

# 山西汾酒 (600809)

证券研究报告

2024年05月29日

## 清香龙头加速复兴，灵活布局彰显强 $\alpha$

**清香鼻祖底蕴深厚，二次改革重焕生机。**山西汾酒地处酒都杏花村，是清香型白酒国家标准的制订者之一，90年代之前曾有“汾老大”之称。2017年汾酒集团董事长李秋喜上台，开启二次改革，通过引入战投+整合资产+推行组阁聘任制+实施股权激励创新公司体制机制，激发市场活力，2017-2023期间营收/归母净利润 CAGR 分别为 32%/49%，受青花系列放量&产品结构上行，整体盈利能力持续提升。

**产品矩阵梯度分明，动态调整灵活放量。**公司在高端/次高端/中端/大众端分别具有强势大单品青花 30 复兴版/青花 20/老白汾巴拿马/玻汾，其中玻汾定位全国化先行军，起到培育消费者的作用，目前保持控量运作；老白汾巴拿马为成熟大单品，前者深耕省内渠道，后者锚向新兴市场，持续加码宴席数字化；青花系列中青 20 为主力放量产品，青 30 为价值大单品。汾酒大单品底牌较多，管理层可灵活选择以兼顾短期&长期发展。

**全国化基本盘稳固，攻守兼备彰显韧性。**公司持续推进全国化步伐，省内市场市占率过半，主要推行精细化运作；环山西市场清香氛围浓厚，市场培育成熟，主要通过终端升级&绑定本土大商实现渠道升阶；长江以南市场消费水平较高，采取玻汾导入+青花培育的产品策略。目前汾酒基地市场保持稳定增长，长江以南市场具有一定潜力（青花 20 逐步放量，未来青花 30 有望实现价值回归）。

**汾酒开启大清香时代，多重势能利好后续发展。**我们认为，公司未来主要增长点来源于清香势能&汾酒势能的双重释放：1）清香品类曾经历市占率 70%的辉煌，同时适口性较高+具备年轻群体偏好+龙头引领赋能，未来有望持续复兴&打开汾酒成长天花板；2）公司具备实干派的管理层（掌舵手）+文化名酒基因（长期优势）+产能&市场&产品全面布局（产销齐增动力充足），整体结构呈现强灵活性，未来有望结合外部环境调整策略，打造持续稳增态势。

**盈利预测：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 386/464/549 亿元（同比增长 21%/20%/18%），归母净利润分别为 131/159/193 亿元（同比增长 25%/22%/21%），对应 PE 分别为 23X/19X/16X。考虑到玻汾培育浓厚清香氛围&青花 20 持续全国化放量&青花 30 高端圈层培育逐步完善，我们看好公司未来发展，给予 2024 年 1.25X PEG，计算合理 PE 为 28 倍 PE，目标价 300.16 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济增长不及预期；行业竞争加剧；省外拓展不及预期；中高价酒类增长不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,213.86	31,928.48	38,554.08	46,380.65	54,929.92
增长率(%)	31.26	21.80	20.75	20.30	18.43
EBITDA(百万元)	11,069.23	14,546.11	17,671.84	21,494.99	25,910.86
归属母公司净利润(百万元)	8,095.85	10,438.11	13,073.72	15,948.22	19,301.80
增长率(%)	52.36	28.93	25.25	21.99	21.03
EPS(元/股)	6.64	8.56	10.72	13.07	15.82
市盈率(P/E)	36.98	28.68	22.90	18.77	15.51
市净率(P/B)	14.04	10.75	7.32	5.27	3.93
市销率(P/S)	11.42	9.38	7.76	6.45	5.45
EV/EBITDA	30.00	18.77	16.43	12.98	10.31

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	245.38 元
目标价格	300.16 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,219.96
流通 A 股股本(百万股)	1,219.96
A 股总市值(百万元)	299,354.82
流通 A 股市值(百万元)	299,354.82
每股净资产(元)	27.95
资产负债率(%)	31.51
一年内最高/最低(元)	273.68/183.95

### 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

唐家全 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523110003  
tangjiaquan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《山西汾酒-年报点评报告:全国化&高端化趋势延续，费用率管控优秀下利润弹性尽显》2024-05-01
- 《山西汾酒-季报点评:主动控货赋能高质量发展，全年 20%收入增速目标可期》2023-11-11
- 《山西汾酒-半年报点评:业绩符合预期，高质量经营趋势不改》2023-08-29

## 内容目录

<b>1. 清香鼻祖底蕴深厚，二次改革重焕生机</b> .....	<b>4</b>
1.1. “汾老大” 几经沉浮，国企改革开启复兴之路 .....	4
1.2. 签署业绩考核责任书，体制机制改革激发活力 .....	5
1.3. 引进华润战略投资者，深化混合所有制改革 .....	6
1.4. 青花驱动结构提升，业绩高增动能充足 .....	7
<b>2. 产品矩阵梯度分明，动态调整灵活放量</b> .....	<b>9</b>
2.1. 光瓶酒迎结构性机会，玻汾全国市场快速放量 .....	10
2.2. 巴拿马老白汾筑牢腰部，渠道终端持续深耕 .....	12
2.3. 青花 20 省外高歌猛进，复兴版逐步培育放量 .....	13
<b>3. 全国化基本盘稳固，攻守兼备彰显韧性</b> .....	<b>15</b>
3.1. 省内龙头地位牢固，渠道保持高质量运作 .....	16
3.2. 环山西基地优势明显，终端网络布局成熟 .....	18
3.3. 长江以南实现重点突破，创新开拓激发增长活力 .....	19
<b>4. 汾酒开启大清香时代，多重势能利好后续发展</b> .....	<b>21</b>
4.1. 清香势能：汾酒引领清香复兴，年轻群体释放需求潜力 .....	21
4.2. 汾酒势能：两阶段规划分步走，品牌产品市场保持向上活力 .....	21
4.2.1. 公司管理团队履新，中坚实干派引领复兴 .....	22
4.2.2. 强化文化名酒定位，营销宣传效率提升 .....	23
4.2.3. 打破优质产能瓶颈，产品市场保持向上活力 .....	24
<b>5. 盈利预测</b> .....	<b>24</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1：山西汾酒发展历程 .....	5
图 2：公司股权结构图（截至 2024Q1） .....	7
图 3：2017-24Q1 营业收入（亿元）及同比增速 .....	7
图 4：2017-24Q1 归母净利润（亿元）及同比增速 .....	7
图 5：2017-24Q1 毛利率及净利率 .....	8
图 6：2017-24Q1 公司销售费用率及管理费用率 .....	8
图 7：2017-2023 年汾酒吨价（万元/千升）及同比增速 .....	8
图 8：山西汾酒产品矩阵 .....	9
图 9：2013-2022E 光瓶酒产值及份额 .....	10
图 10：中国大众光瓶酒市场未来扩容的主要驱动力 .....	10
图 11：2008-2022 年中国农民工总数和月人均收入 .....	10
图 12：2021 年光瓶大单品市场占有率（按收入口径） .....	10
图 13：泛全国化光瓶酒价格带竞争分布图谱（单位：元/瓶） .....	12
图 14：次高端白酒市场规模及同比增速 .....	13
图 15：千元价格带单品批价走势（单位：元） .....	14

