

后 300 亿山西汾酒的势能、动能、储能

2024 年 05 月 17 日

本期内容提要：

- ◆ **势能延续。未见颓势。**1) **名酒势能。**名酒企业如果科学经营，其蕴藏的品质品牌文化势能就有望释放出覆盖全国的能量，在市场上表现为名酒集中度的提升。2) **清香势能。**上个世纪七八十年代，清香白酒的市场份额高到 70%，四十年时间降到当前 12% 左右。以汾酒为代表的清香型白酒，需要进一步强化和扩大品类优势。3) **汾酒势能。**汾酒既要承担品类的责任，更要承担品牌的责任。玻汾销售量的突破是清香品类发展的根本基础。同时青花汾酒成为百亿大单品系列，二者的叠加不是简单的加法而是乘法。名酒势能和清香势能的乘数决定了汾酒持续发展，但是如果汾酒势能转换速度太快，则势必会衰减。因此，其科学经营主要体现在：第一，战略自由度高，不断推动战略协同与管理优化。在行业周期调整的环境下，公司充分利用清香品类差异化、多价位带产品矩阵、名酒集中化三大优势，在量价平衡和区域协同平衡中多措并举，灵活调整营销政策，销售配额动态平衡，把控市场节奏，迎来了一季度良好的开局。第二，产品策略动态调整，产品持续升级。汾酒中高端产品的占比逐年提升，青花汾酒 2023 年已经达到 46%。
- ◆ **动能有所下降，有待提升。**1) **渠道：**汾酒 3940 家经销商，120 万家终端是汾酒市场的根基，保持渠道动能不输于竞品是保持健康可持续相对高增速的关键。如何持续保持经销商盈利能力，避免出现经销商增量不增利润的现象，为改革重点。汾酒公司已经积极采取了渠道费用模式变革，2023 年 10 月份全国推广“汾享礼遇”模式，通过模糊奖励等统一思想，形成共识，坚决落地执行，提升科学营销水平。2) **团队：**汾酒人才体系相对封闭，在运作高端产品如青花 30 及以上产品过程中，需要不断提升 C 端的运营能力，培育意见领袖，这是公司目前的短板。我们认为公司可以通过在关键岗位向全国范围内对外招聘人才；借助外脑如咨询公司，经销商联谊会等举措弥补自身团队的不足。
- ◆ **储能充足，有待释放。**1) **产能：**产能事关汾酒复兴大计，是产品品质的根本保障。相比头部其他品牌，老酒储备不是汾酒的明显优势，2030 技改项目如期高质量完成后，产能有望逐步释放。2) **品牌：**公司拥有汾酒、竹叶青酒、杏花村酒三个国家品牌。这既是汾酒的优势，也是实现弯道超车的机会。目前看，“一体两翼、多品牌经营”的策略尚未见效，“两翼”中杏花村、竹叶青尚未成型，仍在探索。3) **文化：**汾酒深厚的文化底蕴，在行业内是少有的。以文化为纽带，不仅要通过文化为品牌赋能，更要以文化凝聚人心，最终构建消费者、员工、企业及各相关方共赢的文化共同体。如何发挥好文化优势，坚持“中国酒魂、活态为魂”的文化发展定位，是汾酒未来发展的重中之重。4) **管理：**以袁清茂为核心的新一届管理层调整到位，汾酒将以全新的姿态开启新的发展阶段。
- ◆ 我们认为公司具有较高的战略自由度，占据天时地利的优势，如果能够做到稳中求进，精准把控市场节奏，增强落地执行力，持续强化长期势能，提升动能，释放储能，则汾酒复兴指日可待。
- ◆ 风险因素：食品安全风险、行业竞争加剧

2023年汾酒营收首次突破300亿，净利润首次突破百亿大关。我们认为在2024年中国白酒行业或将形成“茅五汾”的三分天下的新格局，作为一家富有历史底蕴的酒企，我们从汾酒的势能、动能、储能角度，详解如何科学经营释放汾酒的能量，实现汾酒的全面复兴。

