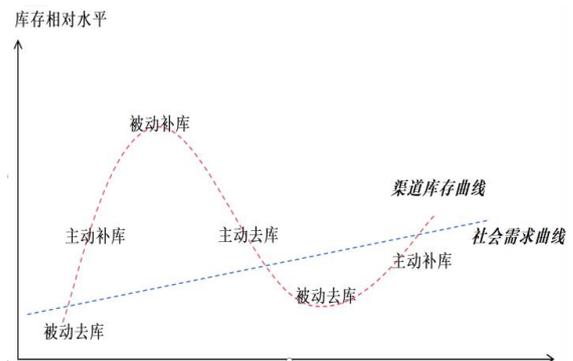
资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：基钦周期的四个阶段



资料来源：百度百科，山西证券研究所

图 19：库存相对水平与需求情况



资料来源：百度百科，山西证券研究所

3) 企业层面：白酒周期性弱化，酒企通过提升管理能力平滑业绩周期性。白酒经历了从产能为王、90 年代的广告渠道销售，到黄金十年的以“销”为核心的渠道竞争时代，再到以“营+销”为内核的系统化品牌打造时代。经过 5 年的调整期，白酒行业的竞争格局日渐清晰，市场开始向优质产能、优质品牌集中，中小白酒企业的发展前景和市场空间进一步被挤压。目前，白酒品牌的开发和销售核心驱动因素，已经从终端的竞争转移到以消费者为核心的品牌竞争上，具备产品，品牌、渠道优势的龙头企业有望持续增长。此外，数字营销已深入酒业的方方面面，全链控价分利模式将重构酒业价值链。精准货物流向、精准费用投放、精准营销动作，从而管控串货、管控价格，厂家对价值链的管理将大幅度加强。

表 2：白酒渠道、营销方式变迁

	1978-1988	1989-1996	1997-2003	2004-2011	2012-
渠道	国营糖酒	大流通大经销商	终端致胜	多渠道共振阶段	复合渠道
营销方式	产能为王	广告驱动	渠道致胜	品牌创新	数字浪潮

	1978-1988	1989-1996	1997-2003	2004-2011	2012-
品牌	1987年汾酒成为白酒行业龙头	1994年五粮液超越山西汾酒			贵州茅台2013年全面超越五粮液

资料来源：茗酒堂，糖酒快讯，山西证券研究所

1.3 本轮周期酒企分化加剧，清香龙头有望穿越周期

（一）目前处于库存周期后半段，酒企业绩明显分化。本轮周期（2021年至今）：疫情对消费场景的压制基本结束，目前经济增速放缓导致总需求回落与渠道高库存、价格倒挂成为影响白酒行业发展的主要矛盾。2021年以来疫情反复、国际地缘冲突等外部突发因素扰动，国内宏观经济增速下行，酒企在需求缺失下面临压力。2022年底放开疫情防控，2023年宴席渠道持续回补，而商务需求仍在恢复过程中，导致不同价格带的产品表现有所差异。整体来看，酒业的周期性、结构性矛盾交织，总需求不足的矛盾凸显，呈现出市场份额集中化、品牌竞争白热化、价格竞争激烈化、产区发展规模化等特征。白酒产业呈现库存周期后半段特征，库存周期后半段将引起酒企业绩的明显分化，而企业的业绩确定性将源自品牌文化、产品线及营销组织体系优势。

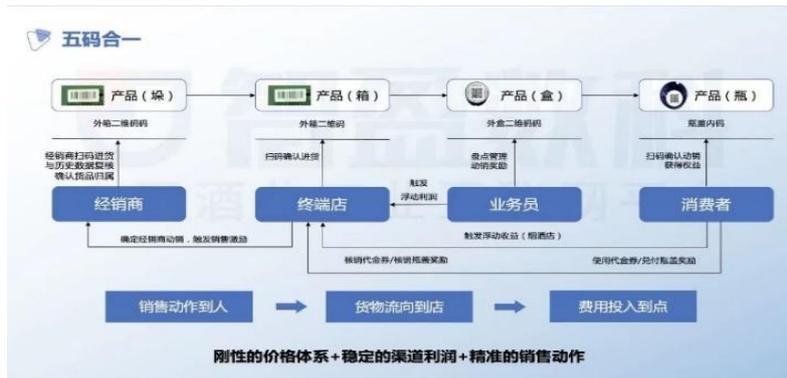
1) 进入2023年以来，去库存一直都是白酒行业的主旋律，清香型白酒库存较良性。通过回厂游、品鉴会、布局宴席市场、扫码促销、加大买赠及奖励政策、反向红包等诸多举措打响动销大战。从香型发展来看：①浓香腰部价位及高端价位还在累库阶段，次高端进入经历主动去库阶段，其中酒鬼酒较为典型。②不同品牌下，酱酒库存情况呈现出分化之势，第一阵营的茅系库存相对较小；以习酒、郎酒、国台、珍酒为代表的第二阵营，虽仍库存承压，但因动销得力，相比年初已有不同程度的降低；腰部及以下酱酒正经历主动去库；而开发产品动销仍比较困难。③清香龙头尚未出现明显的去库特征，清香白酒经销商在库存和回款方面的压力相对不大，尤其是汾酒，在供货方面的管控严格，所以价格和库存相对都比较良性。

2) 消费弱复苏背景下，价格带分化剧烈。高端白酒需求相对刚性、地产龙头受益于基地市场宴席等，销量较去年同期增加，部分次高端酒企在前两年通过渠道扩张实现高弹性增长后，今年在消费疲软及渠道放缓影响之下，业绩有所承压。其中宴席市场的爆发主要在于：一是前两年累积的需求释放，二是厂家端通过瓶盖回收、常态化开瓶红包、赠酒、赠旅游、推广费、陈列费等方式持续加码宴席支持力度。而300-500元价位的次高端酒，则因年会聚餐及普通商务宴请场景的缺失，增速略慢。

3) BC联动，数字化提高控盘分利管理能力。在行业弱周期中，上游酒厂的增长压力和

中游渠道的库存压力同时出现，倒逼广大厂商开展主动营销动作，其中面向 C 端的营销模式越来越重要。C 端触达成为重点，酒企费用投放明显向 C 端倾斜，采用各种方式增强与消费者接触。此外，数字化建设对酒企管理改革起到关键作用，通过价盘管控、窜货管控和降低费用率，实现产品价盘稳定和渠道价值再分配。

图 20：五码合一流程图



资料来源：酒业家，山西证券研究所

4) 因需求萎缩，产品结构下沉。今年以来，以五粮液、洋河、泸州老窖、习酒、古井等为代表的全国性名酒、省酒龙头，纷纷以“双方红包/反向红包”等数字化营销手段，推动中低端产品快速下沉县级市场。而名酒的市场下沉也不断挤压地方型中小企业品牌的生存空间，并对部分地方型中小企业的根据地市场造成极大冲击，酒业新一轮洗牌正在加速到来。

5) 白酒产业从品类向产区过渡发展的路径更加明确。品质是存量市场竞争中的关键因素，而产区建设可提升白酒产业综合竞争优势。未来不仅仅是品牌竞争，更多是产区竞争。酿酒产区不仅需要头部代表品牌，还需要形成一定的产业规模效应，在全国有一定的知名度，同时需要有唯一性的产区标准，拥有区位、生态、文化、品质与品类的差异性与稀缺价值。

(二) 库存调整引发行业洗牌及格局变迁，清香龙头汾酒可能会穿越周期。从 1990-2002 年，汾酒和五粮液的两强争霸，到 2003-2015 期间“五茅剑”与“茅五泸”的三甲之争，说明行业在调整时可能实现行业地位的更替轮换，重塑白酒行业竞争格局。对于这一轮行业格局的变化，我们认为有三点趋势：第一，酱酒赛道回归理性后，浓香型和清香型酒的市场份额可能会有一个阶段性的回升。第二，三分天下的局面有望加速形成，清香白酒龙头可能会穿越周期，主要在于：①汾酒持续增长三大势能加持，名酒势能、清香势能、产品线势能；②目前渠道挣钱效应的产品很少，飞天茅台、玻汾等，渠道挣钱效应带来示范作用，是行业下行阶段获取大量渠道资源的重要时候；③玻汾系列和青花汾酒，大众市场和次高端市场结合，产生乘数效应，