图 16: 2017-24Q1 山西汾酒省内外营收 (亿元) 及同比增速 .....	15
图 17: 2017-24Q1 山西汾酒省外营收占比 .....	15
图 18: 2017-24Q1 省内外经销商数量 (家) .....	16
图 19: 2019-2023H1 公司可控终端网点数量 (万家) .....	16
图 20: 山西省煤炭业收入 (亿元) 及占 GDP 比重 .....	16
图 21: 2015-2022 年全国和山西 GDP 同比增速 .....	16
图 22: 山西省居民人均可支配收入 (万元/年) 及同比增速 .....	17
图 23: 2019 年山西白酒市场竞争格局 .....	17
图 24: 山西汾酒省内市场吨价 (万元/千升) .....	18
图 25: 山西汾酒省内经销商数量及单个经销商规模 .....	18
图 26: 2022 年 GDP 排名前十省份 .....	19
图 27: 山东 (2022 年) 河南 (2023 年) 白酒市场香型分布 .....	19
图 28: 2022 年部分南方省 (市) 人均可支配收入 (万元/年) .....	20
图 29: 2017-2022 年白酒行业香型销售额比例结构 .....	21
图 30: 2023 年汾酒经销商大会明确科学营销之路 .....	22
图 31: 汾酒新老管理团队履历成就 .....	22
图 32: 2017-24Q1 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率 .....	23
图 33: 公司广告业务推广费用 (亿元) .....	23
图 34: 公司销售人员数量 (人) .....	23
表 1: 二次改革具体维度及措施 .....	4
表 2: 2017-2019 考核目标及完成情况 .....	5
表 3: 业绩考核与企业工资挂钩 .....	6
表 4: 限制性股票分配情况 .....	6
表 5: 限制性股票解除限售业绩考核目标 .....	6
表 6: 2020-2023 酒企合同负债 (亿元) 一览表 .....	9
表 7: 光瓶酒行业主要竞争者可以分为三种类型 .....	11
表 8: 玻汾提价历程 .....	11
表 9: 次高端大单品对比一览 .....	14
表 10: 山西汾酒全国化策略之路 .....	15
表 11: 山西省白酒市场各价格带主流产品 .....	17
表 12: 2020 年汾酒省内市场 “九大要求” .....	18
表 13: 山西汾酒鲁豫市场渠道营销建设工作 .....	19
表 14: 汾酒长三角、珠三角五省 “作战计划” .....	20
表 15: 2023 年汾酒经销商大会明确发展纲领 .....	21
表 16: 汾酒营销品牌文化活动 .....	23
表 17: 山西汾酒盈利预测表 (亿元) .....	24
表 18: 可比公司 2024 年预测 PEG .....	25

## 1. 清香鼻祖底蕴深厚，二次改革重焕生机

### 1.1. “汾老大”几经沉浮，国企改革开启复兴之路

**1949-1993 年：产能扩张，“汾老大”开启清香时代。**在计划经济时代，清香型白酒凭借出酒率高&生产周期短等特点实现产能快速扩张，从而满足大众消费需求，1985 年汾酒厂成为全国最大名白酒生产基地，全年汾酒产量突破 8000 吨，占当时全国 13 种名白酒产量的一半。90 年代以前，凭借在河南等省外市场长期积攒的良好口碑，汾酒厂产销量多年稳居白酒行业第一，并拥有“汾老大”的称号。在汾酒的带动下，清香型白酒成为当时的第一大香型品类，市场占比一度达到 70%左右。1993 年，山西杏花村汾酒（集团）公司组建山西杏花村汾酒厂股份有限公司，并公开上市发行，汾酒成为全国第一家白酒上市企业。

**1994 年-2000 年：内忧外患，民酒战略错失高端先机。**1989 年价格放开后，公司坚持“为民酿好酒”，选择了民酒策略，从而错失占位高端白酒市场的先机。1994 年，五粮液凭借“OEM+大商制”模式快速实现规模扩张，很快在营收规模上超越汾酒。1998 年爆发的山西朔州假酒案波及整体山西酿酒业，汾酒受到严重影响，从行业龙头跌倒第九位。1998 年汾酒营收已下滑至 2.5 亿元，同比下降 44.52%。

**2001 年-2008 年：发力省外，贴牌经营弊端渐显。**进入 21 世纪，白酒行业迎来迄今为止最繁荣的黄金十年，汾酒乘势而上，抓住高端化、全国化的机会。产品方面，公司推出国藏汾酒、青花瓷汾酒等高档产品，并且开放条码，实现了规模利润的双重增长，但贴牌经营模式弊端渐显，对后续汾酒发展造成品牌稀释等负面影响。市场方面，公司在进一步巩固省内市场的基础上，发力环山西等重点省外市场，2007 年省外市场营收提升至 48%。

**2009 年-2012 年：汾酒新政，改革锚准百亿目标。**2009 年李秋喜出任汾酒董事长，推出“汾酒新政”，并提出 2015 年实现百亿目标。在品牌方面，李秋喜提出围绕汾酒战略定位“国酒之源、清香之祖、文化之根”大力挖掘汾酒文化故事，与中国酒魂挂钩，大幅提升汾酒美誉度；在产品方面，公司着力削减开发品牌数量，聚焦青花高端系列，提升品牌形象。

**2013 年-2016 年：行业调整，韬光养晦积蓄转型动能。**2013 年限三公政策导致白酒行业进入长达 3 年的深度调整期，同时山西煤炭产业低迷导致政商务需求下滑，山西汾酒整体发展承压受阻。在此期间，汾酒积极探索转型，积蓄产品动能和品牌势能，一方面加大对粮食基地的投资建设，另一方面提出与国际蒸馏酒食品安全标准接轨的汾酒食品安全内控标准，同时着手推进营销工作升级，通过全国大单品打造、网络与地面终端协同、投入费效比提升等推进市场开拓。

**2017 年-至今：二次改革，高端化+全国化开启清香复兴。**2017 年 2 月，汾酒集团与省国资委签订了三年任期经营目标责任书，成为省属国有企业中首家目标责任书改革试点。重压之下，汾酒打破僵化体制，激发市场活力，在股权、管理、产品、渠道等方面开启了一轮前所未有的全面改革。

表 1：二次改革具体维度及措施

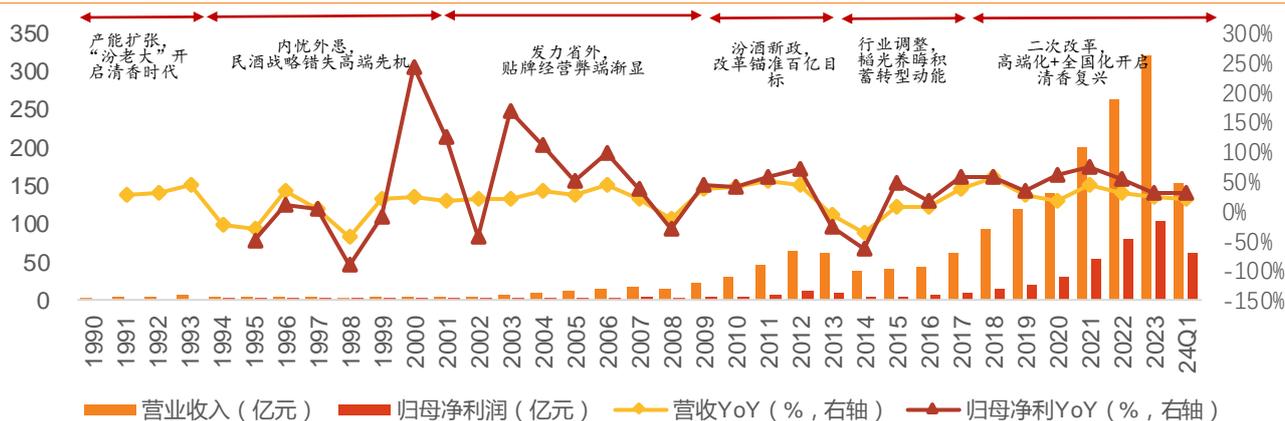
改革层面	优化重点	具体措施
股权结构	引进战投	2018 年引进华润创业作为战略投资者，实现管理营销协同发展
	整合资产	2018 年收购控股股东汾酒集团公司旗下的杏花村国际贸易公司部分资产、酒业发展区销售有限责任公司 51%股权
人员管理	组阁聘任	2017 年汾酒销售公司宣布集体解聘经理层、部门负责人等副处级领导干部职务，采用组阁聘任制和职业经理制度
	强化组织 优化考核	2017 年汾酒销售公司自营队伍由 800 人增加至 1000 人，地聘人员达到 1000 人 推行多维度多层级考评制度，引入市场增量调节系数，从市场体量、市场增量不同维度制定标准
产品策略	品牌瘦身	2018 年开启产品线瘦身，收回“汾”字产品，将单品转为系列运作
	策略灵活	2016-2020 年采取“抓两头，带中间”策略 2021-2022 年优化产品策略为“抓青花、强腰部、稳玻汾”