一、势能：

2023年11月汾酒经销商大会袁清茂董事长详细阐述了汾酒的三大势能，分别是名酒势能、清香势能、汾酒势能。

- 一是名酒势能。一直以来，名酒企业都有品质势能、品牌势能、文化势能。这样的能量，须通过科学经营才能转化为经营成果。名酒企业如果科学经营，其蕴藏的品质品牌、文化势能就有望释放出覆盖全国的能量，在市场上表现为名酒集中度的提升。
- 二是清香势能。上个世纪七八十年代，清香白酒的市场份额高到70%，四十年时间降到当前12%左右。以汾酒为代表的清香型白酒，需要依靠科学经营，让更多的消费群体了解和关注清香型，看到清香势能。
- 三是汾酒势能。汾酒既要承担品类的责任，更要承担品牌的责任。玻汾销售量的突破是清香品类发展的根本基础。同时青花汾酒成为百亿大单品系列，一个性价比属性的大单品的势能和—个高端属性的大单品势能叠加在一起，不是简单的加法而是乘法。

名酒势能和清香势能的乘数决定了汾酒持续发展，但是如果汾酒势能转换速度太快，则势必会衰减。袁清茂董事长强调汾酒的科学经营体现在以下几点：

1、战略自由度高，不断推动战略协同与管理优化

在行业周期调整，消费疲软的环境下，公司充分利用清香品类差异化、多价位带产品矩阵、名酒集中化三大优势，在量价平衡和区域协同平衡中多措并举，灵活调整营销政策，销售配额动态平衡，把控市场节奏，迎来了一季度良好的开局。1) 全国一盘棋，省内省外协同发力。2023年上半年在面对管理层变动、价盘不稳定的不利环境下，公司调整销售策略主动应对挑战，引领省内产品结构升级，给省外缓压，所以省内增速快于省外；下半年涨价后市场价盘回升，省外加速发展，市场表现亮眼。2) 多价位带产品交替发力。上半年青花系列产品尤其是青花30复兴版控量保价，公司通过增加玻汾、老白汾、巴拿马等中低端产品投放以缓解增长压力；下半年产品提价，市场价盘回升后又加大青花系列投放量。10月渠道费用变革，推出“汾享礼遇”模式，全年青花系列实现收入约146亿，量价齐升。

2、产品策略动态调整，青花汾酒战略持续升级

1) 青花汾酒发展历史：

青花汾酒在1994年汾酒上市当年就已开始研制，第一瓶青花汾酒1995年推出，但其包装为850mL的大规格装青花30（俗称“大兰花”）。直到1998年，500mL装青花汾酒才首次面世（俗称“小兰花”），青花瓷汾酒则为目前青花系列的前身，被认为是青花汾酒正式市场化运作的开端。2014年，行业周期调整，第一瓶青花20推出市场。2020年9月，青花30（复兴版）发布，面向千元价位。2021年7月，青花40（中国龙）发布，面向3000元以上价位。

在后续发展中，青花汾酒历经数次升级改版，并陆续推出了20、30、40、50、中国装、中国龙、30复兴版等，逐步覆盖了从次高端到高端的价位段，形成系列化。随着青花汾酒系列的发展，汾酒中高端产品的占比逐年提升，青花汾酒2023年已经达到46%。

2) 青花汾酒产品策略

2017年，公司提出“抓两头，带中间”的产品策略。

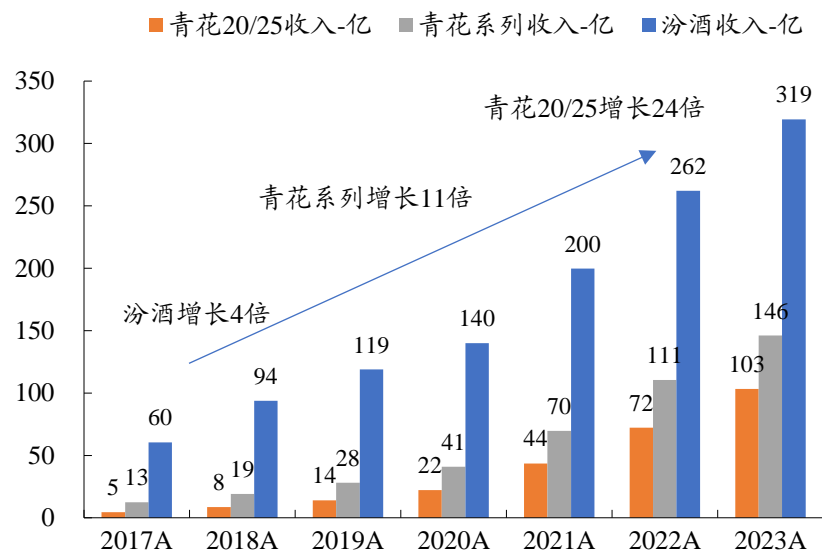
2020年，公司将产品策略调整为“拔中高、控底部”，按照“一控三提”方针，聚焦资源实现青花突破，玻汾控量稳中有升，进而带动巴拿马、老白汾发展。