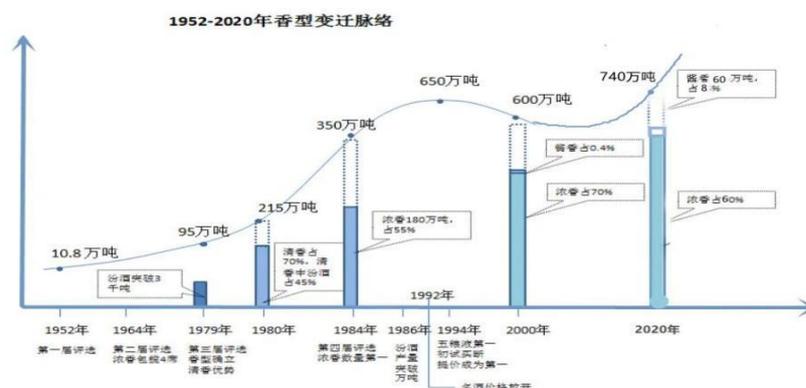
其中在 400 元次高端价位带，目前青花 20 具备一定的体量优势，汾酒凭借强大的品牌力和产品力在下行周期中收获份额，而玻汾重新做资源分配，玻汾之前配额集中于内蒙古、山东、河南等长江以北区域，目前重新分配后，把配额调整到长江以南，加速突破长江以南市场；④清香新国标执行，对于酒体分级清晰的酒体描述，催动升级的步伐。第三，白酒产业重心正在加速向优势产区集中。

2.白酒香型变迁，汾酒带动清香回暖

2.1 三大香型之一，清香正在起势

酱香型、浓香型和清香型是我国白酒市场上最主要的三大香型。白酒是我国传统蒸馏酒，其独特的多种微生物固态(半固态)发酵、蒸馏等生产工艺形成了白酒的各种风格。上世纪 80 年代以前计划经济时代，由于担心白酒过多消耗粮食，白酒业一直是被严格控制的产业。而清香白酒的工艺特点是生产周期短、成本低、粮耗低、出酒率高，正好满足了产品短缺时代背景下极速扩大的消费需求，抢占了白酒市场的主导地位，也使得清香型代表—汾酒，坐上了“汾老大”的宝座。上世纪 90 年代后，随着窖泥培养等酿造技术逐步推广以及粮食供应不足等制约因素消失，浓香型白酒产区由四川扩大至全国，并且该香型知名品牌众多，逐步发展成为第一大消费香型。贵州茅台 2001 年上市后快速发展，2013 年起营业收入超越五粮液，成为白酒行业龙头，从消费者培育、产业建设和资本投资等方面推动了酱香型白酒的发展，酱香型逐渐成为继浓香型之后的第二大香型。

图 21：白酒香型变迁情况



资料来源：酒业家，山西证券研究所

表 3：白酒香型代表

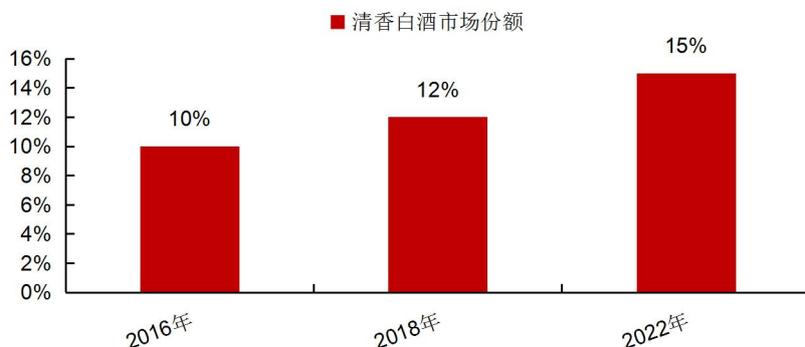
白酒香型	风味特征	分布地点	代表品牌
------	------	------	------

白酒香型	风味特征	分布地点	代表品牌
酱香型	采用石窖发酵，其感官风格“微黄透明、酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久”	较多分布于川黔交接的赤水河流域	茅台、郎酒、习酒、国台、金沙、珍酒
清香型	清香型白酒采用地缸发酵，其感官风格“无色透明、清香纯正、醇甜柔和、自然谐调、余味净爽”	全国知名清香型白酒生产厂商较多分布在我国北方地区	汾酒、红星二锅头酒、汾阳王、宝丰酒
浓香型	浓香型白酒采用泥窖发酵，其感官风格“无色透明、窖香浓郁、绵甜醇厚、香味协调、尾净爽口”	全国知名浓香型白酒生产厂商分布较广，其中部分分布于长江流域	五粮液、泸州老窖、洋河、剑南春、水井坊、舍得、古井等。
其他香型白酒	其他香型白酒主要包括兼香型、米香型、凤香型等，其感官风格各有特点		

资料来源：郎酒招股说明书，山西证券研究所

从香型占比结构来看，清香占比逐渐增大。白酒香型众多，目前主要有十二种香型，其中酱香型、浓香型和清香型是我国白酒市场上最主要的三大香型，形成“三香鼎立”的格局。根据酒业家、糖酒快讯相关数据看，目前浓香型白酒销量占比由原来的70%降低至50%左右，而酱香型占比由原来的10%左右增长至占比30%左右，清香型白酒的市场份额由原来销售占比12%左右增长至15%左右。清香型白酒以“汾老大”为代表，引领整个清香品类的发展，未来2-3年，预计清香型占比会从现在15%左右增长至20%左右。具体来看：①头部品牌引领下多品牌的割据，浓香全国化名酒的下沉与区域品牌进入直面市场的争夺战，通过品牌力收割市场的存量份额成为常态；②从香型发展来看，酱酒品类热已经过去，目前呈现出“品类+品牌+组织+营销”的综合竞争模式；③在清香龙头汾酒的引领下，清香型白酒已爆发出强劲的增长势能，清香品类正加速扩容。

图 22：清香白酒市场份额情况



资料来源：酒业家，山西证券研究所

2.2 大曲清香为主流，强调一清到底

清香白酒的定义。清香型白酒以粮谷为原料，采用大曲、小曲、麸曲及酒母等为糖化发酵剂，经缸、池等容器固态发酵，固态蒸馏、陈酿、勾调而成，不直接或间接添加食用酒精及非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质的白酒。

清香型白酒按酿酒工艺主要分为大曲清香、小曲清香、麸曲清香。清香型白酒是我国白酒的主流香型，酿造该香型白酒的酒厂遍布南北各地。只不过，因为气候、水源、粮食的不同，各地的酿造工艺有些微差别，口感也不尽相同。按工艺可以分为三大流派：大曲清香、小曲清香、麸曲清香，简称大清、小清、麸清，以大清为主流，其次是小清，最后是麸清。其中，大曲清香以汾酒、宝丰酒、黄鹤楼、金门高粱酒、青青稞酒等为代表产品，按工艺又可分属清蒸二次清和清蒸四次清两类；小曲清香，以小曲来发酵的清香型白酒，小曲清香酒主要存在于川黔渝滇地区，又可分为川法小曲清香酒和云南小曲清香酒；麸曲清香，以麸曲发酵的清香型白酒，现在的两大二锅头是这种酒的代表。

图 23：清香型白酒分类代表产品



资料来源：老酒计，山西证券研究所

图 24：清香不同曲分类



资料来源：大家酒评，山西证券研究所

表 4：清香白酒分类特征

白酒香型	风味特征	分布地点	代表品牌
大曲清香	大曲清香型白酒以优质高粱为原料，选用大麦、豌豆制成糖化发酵剂，采用“清蒸二次清”的独特工艺进行酿造，出酒率较低	主要集中在华北、华中和台湾地区	汾酒、宝丰酒、石花酒、黄鹤楼酒、金门高粱酒、青稞酒
小曲清香	小曲清香型白酒的主要原料是高粱、大米、玉米、糯米等作物，其发酵成本及酿造时间，比大曲清香要低	主要分布在四川、重庆、云南等地，按照产地和口感的不同，小曲清香又分为川派清香和云南小曲清香	重庆的江津白酒，江小白；云南玉溪市的玉林泉酒
麸曲清香	麸曲清香白酒是三种派别中发酵时间最短、工艺最简单、出酒	主要分布在东北及华北地区	以红星二锅头、牛栏山二锅头、北京二锅头为代表

白酒香型	风味特征	分布地点	代表品牌
	率最高的，它以小麦壳为主要原料，以糠谷、酒糟及豆饼为配料，采用人工培养曲菌进行酿造		

资料来源：汾酒藏微信公众号，山西证券研究所

强调“一清到底”。以清香型白酒的主流大曲清香为例，清香型白酒以高粱等谷物为原料，以大麦和豌豆制成的中温大曲为糖化发酵剂，采用清蒸清糟酿造工艺、固态地缸发酵、清蒸馏酒，强调“清蒸排杂、一清到底”。这其中，最为特殊的便是“清蒸二次清”的清渣法工艺和地缸发酵。