2023 年提出两条发展基准线——青花 20 和玻汾，11 月在青花汾酒发展论坛提出将基准线由“青花 20”调高至“青花 30 复兴版”

渠道策略	渠道布局	省内市场推行渠道下沉，在省外开拓新兴市场，实施一地一策
	渠道模式	通过“厂商 1+1”模式实现直控终端和严密监管，终端数量从 2017 年的不足万家到 23H1 的 120 万家
	渠道结构	拓展线上+线下、店内+店外营销模式，2021 年构建“1357+10”市场布局
	渠道利润	采用模糊化返利方式，并通过数字化工具实现有效管控兑现，进一步稳固利益分配机制。

资料来源：中国基金报，中国企业家杂志公众号，微酒公众号，酒业家公众号等，天风证券研究所

图 1：山西汾酒发展历程



资料来源：wind，名酒时空公众号，酒说公众号，酒经公众号，人民网，中国新闻网，国际金融报公众号等，天风证券研究所

## 1.2. 签署业绩考核责任书，体制机制改革激发活力

**签署山西国企改革首份“军令状”，拉开汾酒改革大幕。**2017 年 2 月，山西省国资委与汾酒集团公司董事长李秋喜签订《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》，按照责任书“权责统一、对标先进、正向激励”的原则，制订了汾酒集团 2017、2018、2019 年收入（酒类）增长目标为 30%、30%、20%；三年利润（酒类）增长目标为 25%、25%、25%，至此国企改革拉开序幕，汾酒开启了前所未有的新一轮全面改革。

**管理组织层面：组阁聘任能者居上，精简部门焕发活力。**公司采用组阁聘任的用人机制，推行职业经理人市场化聘用制度，2017 年 2 月汾酒股份有限公司副董事长、总经理常建伟同时担任汾酒销售公司法人、书记和执行董事，原汾酒销售公司副总经理李俊升任销售公司总经理，领导班子得到优化。同时，公司内部精简职能部门数量，优化治理结构，进一步焕发组织活力，其中汾酒集团总部职能部门减少 60%，股份公司总部职能部门减少 48.27%，总部内设机构减少 80.83%。

表 2：2017-2019 考核目标及完成情况

	主要考核指标	完成情况
《2017 年度经营目标考核责任书》	利润总额（酒类）	10.48 亿元，同比增长 25%
	营业收入（酒类）	66.5 亿元，同比增长 30%
	行业地位（酒类收入排名）	不低于第七名 2017 年营业收入在上市白酒企业中排名第 7
《三年任期经营目标考核责任书》	2017、2018、2019 年收入（酒类）增长目标为 30%、30%、20%；三年利润（酒类）增长目标为 25%、25%、25%。到 2019 年底，实现国有资本保值增值率达 107.6%、酒类营收达到 103.74 亿元、酒类利润总额达到 16.38 亿元，同时推行股改试点，推进汾酒集团整体上市。	2017 年底，汾酒以国有资本保值增值率 108.97%，提前超额完成 107.67% 的考核目标值。 2018 年底，以行业第六的成绩提前实现行业进位， 2019 年全年营收达 118.80 亿元，利润总额达 28.45 亿元，超额完成年度目标。

资料来源：河南省晋商会公众号，醉美杏花村公众号，酒业家公众号等，天风证券研究所

**激励机制层面：实施核心员工股权激励，激发管理层主观能动性。**此次改革中公司将业绩目标实现情况与董事长任职、企业工资总额挂钩，推行股权激励计划，契约化薪酬激励激发营销团队的积极性。2019年3月，公司确定395人的股权激励对象名单，授予价格为19.28元/股，授予数量为568万股，获授限制性股票占当时总股本比例为0.725%。本次激励人员覆盖范围广、力度大，有效绑定股东利益、公司利益和核心团队个人利益，充分调动管理层和员工的积极性和创造性。随着汾酒市场布局的深化以及产品结构的优化，公司经营业绩高歌猛进，铸就汾酒速度，2019/2020/2021年营收达118.80/139.90/199.71亿元，三期营收目标均顺利达成。

表 3：业绩考核与企业工资挂钩

	完成利润目标情况	企业工资总额奖惩情况
利润总额目标实现情况与企业工资总额挂钩	超过目标 50%及以上	按超过目标利润额的 20%进行奖励
	超过目标 30~50%	按超过目标利润额的 15%进行奖励
	超过目标 30%以内	按超过目标利润额的 10%进行奖励
	完成目标任务 95~99%	扣减工资总额预算 5%
	完成目标任务 90~94%	扣减工资总额 10%
	完成目标任务不足 90%	扣减工资总额的 15%-30%
董事长业绩考核	超额完成目标 25%以上	给予董事长特别奖励
	完不成年度经营业绩目标	解聘董事长

资料来源：河南省晋商会公众号，山西国资委，天风证券研究所

表 4：限制性股票分配情况

姓名	职务	获授权益数量 (万股)	占授予总量的 比例	占股本总额的 比例
宋青年	副总经理	5	0.80%	0.006%
武世杰	常务副总经理	5	0.80%	0.006%
李俊	副总经理	5	0.80%	0.006%
马世彪	总会计师	5	0.80%	0.006%
郝光岭	总经理助理	5	0.80%	0.006%
高志峰	总经理助理	5	0.80%	0.006%
王涛	董事会秘书	5	0.80%	0.006%
武爱东	总经理助理	5	0.80%	0.006%
中层管理人员、核心技术/业务人员 (387 人)		528	84.08%	0.610%
预留		60	9.55%	0.069%
合计		628	100%	0.725%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：限制性股票解除限售业绩考核目标

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

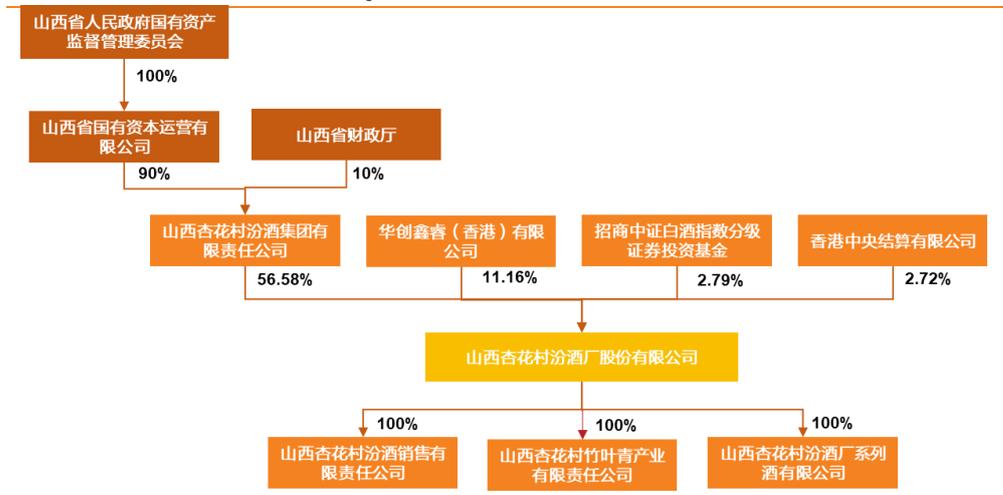
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 引进华润战略投资者，深化混合所有制改革