2021年，坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略。

2022年，通过“两条线、双提升”的调整策略实现汾酒产品结构的全面优化：一是以青花20为发展基准线，向上提升青花30、青花40产品的档次和规模，推动青花汾酒全系列产品市场占有率的重大突破；二是以玻汾为发展基准线，扩大清香消费群体，拉动老白汾等腰部产品的全面发展。持续优化市场布局，继续深入推进汾酒。

2023年，“青花汾酒发展战略”青花汾酒的基准线由青花20提升到青花30。青花50坚定做高，青花40做实，青花30做强，青花20做大。一是青花20作为百亿大单品，必须“又快又好”进行更大突破；二是青花30及以上产品要形成“人力资源、物质资源、精神文化”三位一体模式，探索打造符合高品质生活场景文化、消费文化的成功发展模式。

图 1 青花系列快速增长



资料来源：ifind，信达证券研发中心

综上所述我们看出：汾酒在产品策略上，采取了一种梯次升级的步步为营策略，先从大众价位奠定基础，然后逐渐升级。在第一梯次产品成熟壮大后，营销政策上收紧，主动调控，同时将发展重心转移至第二梯次产品。以此类推，直到汾酒实现三分天下有其一。

3) 青花汾酒三步成就

第一步：青花汾酒超过100亿规模，2022年年报中青花汾酒突破百亿。

第二步：青花20（25）超过100亿规模，从2017年到2023年这七年时间，青花20从几亿元规模提升至百亿大单品，在同类价位中与剑南春这样的老牌次高端相抗衡。

第三步：青花30（及以上产品）超过100亿规模。

3、科学营销开新局：

2023年10月份渠道费用改革，借鉴省内的共建模式，全面推广“汾享礼遇”模式。通过

数字化手段统一全国价格，阻断异地卖酒乱象，并将市场主动权收回酒厂。“汾享礼遇”模式通过数字化手段实现了汾酒费用投放的科学化和可控性，降低厂商博弈成本，更好地服务消费者。此外，公司通过促销活动和文化交流等形式，增强了消费者对汾酒品牌的认同感和忠诚度，提高了汾酒品牌的影响力和知名度。

2024年开年，公司全国推广“汾享礼遇”数字化模式，统一思想，形成共识，坚决落地执行，提升科学营销水平，公司预计6月底主线产品上五码合一，数字化效能更精准。

科技化赋能不是万能的，只是科学经营的工具，洋河是白酒行业最早使用数字化、也是行业数字化程度高的酒企，但并未解决洋河经营面临的根本问题。汾酒管理层也要清晰认识到这一点。

袁清茂表示，“经营汾酒就是经营势能。”不能以牺牲长期势能换取短期的收入。以增强势能为第一目标，实现营收为第二目标，这两者均衡发展的同时，优先持续高势能，那么汾酒的增长速度，就有希望持续持久，健康发展。要坚持战略定力，坚持稳中求进，稳住节奏，深挖潜力，强化势能，做好自己。

二、动能

对于汾酒来说，最重要的是可持续发展，而非某一个阶段的高速发展。要实现又快又好的发展，就需要汾酒构建稳定且持续不断的动能。

1. 渠道动能有待提升

正如袁董事长所言，厂商关系从利益共同体升华为价值共同体，是汾酒把握五大方向之一。300亿的汾酒还不能算是全国化程度高、忠诚消费者多的品牌。汾酒3940家经销商，120万家终端是汾酒市场的根基，保持渠道动能不输于竞品是保持健康可持续相对高度的增速的关键。

面对消费疲软、价格倒挂、库存高企、渠道盈利能力下滑的行业通病，如何在渠道利润、增速、价格波动三者把握平衡，对汾酒经营管理提出更高要求。如何持续保持经销商盈利能力，避免出现经销商增量不增利润的现象，这是汾酒需要考虑的问题。

汾酒公司已经积极采取了渠道费用模式变革，2023年10月份全国推广“汾享礼遇”数字化，通过模糊奖励，统一思想，形成共识，坚决落地执行，提升科学营销水平。

2. 团队素质有待提升

汾酒人才体系相对封闭，甚至出现代际现象。汾酒的团队大多数从玻汾起步，在渠道运作中成长起来，未来在运作高端产品如青花30及以上产品过程中，需要不断提升C端的运营能力，培育意见领袖等，这是目前团队的短板。白酒产业在加速集中化，巨头对巨头的竞争中，有明显的短板在竞争中容易掉队。