图 25：大曲清香白酒的工艺流程



资料来源：醅阅微信公众号，山西证券研究所

为实现“清”，工艺一定要严格，以排除影响酒体的一切杂味异味为第一目标，从选粮、酿造、包装、酿酒储酒环境严格把控，才能做出“一清到底”的清香酒。其中最为重要的是清蒸，二次清，地缸发酵技艺。**1) 清蒸：**与混蒸相反，酿清香酒的高粱等原料各种辅料都要单独清蒸一次。清蒸的作用是使得原料中的淀粉糊化，利于酒曲中微生物和酶的糖化发酵作用，产成酒香。更为重要的是，挥发原料中的邪异味，保证酒的清香。**2) 二次清：**清蒸完的高粱糊化，需要发酵和蒸馏出酒两次，第一次出大楂酒，是纯粮发酵；第二次是二楂酒，这次不能加入新粮，是纯醅发酵，第二次过后的酒糟不再参加酿酒流程。二次清使得淀粉的产酒和香气能力更加充分发挥，也可以避免新加料给酒带来异味，使得酒爽净。**3) 地缸发酵：**其一、干净卫生的地缸发酵，能够隔离土壤中含有发酵不需要的大量杂质，从而保持酒体的纯净；其二、地缸在发酵过程中有导温作用。发酵前期，能保持酒醅的温度上升，有利于微生物的繁殖、生长和代谢；发酵后期，利于醅温降低并保持适当的温度，有助于后期香味成分的生成。

2.3 竞争格局比较分散，腰部企业乘势提速

清香白酒竞争格局分散，预计十四五末形成“1+2+N”的基础格局。从竞争格局上看，清香型白酒企业竞争格局集中度相对浓香、酱香较低。前期，以牛栏山、红星二锅头、衡水老白干、青稞酒为代表的清香品类整体结构偏低，相较于浓香、酱香整体品类产值贡献低及市场扩张乏力的掣肘，清香品类整体发展的增速较慢。当前，清香白酒的市场规模已达 900 亿元，在全国白酒市场的占比约 15%，全国化格局初具雏形。中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见》提出，“十四五”期间，清香型白酒的市场规模将突破 200 万千升、1300 亿元，到“十四五”末将形成，1 个大产区、2 个百亿级品牌、N 个区域性特色品牌的超级清香矩阵。

1) 品牌层面，清香阵营正在形成由汾酒引领的“一超多强”的品牌格局：汾酒、牛栏山、红星、衡水老白干、江小白、天佑德、黄鹤楼、宝丰等逐渐成为清香阵营的主力。

表 5：清香白酒分品牌市场规模情况

规模	100 亿以上	10-50 亿	5-10 亿	3-5 亿	1-3 亿	1 亿以下
企业	汾酒、牛栏山	老白干、江小白、红星、黄鹤楼、宝丰、天佑德等	青稞、宝丰、北京二锅头、汾阳王、一但粮等	汾杏、石花、蒙古王、金门高粱	吕梁产区	其他
2022 预估(亿元)	350	200	50	50	100 亿	150
预估合计	900 亿					

资料来源：糖酒快讯，山西证券研究所

2) 价格格局，当前清香白酒价格竞争格局为 1000 元以上、400 元-800 元、100 元-200 元、20 元-50 元四个主流价格带。其中，高端市场 120 亿，青花汾酒为清香品类打开价格天花板，头部及地方强势清香企业加速高端化结构增长，近年来清香型主流竞争品牌战略性推出汾酒青花 40·中国龙、30·复兴版、汾杏青花 30、牛栏山魁盛号、红星二锅头·红星高照 1949、衡水老白干·1915、黄鹤楼·南派大清香 30 等高端新品。

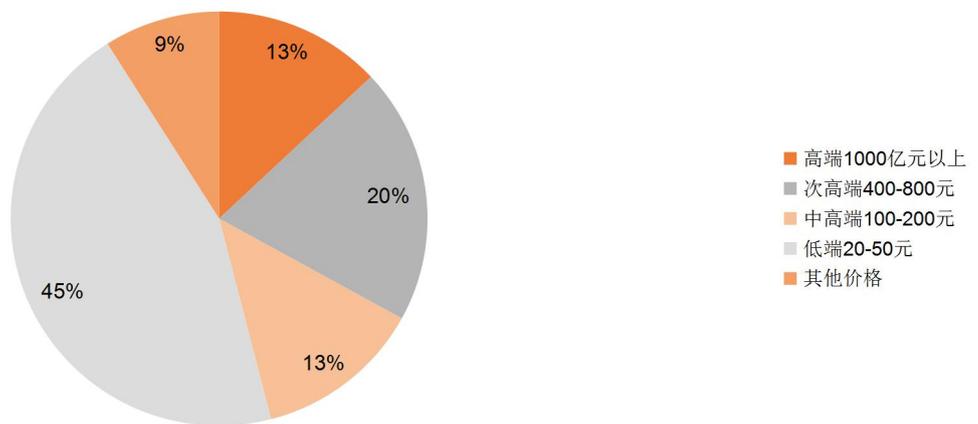
次高端市场规模 180 亿左右，青花 20 产品的价格持续上移，清香次高端迎来价格带拓宽增长红利。清香次高端价格带市场份额主要被汾酒青花 20 占据，其他清香品牌受制于品牌、地域、营销上的短板，外加强势浓香、酱香的主流品牌挤压。清香主流企业将依托于汾酒青花 20 价格上升，次高端价格留下的成长空间，带动其次高端结构增长。

中高端市场规模在 120 亿左右，中高端价格带老白汾一枝独秀，其他清香品牌区域性碎

片化割据。中高端 100-200 元价位全国化代表性产品为老白汾，通过区域市场扩容实现增长，市场竞争环境及消费环境决定了汾酒当下优势战场仍在北方，南方属于渗透占有阶段。中高端 100-200 元清香品牌主要竞争对手为洋河海之蓝、泸州老窖头曲及省级龙头/地方性强势品牌。而其他强势地产清香品牌为青海青稞银宝、衡水老白干·大青花、蒙古王金帐 6 等，但以上品牌受地域及品牌、营销资源的限制，扩张较为困难，整体规模增长相对缓慢。

低端市场规模在 400 亿左右，低端占据清香大盘半壁江山，高线光瓶结构性增长提速。低端 20-50 元价位清香主流品牌属三元竞争态势：20 元江小白风靡全国，率先实现年轻消费群体的白酒教育，以利口的口感、多元化的饮用方式和情感化营销满足年轻消费群体的需求；30-40 元汾杏近两年增长迅猛，通过建立“杏花村第二瓶美酒”的品牌竞争战略优势、精耕样板市场建立资源壁垒以及全国化扩张、央视媒介资源投放等一系列重量级组合拳快速实现规模化增长；50 元价段超级大单品玻汾通过精耕百万终端、品牌驱动及涨价策略稳步增长，坐实 50 元价格光瓶酒王者地位。近年来，去包装化消费趋势明显，在玻汾的引领下，高线光瓶酒结构性增长明显，从价格带分布层面看，玻汾成功拿下 50 元价格带大单品，40 元以内价格带属于二线、三线清香型白酒竞争的主战场。

图 26：清香板块价格带格局



资料来源：糖酒快讯，山西证券研究所

表 6：清香高端白酒上市时间

品牌	新品	价格	上市时间
山西汾酒	青花 30 复兴版	1099	2020.09
	青花中国装	1399	2018.03
	青花 40 中国龙	3199	2021.07

品牌	新品	价格	上市时间
	青花 50	5999	2018.3
衡水老白干	1915	2488	2020
牛栏山	魁盛号	1598	2021.07
红星二锅头	大师传承 1949	699	2019.07
	红星高照宗师 1949	880	2019.11
黄鹤楼	南派大清香 20	699	2021
	南派 大清香 30	1099	2021
宝丰	国色清香陈坛 35	588	2020
	国色清香陈坛 25	428	2020
石花	霸王醉 20 年窖藏	688	2019
	霸王醉君享	1180	2021