**引进战略投资者，优化公司股权结构。**2018年2月，汾酒集团向华润集团旗下的华创鑫睿（香港）转让山西汾酒11.45%的股份，引入资本51.6亿元，转让后汾酒集团持股比例降至58.52%，仍为公司第一大股东，华润成为汾酒的第二大股东，混改取得关键性突破，“一股独大”的体制矛盾被打破，股权实现多元化。截至2024Q1，最新持股比例为汾酒集团持股56.58%，华创鑫睿持股11.16%。

**借鉴华润渠道运营经验，资源整合发挥协同效应。**1) **引资引智，促进人才交流与管理提升：**华润派任山西汾酒人事包含参与汾酒最高决策的副董事长、董事、参与经营特别是营销管理的管理者以及大量营销、市场、财务方面骨干团队，有助于完善汾酒的董事结构以及引进营销管理经验。2020年公司引入华润高端技术人才，推进汾酒数字化建设。2) **渠道深度融合，实现优势互补：**华润拥有啤酒、饮用水、食品在内的全国渠道资源，华润万家门店遍布全国29个省、自治区、直辖市和特别行政区，门店分布全国109个地级以上城市，门店总数达3130家。2020年青花30·复兴版成功入驻华润高端超市Ole'，实现双方市场深度融合。同时，华润的加入有利于汾酒的全国化布局，帮助开拓香港市场。

图 2：公司股权结构图（截至 2024Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所

**整合主业核心资产，实现资源优化配置。**为进一步提升市场竞争力和盈利能力，同时解决同业竞争问题，自2017年以来，山西汾酒通过收购股权、资产、业务整合等多种方式，积极整合汾酒集团公司酒类核心资产，先后收购多项酒类及相关业务资产，交易金额累计近10亿元，至2019年12月，汾酒集团酒类资产全部注入上市公司，集团资产证券化率达到92%，实现整体上市的目标。同时汾酒剥离非主业资产，将与酒业无关资产，按照不同类别采取无偿划转、市场化转让、清算注销等方式进行剥离处置。

### 1.4. 青花驱动结构提升，业绩高增动能充足

**全国化&高端化动能释放，收入利润双高增。**2017年二次改革开始后，公司通过打造玻汾、青花两大系列+拓展深耕渠道终端+稳扎稳打开辟省外市场，逐步释放结构动能和全国化动能，整体业绩表现亮眼。从营收角度来看，2024Q1公司营收同比增长20.94%达到153.38亿元，2017-2023年期间CAGR达到31.99%；从盈利角度来看，2024Q1公司归母净利润同比增长29.95%达到62.62亿元，2017-2023年期间CAGR高达49.26%，主要系青花系列放量推动产品结构上行+管理销售费用优化。

图 3：2017-24Q1 营业收入（亿元）及同比增速

图 4：2017-24Q1 归母净利润（亿元）及同比增速



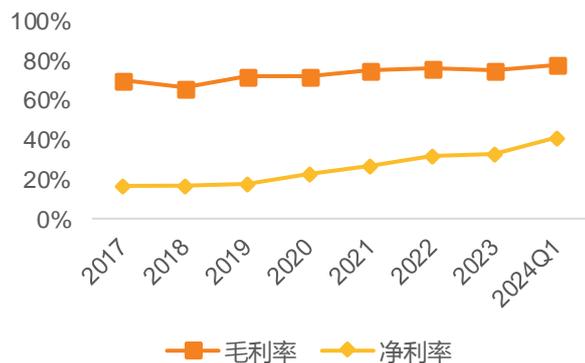
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

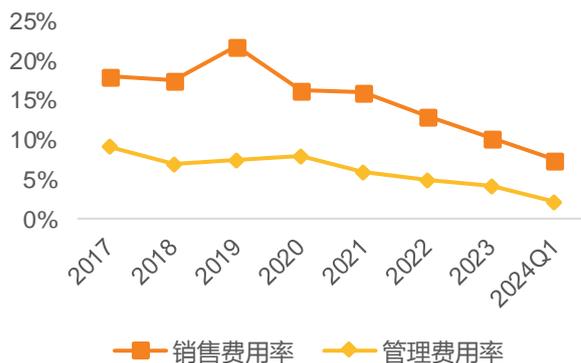
**费用效率持续提高，盈利能力仍存上行空间。**2018 年以来公司毛利率及净利率持续提升，2018-2023 年期间毛利率/净利率分别提高 9.09/16.13pcts，2024Q1 毛利率/净利率分别达到 77.46%/40.86%，其中毛利率位居酒企第六位，但对比贵州茅台和泸州老窖等竞争对手仍存在较大提升空间。具体拆分来看，1) 2017 年以来公司销售&管理费用率整体呈明显下降态势，主要系公司内部管理效率较高+产品规模经济效应凸显+强品牌力下宣传推广效率高；2) 2017 年开始再聚焦青花系列，打造高端产品运营模式，2023 年吨价达到 15.43 万元/千升（同比增长 4.81%），2019 年吨价出现下滑主要系 18 年底公司收购部分集团资产，低价酒占比大幅提升拉低均价，但整体吨价上行&产品结构高端化势头不减。

图 5: 2017-24Q1 毛利率及净利率



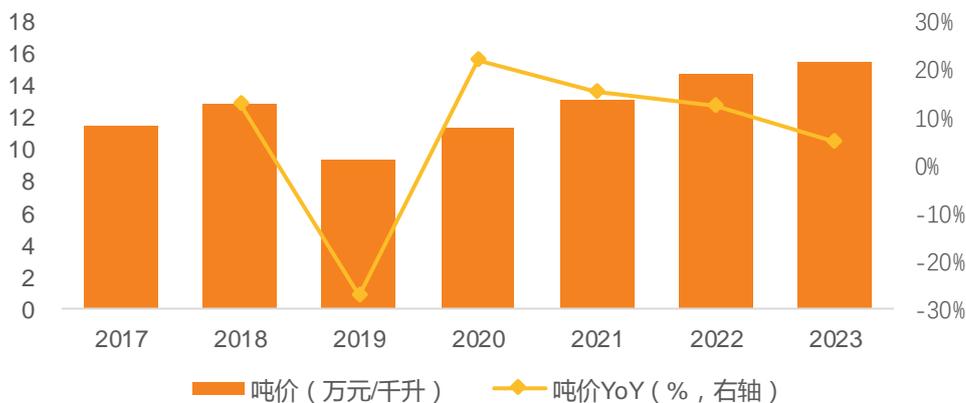
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 2017-24Q1 公司销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 2017-2023 年汾酒吨价（万元/千升）及同比增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**赊销激活渠道动能，业绩蓄水池充足。**合同负债是酒企业绩蓄水池，较高的合同负债反映了下游经销商拿货意愿强劲+动销层面需求良好。2020 年以来公司合同负债稳定保持在行业前五的高位，2024Q1 公司合同负债为 55.90 亿元（同比增长 33.98%），仅低于贵州茅台和洋河股份，整体业绩蓄力充足。