人才是汾酒复兴的引领者、推动者，也是受益者，汾酒要明晰识才用才的导向，打开引才聚才的视野，形成爱才敬才的文化，优化留才厚才的环境，才能为汾酒复兴带好队伍。

我们建议汾酒管理层在人才体系建设上实现两点突破：其一关键核心岗位能面向全国对外招聘人才；其二借助外脑如咨询公司，经销商联谊会等弥补自我团队的不足。

三、储能

1. 产能储能

产能储能事关汾酒复兴大计，是产品品质的根本保障。相比头部其他品牌，产能尤其是老酒储备不是汾酒的明显优势。随着白酒竞争化加剧，更长时间存储的老酒是品质的底层逻辑，这就需要汾酒边发展、边建设。“汾酒 2030 技改项目”如期高质量完成后储能将释放，有利于缓解市场发展需求和企业产能的不匹配，有利于企业可持续发展。

2. 品牌储能

汾酒拥有汾酒、竹叶青酒、杏花村酒三个国家品牌。这既是汾酒的优势，也是汾酒实现弯道超车的机会。目前看“一体两翼、多品牌经营”的策略尚未见效，“两翼”中杏花村、竹叶青尚未成型，仍在探索。未来要走“多品牌经营”的道路，就需要“一盘棋”通盘谋划，需要坚持统一的企业核心理念和统一的战略定位，三大品牌要实现战略协同、市场协同和资源协同，持续做优做强做大。这或许是汾酒实现未来三分天下最大的储能。

3. 文化储能

文化是汾酒最大的优势。汾酒深厚的文化底蕴，在行业内是少有的。以文化为纽带，不仅要通过文化为品牌赋能，更要以文化凝聚人心，最终构建消费者、员工、企业及各相关方共荣共赢的文化共同体。如何发挥好文化优势，坚持“中国酒魂、活态为魂”的文化发展定位，是汾酒未来发展的重中之重。

公司从 2010 年就开始制定文化发展战略，提炼出“6441”品牌价值，伏曲冬酿“1022”工艺特色，“中国酒魂、活态为魂”的文化发展定位需要进一步深挖汾酒文化，尤其是需要解决一个“底层逻辑”和一个“顶层设计”。

1) 底层逻辑：清香工艺的价值重塑。

“席未散酒已醒”，汾酒醉得慢、醒得快的卓越的品质传播，刚好解决了当今饮酒人士的痛点。但汾酒“量大物美”的群众认识或将成为未来青花汾酒发展绊脚石，如何让清香工艺实现价值重塑，是公司需要考虑和解决的问题。

2) 顶层设计：青花 30 及以上产品品质表达的独立体系。

虽然青花汾酒已经提炼出伏曲冬酿“1022”工艺表述，但是对青花汾酒口碑故事体系的升级，需要从消费者听不懂的技术语言升级到用户可以感知的消费者语言，有利于口碑化传颂，好比茅台的“12987”工艺表达，最好形成口口相传的病毒式传播。

4. 管理储能

市场规模的不断扩大，对销售管理的要求越来越高。公司需要在管理上规避传统名酒厂存在的品牌势能足、但管理粗放问题，在品牌定位、产品结构、渠道差异、推广策略等系统营销方面，快速解决因消费人群不同带来的推广差异、因区域发展不平衡带来市场投入差异、因营销人员思想境界和营销水平不同带来的指导和服务差异等现实问题，全面提升精细化管理水平，对费用管理、价格管理、物流管理、渠道管理方面提升精细化水平。

一支卓越的团队，才能成就一个伟大的品牌。“汾享礼遇”模式给汾酒带来了发展机遇和竞争优势，管理精细化水平提升，释放汾酒管理储能，才能为汾酒复兴筑牢根基。汾酒现任销售公司总经理张永踊属于汾酒厂内部提拔的干部，我们认为后续汾酒的精细化管理水平会得到很大的提升，经营团队也为汾酒高质量发展做出有力的支撑。

2024年将是汾酒复兴纲领第一阶段的收官之年，随着今年初，汾酒以袁清茂为核心的新一届管理层调整到位，汾酒将以全新的姿态开启新的发展阶段。我们认为，公司具有较高的战略自由度，占据了天时地利，如果能够做到不犯错误、稳中求进，精准把控市场节奏，增强落地执行力，持续强化长期势能、提升动能、释放储能，则汾酒复兴指日可待。

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。