资料来源：糖酒快讯，山西证券研究所

3) 区域格局，从产区来看，清香过早实现了品类多元、价位多元、产区多元，造成了清香的“燃点”不集中，整体上热度不够突出或集中。对于清香类型白酒来说，东西南北中都有产区，根据《中国清香酒产业高质量发展白皮书》显示，目前我国拥有包括以山西汾酒为代表的山西大清香产区，以牛栏山、红星二锅头为代表的北京二锅头产区，以老白干酒为代表的衡水老白干产区，以宝丰酒业为代表的中原豫酒产区，以黄鹤楼酒业为代表的南派清香产区，以天佑德为代表的高原青稞酒清香产区、以江小白、江津酒厂为代表的西南江津产区以及以金门高粱为代表的台湾清香酒产区。

图 27：清香白酒八大产区



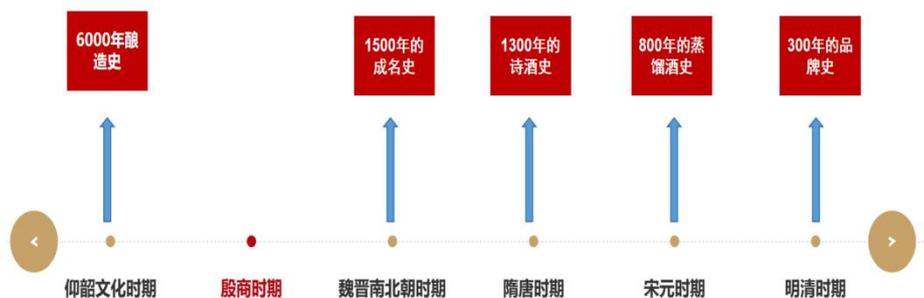
资料来源：酒说，山西证券研究所

3. 汾酒引领发展势能，清香属于温热

3.1 “汾酒酿造技艺”的传播以及质量的提升，带动 90 年代前清香热

清香型白酒，亦称“汾香型”白酒，研究清香型白酒的历史，绕不开汾酒。（一）汾酒是中国白酒产业的奠基者，是传承中国白酒文化的火炬手，是中国白酒酿造技艺的教科书，是见证中国白酒发展历史的活化石。具体来看：1) **6000 年酿造史**，山西杏花村诞生了“中国第一缕清香”，杏花村先民们用“小口尖底瓮”，酿造出中国历史上最早的人工谷物酒，从此开启杏花村 6000 年不间断酿造史；2) **1500 年的成名史**，魏晋南北朝时期杏花村所酿之酒被统称作“汾清”酒，杏花村酒名中首次出现“汾”字；3) **1300 年的诗酒史**，1200 余年前，大诗人杜牧东渡黄河，留下了“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”的千古名句；4) **800 年的蒸馏酒史**，宋元时期，中国蒸馏酒开始传播，杏花村白酒酿造工艺日趋完备，逐渐定型。至此中国白酒独有的“固态发酵、固态制曲、固态蒸馏、陶坛贮存”工艺，开启了汾酒 800 年蒸馏史。5) **300 年的品牌史**，《四库全书》中记载了一场发生在康熙 46 年隆盛空前的“中国汾酒诗会”，集中涉及杏花村汾酒诗歌有 9 首，如宋荤的“深鲤登盘美，汾酒开瓶馥郁”；王式丹的“汾酒瓮初坼，名酎不虚传”，汾酒也成为唯一载入《四库全书》的国家名酒，自此，汾酒开启了 300 年的品牌史。6) **万里茶路传汾香**，晋商的万里茶路贯穿了山西、内蒙古、河南、湖北、湖南、浙江、安徽、福建、广东、等省份，汾酒及其酿造技术在茶路上南延北伸，一轴多翼，全国各地出现了“汉汾”、“湘汾”、“鄂汾”、“豫汾”、“佳汾”、“龙汾”、“红星汾酒”、“玉泉汾酒”、“湘潭汾酒”、“南昌回笼汾酒”、“桂汾”、“茅汾”等。7) **148 年企业史**，1875 年（清光绪元年），汾阳杏花村“宝泉益”酒坊成立，汾酒进入企业时代。

图 28：汾酒的起源



资料来源：汾酒集团官网，山西证券研究所

事件	具体情况
	益易名为义泉泳。1933年，著名微生物学家方心芳到杏花村做考察，全面总结汾酒酿造工艺。
解放后荣膺国宴用酒，确定清香型	1948年9月汾酒恢复了生产，1949年6月建立了“国营汾阳杏花村汾酒厂”。1949年9月杏花村汾酒被摆到开国大典前的全国第一届政治协商会议的宴席上，从而成为新中国第一种国宴用酒。随后，汾酒厂不断扩建，产能也逐步提升。1952年汾酒在全国第一届评酒会上被评为四大名白酒之一。同年，清香型白酒定义被确定，成为最早出现的香型。
四方结队学汾珍，盛极一时	在周总理的牵头下，由轻工业部发酵所所长秦含章带领一批工程师、研究者进驻汾酒厂，进行了具有历史意义的“汾酒试点”。到1965年，试点结束后，汾酒的质量大大提高，品质的稳定性也得到了很好的提升，使得其在70年代成为当时的酒王。
称为汾老大，清香迎来国标之路	1988-1993年清香汾酒获得了“六连冠”的好成绩，称为“汾老大”。同时，清香型白酒迎来了“国标”发展之路。1989年3月《清香型白酒》国家标准发布；同年11月，《低度清香型白酒》国家标准发布。
新消费时期的市场格局重新划分	90年代以后，伴随着人们对于白酒口感多样化的追求和市场容量的逐步饱和，价格亲民口感纯净的清香型白酒市场逐渐被浓香型白酒和酱香型白酒蚕食。加之品牌营销投入不足等原因，清香型白酒的市场主导地位逐渐被浓香型白酒代替

资料来源：汾酒集团公众号，酌阅，山西证券研究所

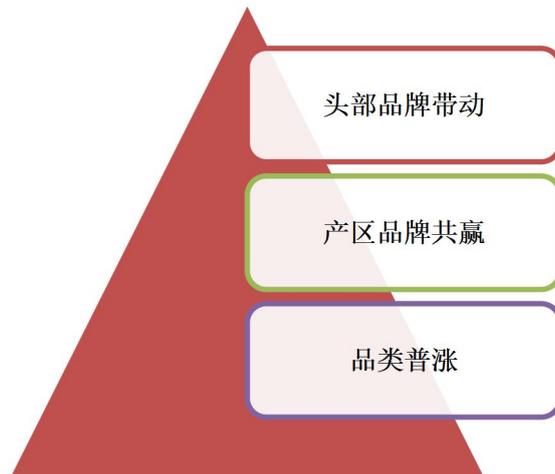
（二）和上世纪90年代清香热相比较，新一轮的“清香热”主要呈现出以下特点：一是三大主流香型（浓清酱）回归理性的大趋势下，给了清香复苏的机会。尼尔森IQ零售研究数据显示，2020-2022年间，清香型白酒在全国商超渠道中的销售额份额在白酒品类中占比分别为：7.7%、8.5%、10.2%，三年间一直稳步上升，这是消费回归理性的结果。二是清香龙头汾酒大刀阔斧的改革推动了企业自身的高速发展，在其快速发展的情况下，带动了其他清香企业发展。三是清香型企业自身在酒体上的升级，更加适应了现在消费者的口感，特别是中高端酒在品质上的升级更加明显，更加适应高端消费者的需求趋势。四是，清香型企业反思学习了其他香型在经营管理上的做法，提升了营销水平。最后这轮清香回暖是中高热，而不是简单重复过去的低端热、光瓶热。

3.2 清香目前还处于蓄势阶段，龙头形成期

清香热演绎顺序为：汾酒热-产区热-品类热。从白酒的品类发展轨迹来看，需要经历三个阶段，第一阶段是头部品牌的带动；第二阶段是泛头部品牌（或产区品牌）的共赢；第三阶段是整个品类的普涨。所以，从表现上看，“汾酒热”先是带动了“产区热”，然后才带动整个

清香品类酒企的发展。虽然大部分清香企业随着汾酒复兴带来的清香氛围，比如牛栏山、红星、衡水老白干、江小白、天佑德、黄鹤楼、宝丰、津酒、石花、蒙古王、金门高粱等大清香品类企业加速发展与布局。但是在新的机遇面前，清香目前还处于蓄势阶段。

图 30：白酒品类发展轨迹



资料来源：糖酒快讯，山西证券研究所

1) 汾酒热是由汾酒老大历史积累释放和高速发展造就的。但其绝对规模、高端规模与酱香茅台和浓香诸强相比，还未达到行业“三强。青花汾酒高端占比还未到行业前三，如果汾酒老大高端化体量突破 300 亿，整体销量突破 500 亿，可能形成规模优势和引领力量。