表 6：2020-2023 酒企合同负债（亿元）一览表

排序	证券简称	2020	排序	证券简称	2021	排序	证券简称	2022	排序	证券简称	2023	同比增速
1	贵州茅台	133.22	1	洋河股份	158.05	1	贵州茅台	154.72	1	贵州茅台	141.26	-8.70%
2	洋河股份	88.01	2	五粮液	130.59	2	洋河股份	137.42	2	洋河股份	111.05	-19.19%
3	五粮液	86.19	3	贵州茅台	127.18	3	五粮液	123.79	3	山西汾酒	70.29	1.75%
4	顺鑫农业	50.88	4	山西汾酒	73.76	4	山西汾酒	69.08	4	五粮液	68.64	-44.55%
5	山西汾酒	31.07	5	泸州老窖	35.10	5	顺鑫农业	38.65	5	泸州老窖	26.73	4.15%
6	泸州老窖	16.79	6	顺鑫农业	25.70	6	泸州老窖	25.66	6	今世缘	24.00	17.65%
7	古井贡酒	12.07	7	今世缘	20.67	7	今世缘	20.40	7	顺鑫农业	21.98	-43.12%
8	今世缘	10.96	8	古井贡酒	18.25	8	老白干酒	14.91	8	老白干酒	15.21	1.99%
9	口子窖	7.70	9	酒鬼酒	13.82	9	水井坊	10.27	9	古井贡酒	14.01	69.50%
10	水井坊	7.36	10	老白干酒	13.58	10	古井贡酒	8.27	10	水井坊	12.20	18.72%
11	酒鬼酒	7.19	11	水井坊	9.59	11	迎驾贡酒	6.61	11	迎驾贡酒	7.33	10.95%
12	老白干酒	7.07	12	口子窖	6.77	12	口子窖	5.63	12	金徽酒	5.75	12.84%
13	迎驾贡酒	4.66	13	舍得酒业	6.58	13	金徽酒	5.10	13	口子窖	3.97	-29.42%
14	舍得酒业	3.68	14	迎驾贡酒	5.97	14	酒鬼酒	4.33	14	酒鬼酒	2.85	-34.34%
15	金徽酒	2.01	15	金徽酒	3.58	15	舍得酒业	2.98	15	舍得酒业	2.77	-7.05%
16	金种子酒	1.29	16	金种子酒	0.98	16	金种子酒	1.10	16	金种子酒	1.08	-2.30%
17	伊力特	0.89	17	伊力特	0.84	17	伊力特	0.80	17	天佑德酒	0.81	39.37%
18	天佑德酒	0.31	18	天佑德酒	0.62	18	天佑德酒	0.58	18	伊力特	0.73	-8.01%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 产品矩阵梯度分明，动态调整灵活放量

“抓两头”策略成果显著，产品盈利能力持续上行。2018 年，汾酒提出“抓两头，带中间”的产品策略，一方面通过性价比较高的玻汾快速提升市场覆盖率，另一方面通过文化营销打造青花汾酒的民族品牌高端形象认知。2021 年，汾酒提出“抓青花、强腰部、稳玻汾”，推进产品高端化策略实施，提高高价位段占位能力，通过低端玻汾控量+高端青花系列放量实现毛利率持续提升。2023 年初，汾酒提出打造青花 20 和玻汾两条基准线，11 月销售公司新总经理张永踊在“青花汾酒发展论坛”中宣布要推动青花系列的基准线由青花 20 向青花 30·复兴版升级转变，2023 年汾酒毛利率达到 75.31%，较 2017 年改革伊始提升 5.5pcts。

全价格带产品矩阵+不同层级强势大单品为公司使用强灵活产品策略夯实基础。公司分别在高端/次高端/中端/大众端价位带打造青花 30/青花 20/巴拿马老白汾/玻汾等大单品，在经济增速放缓阶段推动老白汾巴拿马（基地市场夯实）&玻汾（光瓶酒明星单品）放量，从而保证业绩增速；在经济上行阶段利用渠道优势发力青花系列（青花 20 当前放量&青花 30 后续接力），进一步推高自身的价值定位。我们认为，基于丰富的大单品底牌，公司可根据外部宏观经济环境灵活发力，从而实现业绩强弹性&品牌高价值两手抓。

图 8：山西汾酒产品矩阵

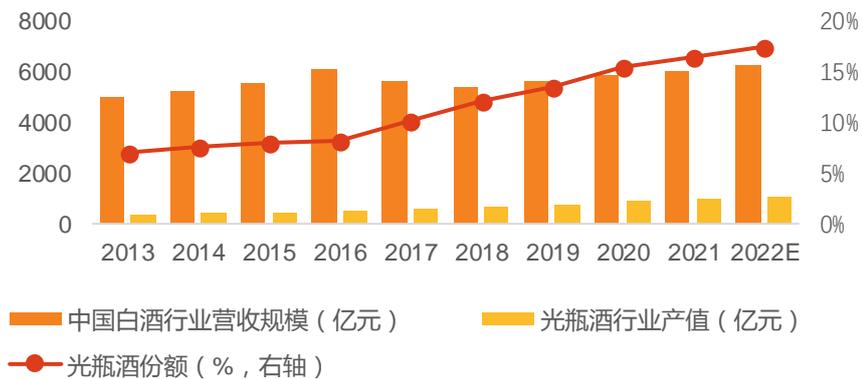


资料来源：酒食汇公众号，醉美杏花村公众号等，天风证券研究所

## 2.1. 光瓶酒迎结构性机会，玻汾全国市场快速放量

大众酒市场需求升级，光瓶酒挤压低端盒装酒市场。光瓶酒即为没有包装盒、消费者可直接看到瓶中白酒的产品，过去光瓶酒主要定位 15-20 元价格带，消费场景主要为自饮和聚饮。随着居民消费升级&新国标出台&年轻新兴群体涌入，高品质需求推动光瓶酒市场结构升级，白酒品质成为光瓶酒竞争核心要素，“喝纯粮酒”成为大众共识，以玻汾为代表的名酒光瓶凭借名酒基因背书迎来高速发展，同时推动光瓶酒主流价格上移至 40-50 元左右。此外，由于消费者注重高性价比&包装原材料价格上涨，百元以下盒装酒逐渐丧失优势，同一价位带的光瓶酒节约包材成本+提升品质，实现对前者市场份额的蚕食。我们认为，在承接消费需求升级&吞并低端盒装酒份额的机遇下，光瓶酒市场有望迎来规模、结构双提升。

图 9：2013-2022E 光瓶酒产值及份额



资料来源：弘则研究，天风证券研究所

图 10：中国大众光瓶酒市场未来扩容的主要驱动力



资料来源：弘则研究，天风证券研究所

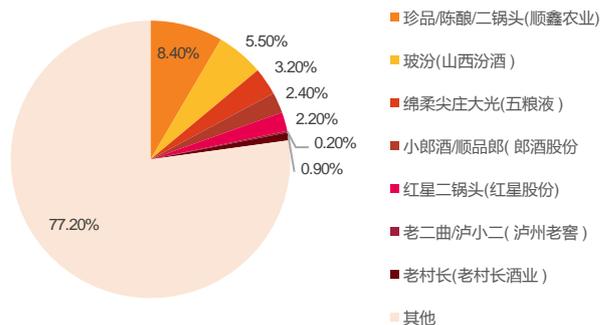
名优酒企逐鹿光瓶酒赛道，玻汾品牌渠道优势凸显。随着光瓶酒的主力消费人群（农民工和年轻群体）收入水平提升，中低档光瓶酒市场逐渐萎缩，高线光瓶酒开始崛起，近年以泸州老窖（高黑盖）、五粮液（尖庄）、山西汾酒（玻汾）为代表的名优酒企布局高线光瓶以寻求增量+完善价格带矩阵，从而进一步推动光瓶酒主流价格带提升和竞争格局演变。其中玻汾是推动光瓶酒价格区间重构的主力军，2021 年玻汾在光瓶酒市场市占率（按收入口径）达到 5.5%（仅次于顺鑫农业的 8.4%）。目前光瓶酒市场格局分散，各类单品竞争激烈，我们认为未来随着光瓶酒赛道扩容和消费市场培育完善，以玻汾为代表的名酒高线光瓶有望凭借品牌品质优势实现规模份额的双升。

图 11：2008-2022 年中国农民工总数和月人均收入

图 12：2021 年光瓶大单品市场占有率（按收入口径）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 弘则研究, 天风证券研究所

**表 7: 光瓶酒行业主要竞争者可以分为三种类型**

	Type1:光瓶起家	Type2:地产酒	Type3:全国名酒
代表品	顺鑫农业(牛栏山)	古井贡酒(老瓷贡)	山西汾酒(玻汾)
牌	老村长(谷色谷香)	老白干酒(衡记)	五粮液(尖庄)
(产品)	红星股份(二锅头)	双沟酒业(大曲)	泸州老窖(黑盖)
	壹号酒庄(一担粮)	金徽酒(世纪金徽)	郎酒股份(小郎酒)
	江小白酒业(表达瓶)	伊力特(伊力陈香)	洋河股份(蓝优)
	光良酒业(光良 59)	湘窖酒业(邵阳大区)	西凤酒(绿脖西凤)
		景芝酒业(白乾)	沱牌舍得(T68)
优势	品牌优势: 全国闻名, 保障动销。 渠道优势: 细密的下沉渠道网络体系 专职光瓶酒操盘团队, 熟悉营促销。	品牌优势: 省内闻名、地方名产。 渠道优势: 名酒渠道建设完善, 可以搭售低端光瓶系列, 补充经销商利润。	<b>品牌优势: 历史名酒、全国闻名。</b> <b>品质优势: 高端白酒基酒生产过程中产生大量的优级基酒可用于光瓶线。</b>
劣势	1、提价能力较弱, 需要不断推新品 2、做高线光瓶缺少品牌和品质支撑	1、省外突破难度较大, 培育期长 2、光瓶放量会抢占自身盒装酒份额	1、不熟悉低端白酒的营促销 2、难以共享名酒现成的销售网络
适合选择	适合做大众光瓶、低线光瓶	适合做低线光瓶、盒装酒	适合做高线光瓶、低线光瓶

资料来源: 弘则研究, 天风证券研究所

**国民品牌具备较高性价比, 百万终端夯实渠道基本盘。**从消费者的角度来看, 玻汾背靠汾酒名酒基因+具备清香广泛的大众消费基础+“纯粮固态发酵/大曲清香白酒/广泛普适口感”(李秋喜执掌汾酒期间高度重视酒体研发), 成为“国民口粮型品牌”的典型代表。从产品定位来看, 玻汾具备快消属性, 性价比高、动销快等特点使其能够快速放量, 起到培育消费者清香型消费习惯的作用, 是市场培育的尖兵和推动青花系列走向全国市场的排头兵。从市场结构来看, 一方面, 汾酒在全国超过 120 万家可控终端(截至 23H1)构建了玻汾的渠道基本盘; 另一方面, 汾酒的数字化营销系统发挥重要赋能作用, 推动玻汾终端管理能力, 费用核销效率不断提升。

**打造良性量价关系, 高周转成就酒类硬通货。**玻汾持续控量保持良性市场供需关系, 主要通过价增实现快速增长, 通过小步慢跑的提价策略, 玻汾终端价从 2003 年的 18 元/瓶提升至当前的 58 元/瓶, 整体市场价格保持稳定和顺价销售, 甚至在部分区域实现加价销售。2018 年玻汾开始全国化布局, 2021 年玻汾营收超 70 亿元, 销量达 1400 万箱(主动控量情况下), 单箱收入约 500 元/箱, 在顺价状态下成功实现控量挺价。在这种良性量价循环中, 汾酒保证了渠道利润高+市场周转快, 成为了酒类硬通货之一。我们认为, 玻汾能够在经济增速放缓下贡献业绩, 且主要下沉空白区域市场, 为后续深耕&市场开拓奠定基础。

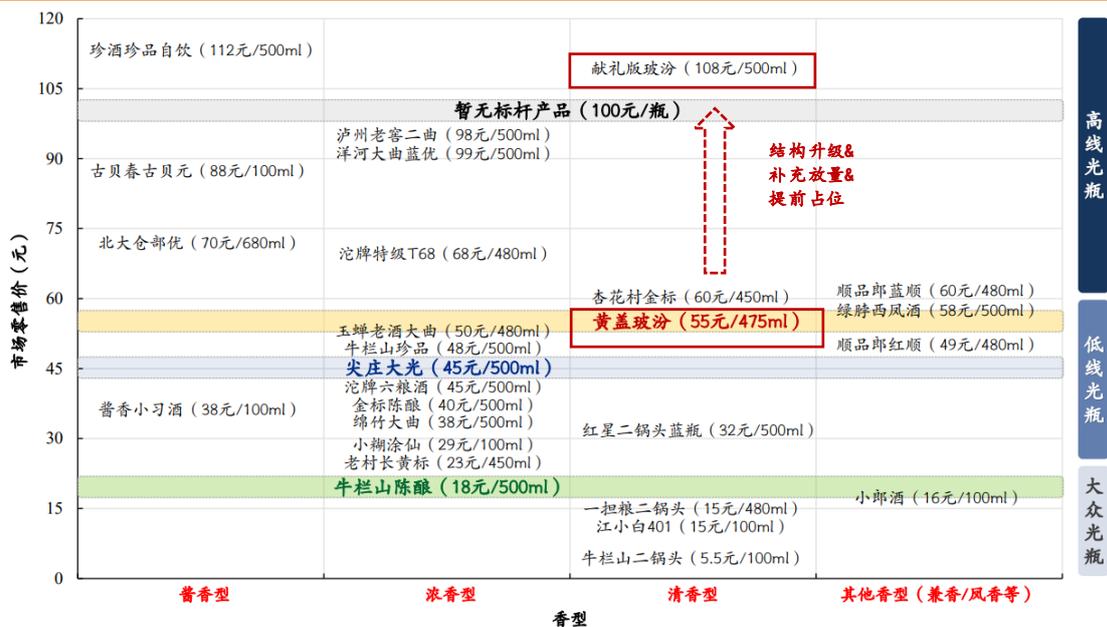
**表 8: 玻汾提价历程**

调价时间	产品	调价情况
2019年1月	53度玻汾	供烟酒店指导价为40元/瓶，烟酒店建议成交价为45元/瓶，终端标牌价为58元/瓶
2019年9月	53度玻汾	供烟酒店指导价为41元/瓶，烟酒店建议成交价为48元/瓶，终端标牌价为60元/瓶
2019年11月	42度玻汾	供烟酒店指导价为37元/瓶，烟酒店建议成交价为44元/瓶，终端标牌价为50元/瓶
2020年4月	42/53度玻汾	供货价由420/480上调至432/504元/件
2020年5月	42/53度玻汾	终端标牌价上调2/3元到49/58元/瓶
2023年6月	42/53度玻汾	出厂价各上调1元/瓶

资料来源：酒说公众号，微酒公众号等，天风证券研究所

“献礼版玻汾”提高系列价值，代替放量造就新增长。为迎合白酒消费升级的长期趋势，2022年8月公司推出“献礼版玻汾”，市场售价定为108元/瓶，与原版玻汾相比，不仅在酒质上有较大提升，在市场流通中也更显稀缺（采用定量投放的方式，每年固定投放普通玻汾总量的5%）。“献礼版玻汾”有三方面作用：①完善玻汾系列的产品结构，拉升系列价值，引导价值大于实际销售价值；②在常规版玻汾全国普遍缺货控货情况下形成补充，替代常规版玻汾放量，增厚渠道利润；③推动玻汾系列抢占百元价格带高线光瓶酒的占位。目前献礼版玻汾已经在河南、山东等地成立专门运营平台，通过本地代表性大商实现快速铺市，未来有望充分受益于高线光瓶扩容。