2) 未形成龙头产区。汾酒的高端化和全国化推进过程中，众多二三线清香品牌仍然是各自为战，如河北的衡水老白干、山西的汾阳王、内蒙的余太等品牌销量更多集中在本土市场；牛栏山虽然全国实现百亿产值，但销量更多集中浓香的陈酿产品上，清香品类缺乏产区认知，不利于清香整体影响力的扩大。

3) 相比酱酒热，清香的产区概念没有成型。“离开茅台镇酿不出茅台，也酿不出好酱酒”的观点，在长期的消费输出中形成了固有认知，让不可复制的自然资源成为酱酒品类制胜的法宝之一。在消费者认知当中，清香型白酒的酿造与不可复制的自然资源之间没有内在联系，这也就失去了排他性的天然屏障。

4) 清香香型稀缺性不够。清香香型虽然贵为香型之源，但由于发酵周期较短，出酒率较高，在工艺复杂度和产能稀缺性上比酱香还有一定的差距，给消费者带来香型稀缺性较弱的主观认知，这让清香的定价权受到一定的抑制。

5) 清香阵营阶梯化品牌力量薄弱。清香的核心产区杏花村内，汾老大是一骑绝尘，汾阳王全国化崭露锋芒，在清香热下，能够激活和唤醒的品牌很少，在短时间内不能和汾老大构成

阶梯化力量。

3.3 清香能否复制酱香热

(一) 贵州省仁怀市为酱酒核心产区，年产能超 30 万吨。贵州是中国酱酒的原产地和主产区，酱酒产地主要集中在赤水河流域，核心产区位于仁怀、习水。2022 年，全国酱酒产能约 70 万吨，其中仁怀产区总产能为 38 万吨，占比超过 50%，拥有茅台酒、国台、钓鱼台等知名品牌酒厂；习水产区已形成超 15 万吨的产能规模，拥有茅台系列酒、习酒、贵州安酒等品牌酒厂。另外，四川省的泸州、宜宾、遂宁、大邑、邛崃等地均有酱酒厂分布，整体年产能约 10 万吨，已成为仅次于贵州的优质酱酒产区。

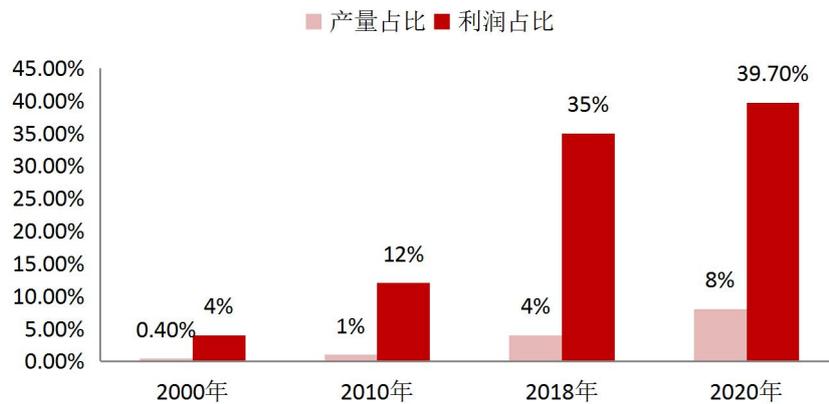
图 31：赤水河流域酱酒企业分布



资料来源：酒说，山西证券研究所

酱酒热首先是茅台热引领，来源于茅台需求的溢出和迁移。高质量的茅台“故事”更容易被广泛传播，也潜移默化形成了大众对茅台品质优秀和高端形象的认知，在市场“茅台热”真正到来之前，通过故事传播，茅台酒已经有了深厚的群众基础。尤其在 2012-2015 年，茅台成交价有所下跌后开瓶率提升，消费者有更多的机会接触茅台，逐渐形成口感依赖，为酱酒热奠定了需求基础。2019 年以来，一方面，产区和工艺特点限制了茅台产能释放，茅台供给有限叠加高端白酒的商务消费刚性，使其一瓶难求，需求溢出至同品类白酒；另一方面，供不应求推升了茅台价格，目前单瓶成交价 2700 元左右，与其他酱酒品牌的性价比凸显。

图 32：酱酒与白酒行业产能和利润占比情况



资料来源：酒业家，山西证券研究所

标准化是酱酒品类快速传播的原因。酱酒以茅台为标准，根据产区、原料、工艺、故事等方面与茅台的接近程度，形成定价机制，我们认为酱酒能够快速传播的原因。1) 产区上标准化：以茅台产地为中心，形成酱酒的“出身”和“门第”概念。茅台镇 7.5 平方公里为酱酒的核心产区，贵州省仁怀市为酱酒中心产区，赤水河流域为酱酒黄金带，即以茅台产地为圆心向外围扩散。2) 原料上标准化：需使用茅台镇及周边的糯高粱，即红缨子高粱。糯高粱主要产于贵州省仁怀市境内，少数产于与仁怀市相邻的地区，包括仁怀、习水、金沙和遵义市汇川区。3) 工艺上标准化：采用“12987”的坤沙生产工艺，三年陈酿、五年一周期。茅台酒的生产工艺为“12987”坤沙工艺，采用贮存期不少于 6 个月的大曲，生产中历经两次投粮、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒，生产历时一年。取出的原酒于陶坛贮存三年后勾兑调味，再储存一年才能包装出厂，从投料到产品出厂不少于五年。4) 故事上标准化：强调与茅台的历史和文化联系，比如茅台镇酱香酒的红色文化，1915 年，茅台酒在巴拿马万国博览会上荣获金奖，茅台镇也因此被誉为“中国第一酒镇”，红军在长征过程中，也到过茅台镇，茅台镇不但酒文化浓厚，红色文化也影响深远。

酱酒行业规模超 2000 亿元，格局一超多强。目前我国酱酒行业主要公司可分为五个梯队，其中 1) 超级航母：根据贵州茅台披露：2023 年茅台股份公司预计实现营业收入 1495 亿元，同比增长 17.20%；预计实现净利润 735 亿元，同比增长 17.2%；2) 两家头部企业：四川郎酒和贵州习酒 2023 年营收均超过 200 亿元；3) 三家主流企业：贵州国台、贵州珍酒、茅台保健酒业营收约在 50-70 亿元之间；4) 两家重点企业：贵州金沙窖酒厂、贵州钓鱼台国宾酒业营收约在 15-25 亿元之间；5) 多家二线酱酒企业：广西丹泉、湖南武陵、仁怀酱香酒、贵州酣

客君丰、肆拾玖坊、岩石股份 2023 年销售回款均超过 10 亿元。

表 8：主要酱酒企业数据

规模	数量	企业
1000 亿以上	1	贵州茅台
100-1000 亿	2	贵州习酒、四川郎酒
50-100 亿	2	贵州国台、贵州珍酒
30-50 亿	2	贵州金沙窖酒、贵州钓鱼台国宾酒业
10-20 亿	9	仁怀酱香酒、广西丹泉、贵州酣客君丰、贵州金酱酒业、湖南武陵、肆拾玖坊、衡昌烧坊、四川仙谭酒业、川酒集团（酱香部分）
5-10 亿	多家	贵州夜郎古酒业、贵州安酒、贵州醇酒厂、云门酒业、贵州国威酒业、贵州无忧酒业等

资料来源：酒业家，山西证券研究所

（二）清香不太可能复制酱香热

1) 清香品类繁荣看二线，二线阵营的活跃度决定清香品类全国繁荣度。酱酒品类的兴起，是典型的“龙头带动+腰部起势”的发展模式，我们从酱香崛起可以看出，茅台很早就坐上了行业龙头老大的宝座，但酱香依然在一定时间内没有热起来，真正助推酱香火热的最终还是习酒、金沙、钓鱼台等二线的酱酒企业，进而对整个酱酒品类和其他中小酱酒企业形成拉动作用，实现了品类快速扩容。反观清香品类，虽然本轮起势也得益于龙头企业汾酒的引领，但具体到清香内部却未形成强有力的第二阵营助推。

2) 清香品类产区价值表达体系不够。除了“龙头带动+腰部起势”发展模式助推外，还得益于以茅台为首的领军企业共同构建了酱酒品类的价值表达体系，完成了“酱酒核心产区”概念的输出。毕竟，当前白酒的竞争不仅仅局限于产品层面，更体现在更高纬度的产区价值表达层面。而清香品类目前还没有形成类似酱酒这一套带动整个品类发展的、完整的价值表达体系。同时，在消费者认知当中，清香白酒的酿造与不可复制的自然资源之间也没有形成强有力的内在联系，这也让其在某种程度上失去了排他性的天然屏障。此外，相较于主流酱酒企业集中在赤水河流域，清香主流企业则分布极其分散，汾酒位于山西、宝丰酒业位于河南、黄鹤楼酒业位于湖北，以及北京的二锅头酒、河北的老白干酒、重庆的江小白等，这也是清香品类很难形成大产区概念输出的另一个关键原因。

3) 清香外拓价位和酱香不同。都在从核心产区走向全国，酱香是次高端价位，清香是中低端价位。清香长期的价位还是维持在中低端价位不变，面临全国化的挑战，同样面临高端化的挑战，因为以前我们对清香的认知价格偏低。发现：一是汾酒是清香品类的天花板，目前汾

酒还是在高端市场努力；二是，如果现在的清香型企业出去主打中高端价位酒，各省都是卧虎藏龙。所以清香未来一定会高端化，清香高端化最大的障碍是品类价值表达的缺失。

4) **清香和酱酒的营销模式不同**。酱香初期是圈层营销，是小众营销，价位比较高，所以这种产品匹配圈层营销是比较合适。但这一路线却不适合清香，因为清香主打中低端价位段，严格来讲，核心匹配的营销模式还是以渠道为核心。

5) **主线产品运营商模式是加速器**。主线产品营销模式是主模式，当下最好的模式是开展主线。现在好多清香招的都是小商，走出山西找到的经销商，都是中小商，现在需要大量扩大市场规模，但是小经销商实力不行，这就是现在面临最现实的问题。清香未热，大商还在观望，大商手上都攥着畅销品牌，这种背景下，主线产品的运营商模式是清香品类在全国化进程中的首选模式。

总之：无论是大产区的价值表达，还是品牌第二阵营的支撑，亦或是对全价格带的布局，目前清香品类都很难复制酱酒品类崛起的发展路径。

4. 清香型白酒行业复兴之路

任何品类都具有天然的超级赛道，即最适合该品类的品牌发展、具有更大规模的市场。“清香热”的本质当分主次两个层面来看：主的层面是消费者的健康需求，并且被疫情所进一步强化。次的层面，则是商家追求利润的需求，在酱香热回归理性，非名酒的高价酱酒难以支撑和动销的状况下，商家需要有新的品类来担当新的“利润发动机”。

4.1 核心产区赋能，清香白酒腾飞

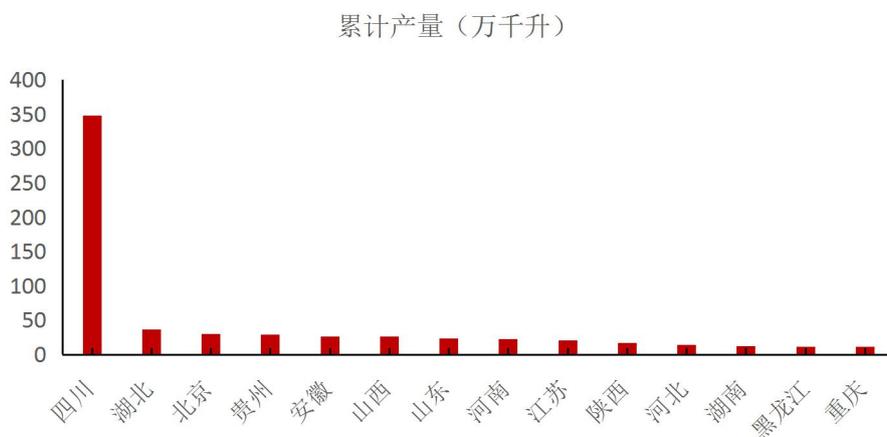
一个品类走向大热需要一个“产区性组织”进行“系统性驱动”，未来形成吕梁产区为核心，多产区并行的清香产区模式。强势的产品和品牌，是区域化形成的根本；香型“标定”将优势进一步放大，形成规模与区域优势，同时，也推动和催生同类品牌群的成长；在政策与产业的扶持下，最终形成产区优势与区域协同的合力，开始走向全国市场；最终产区形成IP符号扩大影响力，带动该产区的特色酒整体得到全国市场的青睐。纵观近年来各品类发展，赤水河流域酱香酱香型白酒核心产区与四川浓香型白酒产区早已成为香型与产区结合的典范。如今，当清香型白酒产区概念提出，未来以山西为核心，多产区并行的清香型产区模式，也将为清香型酒企抱团实现竞合发展格局，提供强有力的支撑。

清香型白酒正迎来了“向上产区崛起、向下品牌新生”的机遇。汾阳作为我国最大的清香

型白酒基地和世界十大烈酒产区之一，已经站在了构建新发展格局的战略机遇期和国家放开白酒产能的关键窗口期。大曲清香核心产区杏花村，周边吕梁汾阳，山西省乃至整个沿黄河流域、华北五省等消费市场都有望被纳入到清香白酒区域化的版图。杏花村镇应紧跟市场热度，将锚定打造世界酒城、建设杏花村酒都的目标，大力着手建设清香型白酒核心产区，从原料基地、品牌建设、产业集群、平台搭建、酒旅融合、政策扶持等多维度入手，推地白酒产业发展。一个品类从热到沸，离不开除了龙头品牌以外多品牌的高速增长与核心支持，需要成就一个百花齐放的多元清香市场，而当前的清香型白酒正迎来了“向上产区崛起、向下品牌新生”的历史性机遇。

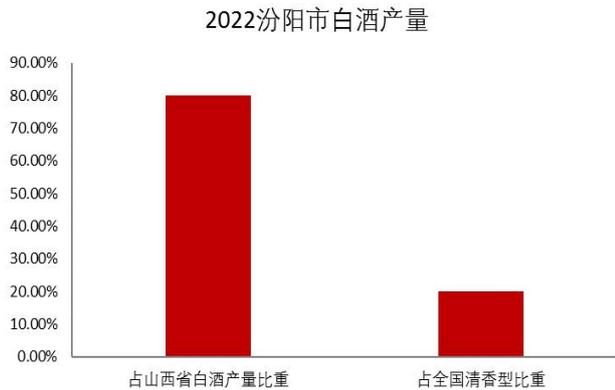
培育杏花村汾酒专业镇，助力核心产区崛起。全国有 27 个省市生产白酒，其中，白酒产量排名前十的省份是四川、江苏、湖北、北京、安徽、河南、山东、贵州、吉林、山西省。我国长江上游和赤水河流域的贵州怀仁、四川宜宾、泸州三角地带、以及山西汾阳有着全球规模最大、质量最优的蒸馏酒产区，其白酒产业集群扛起中国白酒产业的半壁河山。白酒产业是汾阳市的特色优势产业，也是支柱产业。汾阳杏花村被誉为“中华名酒第一村”，是国家质检总局批准的全国清香型白酒知名品牌创建示范区，以杏花村汾酒为代表的清香型白酒，有 6000 年的酿造史。截止目前，汾阳市拥有“汾”“竹叶青”“杏花村”“汾阳王”4 个中国驰名商标和“汾杏”等 19 个省级著名商标。2022 年，汾阳市白酒产能达 19.5 万千升、产量 17.7 万千升、产值 201.5 亿元，分别占吕梁市的 50%、87%、85%，产量占全省的五分之四，全国清香型白酒的五分之一。而汾酒集团产量占比 70%、产值占比 96%。