图 13：泛全国化光瓶酒价格带竞争分布图谱（单位：元/瓶）



资料来源：弘则研究，天风证券研究所

## 2.2. 巴拿马老白汾筑牢腰部，渠道终端持续深耕

历史奖项打造名酒头衔，环山西市场表现出色。老白汾（100-200元）&巴拿马（200-400元）系列卡位腰部价格带，在玻汾和青花系列之间起到衔接作用，主要切入大众宴席和日常送礼等场景。1915年老白汾系列在巴拿马万国博览会上荣获最高荣誉甲等大奖章，在省内认可度较高，主要用于婚庆宴席场景，2017年为承接老白汾消费升级需求，公司推出荣誉加持的巴拿马系列，2021年巴拿马系列年收入已超过50亿元。

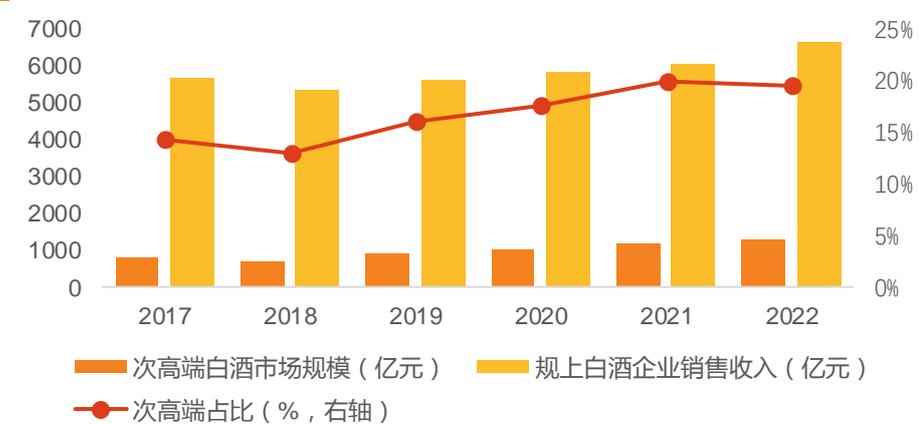
聚焦宴席市场，星火计划开辟省外。从区域运作上来看，老白汾主要聚焦于山西及环山西市场，巴拿马则将重点放在省外潜力市场，二者实现分区域运作；从渠道建设上来看，老白汾计划通过数字化赋能宴席场景，实现精准管控，巴拿马在省外市场推进星火市场计划，对产品进行梳理控价，筛选核心市场整合发力，持续开展因地制宜的宴席推广活动，优化市场布局及经销商结构，实现渠道终端的扩容。

### 2.3. 青花 20 省外高歌猛进，复兴版逐步培育放量

**次高端市场持续扩容，宴席升级带来新增量。**长期来看，在我国居民消费水平持续提升的背景下，次高端价位带将持续扩容，短期来看，宴席市场消费升级带动次高端白酒带来新机遇，2022 年次高端白酒市场规模达到 1289 亿元，2017-2022 年期间 CAGR 为 9.93%，大于同期行业 CAGR（3.22%）。同时，受高端酒提价+酱酒热等因素影响，次高端价位带实现逐步提档（目前为 300-800 元），其中 300-500 元占据主导地位，主要场景为宴席消费，500-800 元价位带需要较强品牌力背书，主要场景为商务宴请和礼赠消费，受宏观经济影响波动较大。

**次高端竞争格局分散，行业内部差异化竞争。**次高端价格带集中度较低，整体呈现较强的区域性，行业竞争者主要有高端名酒拓展的次高端大单品和区域龙头高端化产品，消费者忠诚度较低，差异化竞争为主要特点。青花系列主力产品青 20/25 切入 400-500 元价位带，一方面享受价格带扩容和新消费场景带来的红利，另一方面积极强化渠道运作，提升终端覆盖率，完善产品打法，逐渐建立自身的价值壁垒。

图 14：次高端白酒市场规模及同比增速



资料来源：酒业实战局公众号，云酒头条公众号，酒链科技公众号，天风证券研究所

**青花内部阶梯定价，领军汾酒高端化。**2017 年青花系列开始全国化布局，首先在市场基础较好的环山西地区进行布局，在玻汾前期拓展的基础上入驻核心终端店；2018 年，公司提出“高举高打”的产品策略从而实现快速扩张；2020 年公司推出青花 30·复兴版抢占清香千元价位带，针对青 20、青 30 两款主销产品分离运作，打造高端产品全新运作模式，青花系列同比增长 30%+；2021 年“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略出台之后，青花 20 被定位为主力放量产品，青花系列营收超 60 亿元；2022 年开始经济放缓，青花 20 快速放量支撑青花系列高速增长（系列销售额突破百亿，同比增长 60%）；2023 年公司在“青花汾酒发展论坛”宣布将基准线由“青花 20”向“青花 30 复兴版”升级转变，专门组建团队负责运营，彰显高端化战略决心。

**青花 20 为主力放量产品，强动销高周转实现高速发展。**青花 20 定位青花系列的主力放量产品，青花 20 持续拓展省外市场的同时，青花 25 深耕省内市场，二者实现区域差异定位，从而防止窜货，保证渠道良性运作。

1) **从动销角度来看**，青花 20 目前为 300-500 元价位带热门大单品，主要受益于品牌价值高（汾酒位列《2023 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》白酒品牌第三）&香型独特（同价位带少有的清香型白酒）&价格亮眼（价格低于水晶版、特曲 60 版等竞对）带来的强性价比优势，由于该价位带消费场景主要为宴席聚餐，因此品牌优势对外赋予青花 20 社交属性，口味价格优势对内提升其复购率，综合促使其成为青花系列强放量产品。

2023 年宴席市场回暖+公司加强市场秩序管理+渠道库存良性运作，青花 20 动销持续加快，开瓶率表现优异，在多数次高端产品批价承压下行背景下，实现逆势上涨（10 月底批价 370 元，较上半年提升 20 元）。

- 2) **从渠道管理角度来看：**①**控货挺价保证价值稳升：**在青花 20 高歌猛进的背景下，公司管理层依旧保持稳健节奏，23 年 9 月配货环比减少，从而保证良性供货和长远发展；②**渠道利润优厚稳定经销商信心：**青花 20 凭借自身强劲销+良供需的特性，整体渠道利润较竞品具备优势，同时采取后置费用奖励等以保证利润回稳价格。

表 9：次高端大单品对比一览

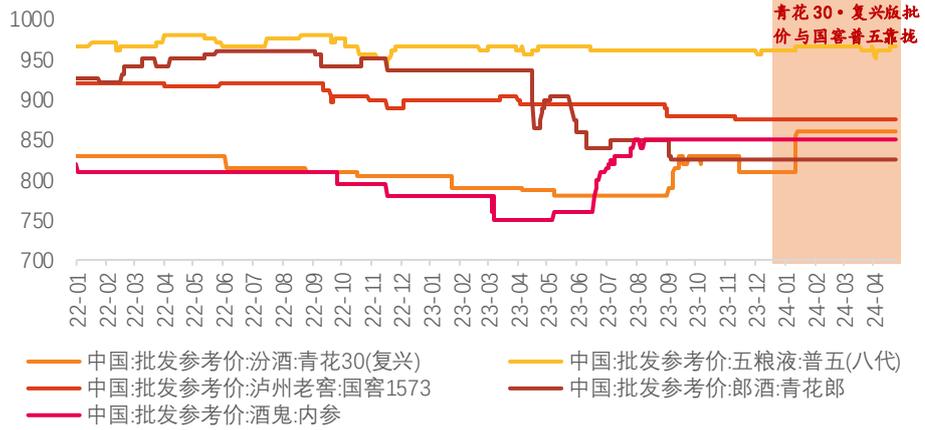
次高端白酒产品	酒企	终端零售价（元）	香型	风味
窖藏 1988 (53 度/500ml)	贵州习酒	588	酱香型	突出酱酒焦糊香、复合香，酒体整体干净净爽，回甘快
M3 水晶版 (52 度/550ml)	洋河股份	578	浓香型	口感上区别于川派浓香白酒，入口甜润细腻又不失饱满层次，具有挺拔质感
特曲 60 版 (52 度/500ml)	泸州老窖	495	浓香型	窖香浓郁，品质过硬，浓香爽口、柔和纯净
剑南春水晶剑 (52 度/500ml)	剑南春	489	浓香型	在闻香上有明显的果香、陈香以及粮食的香气，香味饱满奔放，层次感丰富
青花 20 (53 度/500ml)	山西汾酒	428	清香型	闻香上是优雅舒适的香气，香味中夹杂着青苹果和豌豆味，清香纯正。入口是清香白酒典型特征，口感非常纯净、一清到底，入口绵软甜爽，回甘明显，适口性较强，适合绝大多数人群
古 16 (50 度/500ml)	古井贡酒	410	浓香型	前香明显，后香味悠长，窖香幽雅，陈香怡人，不同于川派的浓郁香