图 33：2022 年白酒各地产量情况



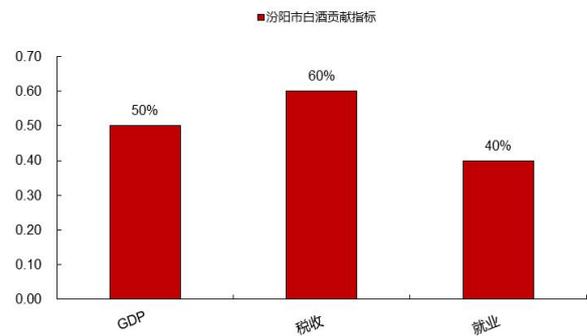
资料来源：酒教主，山西证券研究所

图 34：汾阳市白酒产量占山西全省产量 80%



资料来源：汾阳市政府官网，汾阳市融媒体中心，山西证券研究所

图 35：白酒产业贡献汾阳市 50%的 GDP



资料来源：山西省政府官方网站，山西日报，山西证券研究所

参考酱香型白酒的发展，山西之于清香型白酒的地位，正如贵州之于酱香型白酒：吕梁与遵义、汾阳与仁怀，在清香型和酱香型白酒中的地位都是对等的；杏花村镇也正如茅台镇，杏花村镇东堡村对应的则是茅台镇 7.5 平方公里核心产区，是各自香型不可复制的核心产区。从全国来看，遵义、宜宾、泸州、宿迁等白酒核心产区都在政府支持引导和龙头企业带动下积极推进具体的产区产业发展目标，产区竞争也将成为白酒产业未来发展的常态。作为清香型白酒核心产区，以杏花村汾酒专业镇建设为重要契机，在振兴清香白酒的大道上，汾酒的“领头雁”作用不可忽视，同时，依托汾酒，塑造产区概念、强化清香型矩阵也至关重要。培育杏花村汾酒专业镇是塑造产区概念，引领汾阳乃至吕梁清香型白酒产区崛起，是拉动清香型阵营第二梯队发展的重要一步。

政府多层次扶持，助力专业镇发展。近 20 年，贵州、四川省委省政府以及宜宾、泸州、宿迁、亳州市委市政府，一直把酒业发展作为当地经济的主要抓手。主要领导亲自挂帅，在政府和企业的共同努力下，把酒业打造成当地经济社会发展的重要增长极。打造特色专业镇意义重大，是加快产业转型升级的客观需要，是推进市场主体倍增的有效载体，是充分发挥山西省特色优势、锻造发展长板的内在要求，是推进新型城镇化、带动就业增收、促进共同富裕的重要途径。山西省政府出台了《山西省促进专业镇高质量发展实施方案》和《山西省支持专业镇高质量发展的若干政策》，为山西省专业镇高质量发展提供了坚强支撑；吕梁市也将出台相关 17 条支持政策，这些措施的出台将有力地推动汾阳市白酒产业做大做强。

表 9：省市县政府支持专业镇发展政策文件

级别	地市	政策名称	印发或者制定时间
省级政策		《山西省促进专业镇高质量发展实施方案》	2022.9.26

		《山西省支持专业镇高质量发展若干政策》	2022.9.26
市级政策	吕梁	《吕梁市促进专业镇高质量发展实施方案》	2023.4.23
县级政策	汾阳	《汾阳市推进“杏花村汾酒”专业镇高质量发展三年行动计划》	2022.10.25

资料来源：山西省人民政府及吕梁、汾阳市政府官方网站，山西证券研究所

同时，产区外溢效应体现，助推产区外企业拥抱品类红利。在产区的发展趋势上，汾酒火、清香热，向产区集中趋势明显，清香新浪潮以山西为核心逐步向全国“蔓延”。产区龙头汾酒加速向行业三甲地位回归，二三线品牌将持续承接产区发展优势的红利，获取汾酒释放出巨大成长空间。在产区内企业欣欣向荣的基础上，产区外清香白酒企业也获得了不错的发展，从目前的发展趋势看，在汾酒的引领下，汾阳王、庞泉等吕梁板块以及牛栏山、红星、老白干、宝丰、黄鹤楼等大清香阵营开始协同发力、阔步前行，并渐入佳境。

表 10：清香白酒产区外溢效应体现

产区分类	杏花村核心清香产区	其他产区
产区品牌	汾酒、汾阳王、汾杏、杏花村、汾州、青花瓷、汾蕴，汾清、东杏、古杏、杏花、青花、青兰芳、晋泉、乔家大院、晋善晋美、庞泉	牛栏山、红星、永丰、江小白、黄鹤楼、宝丰、衡水老白干、天佑德青稞酒、一担粮白水杜康、金门高粱、石花、蒙古王、鄂尔多斯、醉清风
预计 2025 年	预计 500 亿	预计 400 亿

资料来源：酒业家，山西证券研究所

4.2 一高一低带中间，清香复兴结构特征

青花系列已具备体量优势，带动清香价值回归。酱香热的本质并不是消费者需求导向，而是经销商为主导的渠道需求，进而引发消费热，慢慢跟进与升温。青花汾酒是清香品类目前的标杆，正如飞天茅台之于酱香品类，一个品类的崛起往往由一款产品撬动，青花汾酒具备撬动清香品类崛起的实力。目前青花系列已经过百亿，其中汾酒青花 20 和青花 25 销售额突破 80 亿，在次高端价位已经具备体量优势。中期维度看，青花系列需求天花板将打开。1) 千元价位带方面，汾酒成立青花汾酒事业部，属于高端事业部，专门运作青花 30 和 40、50，青花汾酒 30 复兴版的进一步放量将带动清香型白酒产品的消费价值回归，也带动整体清香型加速规模化放量。2) 在 400-800 元档次高端方面，一二线名酒、省级龙头、酱酒阵营竞争白热化、碎片化趋势凸显，青花汾酒 20 将保持较高增幅，从而进一步带动清香型的中高价位产品消费和消费价值的提升。

低端消费迭代推动，形成品类替代升级潮。品牌认知升级带来了品类替代。从品类上看，过去十年低档东北酒 10—20 元的产品，被以二锅头品类为代表的品牌产品替代了，低档酒的

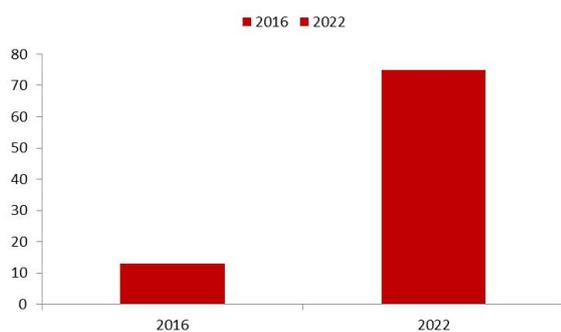
光瓶品类是整体升级，导致东北地产酒大范围下滑。与此同时，当前市场上，汾酒的玻汾正在全面崛起，成为中高线品质光瓶酒领跑品牌。从趋势上看，当 40-100 元中高线光瓶成为主流后会带动一大批清香产区企业和区域性地方名酒企业的中高线光瓶产品的发展。同时，汾酒玻汾的持续提价会释放市场产区活力，给产区中小型企业留下生存空间，价格带成熟后会释放费用优势弥补渠道利润和市场费用投入，也会推动“品类替代+价格升级”趋势的进一步形成，品类群体性替代成为重要趋势。

图 36：光瓶酒的四个阶段



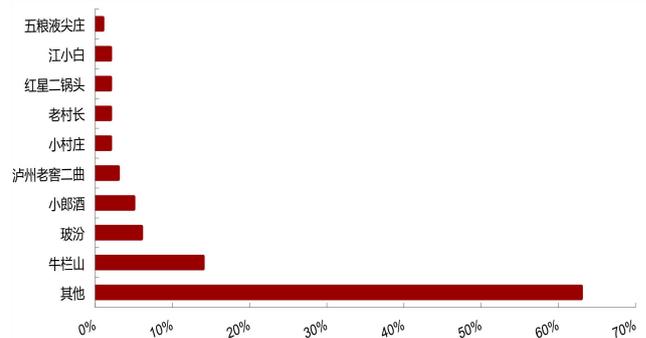
资料来源：卓鹏战略咨询，山西证券研究所

图 37：玻汾销售情况



资料来源：酒业家、渠道调研，山西证券研究所

图 38：2021 年中国光瓶酒行业市场份额



资料来源：纳食，山西证券研究所

4.3 清香新国标执行，催动升级的步伐

2023 年 2 月 1 日，由国家标准化管理委员会发布的《GB/T 10781.2-2022 白酒质量要求第 2 部分：清香型白酒》开始执行，《GB/T 10781.2-2006 清香型白酒》同时废止。这是清香型

白酒旧国标实施了 16 年以来首次大幅度调整，此次执行的新国标强调固态酿造，更改了清香型白酒定义、感官要求、理化要求，删除了产品分类、卫生要求。第一，更改了清香型白酒定义，强调了清香型白酒以粮谷为原料，并且在原有标准基础上明确了清香型白酒生产采用大曲、小曲、麸曲及酒母等为糖化发酵剂，以缸、池为固态发酵容器，同时规定不得直接或间接添加食用酒精和其他非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质；第二，删除了产品分类，不再有高度酒与低度酒之分，与国际标准同步；第三，更改了感官要求，不再强调以乙酸乙酯为主体复合香，改用粮香、花香、果香等自然复合香来进行描述，让消费者更易建立对清香白酒的美学品质感知；第四，更改了理化要求，酒质分级在优级、一级基础上，增加特级等级；酒精度扩展，由原先的 25%vol——68%vol，扩展到 21%vol——69%vol；第五，删除了卫生要求，按国家相关食品安全标准执行，并要求在标签上标注产品类型为“固态法白酒”。

1) 消费群体年轻化、个性化等成白酒消费主流趋势，健康化“不上头、不干喉、低醉酒、醒得快”是核心诉求。中国酒业协会调查显示，清香型白酒消费人群中，21-30 岁的群体消费增速最快，年轻人成最大消费潜力人群，清香型白酒企业应更多地满足年轻群体的消费需求。另外，消费者核心诉求是不上头、不干喉、醒得快。

2) 清香纯酿成本优势大。无论是整个行业的白酒新国标，还是现在的清香新国标，强调纯粮、固态酿造的标准，都推动了白酒行业整体产品品质提升，解决了大众消费者喝上纯粮好酒的基础需求。但相对其他香型，清香生产周期短，工艺相对精湛，生产成本相对较低，拥有明显的成本优势。

3) 精致“品质表达”，强化清香产品商务占位，助推结构化升级。酱酒以时间溢价出圈，浓香成型了基于口感的品类表达，清香白酒凭借口感爽净和性价比高成为大众消费的新选择，但在高端价值上，清香白酒一直消费者认知较低。而新国标针对清香特级酒体、优级酒体及一级酒体清晰的酒体描述，给清香型白酒未来向上发展拓展高端及超高端空间，提供可清晰的酒体标准依据。进而打造高端、稀缺形象，抢占商务宴请、礼赠市场，从而进一步促进清香型白酒的全面复兴。

表 11：清香新国标感官要求新旧标准对比

新标准 (GB/T 10781.2-2022)			旧表准 (GB/T 10781.2-2006)			
项目	特级	优级	一级	项目	优级	一级
色泽和外观	无色或微黄，清亮透明，无悬浮物，无沉淀，无杂质			色泽和外观	无色或微黄，清亮透明。无悬浮物，无沉淀	

新标准 (GB/T 10781.2-2022)			旧表准 (GB/T 10781.2-2006)			
香气	清香纯正,具有陈香、粮香、曲香、果香、花香、坚果香、芳草香、蜜香、醇香、焙烤香、糟香等多种香气形成的幽雅、舒适、和谐的自然复合香,空杯留香持久	清香纯正,具有粮香、曲香、果香、花香、坚果香、芳草香、蜜香、醇香、糟香等多种香气形成的清雅、和谐的自然复合香,空杯留香长	清香正,具有粮香、曲香、果香、花香、芳草香、醇香、糟香等多种香气形成的复合香,空杯有余香	香气	清香纯正,具有乙酸乙酯为主体的优雅、协调的复合香气	清香较纯正,具有乙酸乙酯为主体的复合香气
口味口感	醇厚绵甜,丰满细腻,协调爽净,回味绵延悠长 醇厚绵甜,协调爽净,回味悠长	醇厚绵甜,协调爽净,回味悠长	醇和柔甜,协调爽净,回味长	口味	酒体柔和协调,绵甜爽净,余味悠长	酒体较柔和协调,绵甜爽净,有余味
风格	具有本品的独特风格	具有本品的典型风格	具有本品的明显风格	风格	具有本品典型的风格	具有本品明显的风格
当酒的温度低于 10 °C时,允许出现白色絮状沉淀物质或失光;10 °C以上时应逐渐恢复正常。			当酒的温度低于 10°C时,允许出现白色絮状沉淀物质或失光。10°C以上时应逐渐恢复正常			

资料来源:选酒师,国家标准化管理委员会,山西证券研究所

4.4 资本助推, 清香品类步入发展快车道

因为清香白酒基酒价格低,目前市场热正在不断升温,越来越多业内外的投资人看上清香白酒的市场价值洼地,纷纷布局清香型白酒市场的产业链上下游。集聚于茅台镇的资本热正在消退,杏花村镇开始上场,对商家而言,酱酒里面茅台很难拿到代理权,清香里面想拿到汾酒的青 20 或者玻汾的代理权也很难,但每个品类都产生了第二品牌、第三品牌,并且发展迅速,成长空间大。尤其是各种传统白酒渠道商,正在加入进入清香品类,比如说酒仙集团、1919 酒类连锁、香港天幕等一众白酒行业大商采购团也纷纷入驻杏花村。

5. 重点公司推荐: 山西汾酒

山西汾酒开启全新时代。2017 年以来,公司通过体制机制改革持续深化,汾酒已经由外部驱动转向自驱动发展阶段。具体来看:2016 年是汾酒改革的蓄势期,也是收集拼图块的过程;2017 年至 2019 年,是汾酒改革的发力期,是大刀阔斧梳理、重树拼图的过程(2017 年可称作是改革的顶层设计期,2018 年则是改革的深入实践期,2019 年是汾酒改革的攻坚期);2020 年是汾酒改革的巩固期,拼接出了复兴的雏形,汾酒开启全新时代。

市场战略迭代升级,深入拓展市场。2017 年省外市场渠道建设处于初期,2017 年公司以时间换空间,将增长压力放到省内,2018 年汾酒将聚焦发展“1+3”板块市场,并制定 3 个

亿元市场和 20 个机会市场;2019 年省外汾酒区域战略目标由 13320 战略转变为 13313 战略,再转变为当前的 1357 战略,深度开发区域,进一步扩大省外市场。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,其中长三角、珠三角保持较快增长。经过数年发展后,汾酒的全国化进程实现了三个阶段的跨越,目前已经基本扫清了国内空白市场。我们认为汾酒的全国化战略战术执行得当,汾酒的全国化呈现出“以点带面、从线到片,层层递进”的特征,颇有“大军南下”之势。

表 12: 市场战略变化情况

市场战略布局	具体表现
13320	1: 山西大本营; 3: 三大环山西板块市场京津冀、鲁豫、陕蒙; 3: 三个亿元市场辽宁、广东、海南; 20: 20 个细分小市场, 如新疆乌鲁木齐, 宁夏银川, 广西南宁, 江西抚州, 福州晋江等。
13313	1: 山西大本营; 3: 三大环山西板块市场京津冀、鲁豫、陕蒙; 3: 三小市场板块华东、两湖、东南; 13: 13 个机会型省外市场
1357	在巩固“1+3”板块(山西市场、京津冀板块、豫鲁板块、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。
1357+10	进一步扁平区域组织, 全国范围内选出的 10 个直属管理区域, 助推本土营销实现突破。

资料来源: 世界晋商网, 酒说, 酒业家, 山西证券研究所

虽然受经济周期波动以及人事变动, 汾酒的核心竞争优势延续: 1) 从香型发展来看, 在清香龙头汾酒的引领下, 清香型白酒已爆发出强劲的增长势能, 清香品类正加速扩容, 而培育杏花村汾酒专业镇正是塑造产区概念, 龙头公司有望乘势而上, 大清香强势而归; 2) 青花系列已具备体量优势, 高端化可持续。目前青花系列已经过百亿, 其中汾酒青花 20、和青花 25 收入突破 80 亿, 在次高端价位已经具备体量优势。中期维度看, 新周期下白酒高端化及消费升级的趋势大概率将延续, 青花系列需求天花板将打开。3) 从 2017 年汾酒开启国企改革, 品牌力、渠道力、管理体系等基本已经搭起来, 市场化机制已经内化为企业文化, 而公司人员对于汾酒复兴总纲领、十四五目标以及营销战略已形成共识。

公司将围绕“13348”经营思路, 经营策略灵活可控, 产品和区域结构逐渐演绎, 助力公司高质量发展。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确, 业绩确定性强。因此, 未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化, 利润增速高于收入增速, 净利率有望不断提高。预计 2023-2025 年公司归母净利润 104.92 亿、137.06 亿、176.02 亿, EPS 分别为 8.60 元、11.23 元、14.43 元, 对应 2024 年 3 月 4 日股价, PE 分别为 27.5 倍、21.1 倍、16.4

倍。维持“买入-A”评级。

6. 风险提示

1、宏观经济波动风险：经济增速回暖不及预期，或将影响消费修复不及预期，导致消费品增速不及预期。

2、行业竞争风险。随着白酒行业集中度提高，白酒企业竞争将更加激烈。

3、产业政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对行业产生影响。

4、山西汾酒相关风险。商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，青花 30 复兴版拓展不达预期风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报

告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