资料来源：京东商城，酒经等公众号，天风证券研究所

**青花 30·复兴版培育高端圈层，逐步巩固高端站位。**顺应消费升级需求，弥补清香型白酒在千元价格带的空白，2020 年 9 月公司推出青花 30·复兴版（定价 1099 元），基于青花 30 在酒体品质、外观研制、防伪溯源和销售模式等方面进行全方位升级，拔高青花系列稀缺性价值，巩固高端站位。

- 1) **在酒体品质上，**青花 30·复兴版由 10 年以上年份基酒、30 年以上年份老酒勾调而成，在汾酒的工艺基础上增加了“伏曲冬酿，1022 工艺”，仅在最古老的 2 个车间进行生产，发酵周期是普通汾酒的 2 倍，酒体稀缺性确保了青 30·复兴版挺向千元价位带。
- 2) **在销售模式上，**①为在渠道和消费端形成高端认知，青 30·复兴版着重发力团购渠道和圈层营销，精准聚焦高净值人群；②通过品鉴会+品牌文化复兴盛宴+文化主题沙龙等主题营销活动，进一步深化产品文化内涵，提升品牌势能；③加快推进营销信息化建设，渠道动销系统+汾享会系统+汾酒防伪数字验证系统全面上线，大幅提升营销精细化管理水平；④线上渠道建设加速，创新开展直播带货等线上销售新模式。
- 3) **在渠道模式上，**青花 30·复兴版采取以价为先的市场策略，以公司直供终端为主，采取连锁直供与各类平台、终端进行链接，2020 年 10 月青花 30·复兴版陆续签约华致酒行、永辉超市等全国性大型连锁销售平台，同时进驻华润旗下高端超市品牌华润 Ole'，一方面强化“青花汾酒，为高品质生活代言”的品牌诉求，另一方面深化在全国高端连锁超市的领先地位，同时实现对经销商配额的严格控量控价，强化对市场的控制力，保障渠道利润稳定和终端成交价稳定。
- 4) **在价格策略上，**在复兴版推出之前，青花 30 成交价已上行至 750-850 元，青花 30·复兴版的推出一方面促使其快速跳出 600-800 这一容量较小的价格带，实现定位突围，另一方面凸显了青花 20 性价比，助推其全国性放量，牢守基准线。

图 15：千元价格带单品批价走势（单位：元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 全国化基本盘稳固，攻守兼备彰显韧性

**全国化布局逐步完善，聚焦精耕三大市场。**2018 年汾酒落实 “13320” 市场布局策略，基于山西大本营对 “1+3” 板块市场进行资源聚焦；2018 年在环山西市场持续发力，同时在华东市场战略发布会上正式开启以长江以南市场为重点的省外市场战略突围；2019 年 3 月公司明确提出 “过长江、破华东、占上海” 的华东战略，同年确立 “13313” 和 “1357” 全国化策略，进一步拓展市场；2020 年公司加强南下投入，实施 “1357” 市场策略。汾酒持续深耕基地市场的同时步步为营稳步推进区域扩张，渠道策略稳扎稳打，全国化推进质量较高。

表 10: 山西汾酒全国化策略之路

年份	全国化策略	渠道扩张策略
2018	13320	聚焦发展 “1+3” 板块市场。
2019	13313	在 “1+3” 基础上引入 3 个小市场板块以及 13 个机会型省外市场，加大华东市场布局。
2019	1357	巩固 “1+3” 板块市场的基础上加大 “5 小板块” 市场和 7 个机会型市场的拓展速度，重点市场从三大环山西板块向江浙沪皖、粤闽琼、湘鄂、东北、西北五大板块转变。
2020	1357	持续推进 “1357” 市场布局策略，逐步搭建起 “31 个省区+10 个直属管理区” 营销组织架构，全国化布局换挡提速。强力推进 “打过长江” 战略布局。在全国范围内再选出 10 个直属管理区域。
2021	1357+10	深化汾酒 “1357+10” 的市场布局，稳定发展大基地市场，以南方市场发展为契机，规划江、浙、沪、皖、粤等市场的科学发展路径，推动长三角、珠三角市场深度拓展、稳步突破。
2022	1357+10	持续优化汾酒 “1357+10” 市场布局，调整市场结构，精耕重点板块，深入拓展南方机会市场。
2023	1357+10	持续优化市场布局，继续深入推进汾酒 “1357+10” 全国化市场拓展，精耕大基地、华东、华南 “三大市场”。

资料来源: 酒业家公众号, 中国经营报公众号, 微酒公众号等, 天风证券研究所

**玻汾先行军势如破竹，青花优化市场利润结构。**随着 “1357+10” 布局的推进，汾酒全国化市场拓展步伐逐渐加速。由于玻汾具有快消品属性，是满足自饮需求的口粮酒（纯粮酿造+口感较好），同时玻汾广泛布局商超等传统零售渠道+电商等线上渠道，因此易被消费者接受。公司在进入省外市场时，往往先导入玻汾进入大众市场，凭借高性价比优势转化客户，进行消费者教育，同时大规模开发渠道终端，提升消费者熟悉度。

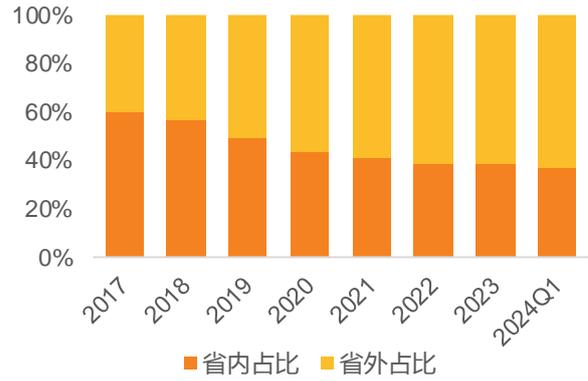
**省外市场高速增长，渠道终端快速扩张。**从收入方面来看，2023 年省外/省内市场分别实现营收 196.59/120.84 亿元，较 2017 年 CAGR 分别为 41.89%/22.52%，期间省外复合增速几乎为省内 2 倍，省外营收占比从 40.3%提升 21.7pcts 至 61.9%。从渠道方面来看，2017-2023 年期间省外/省内经销商数量分别从 248/1020 家增加 572/2100 家至 820/3120 家，同时全国终端数量实现快速增长，2019-2023H1 期间从 70 万家增长至 120 万家，为玻汾和青花全国化打下良好的渠道基础。

图 16: 2017-24Q1 山西汾酒省内外营收（亿元）及同比增速

图 17: 2017-24Q1 山西汾酒省外营收占比



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所



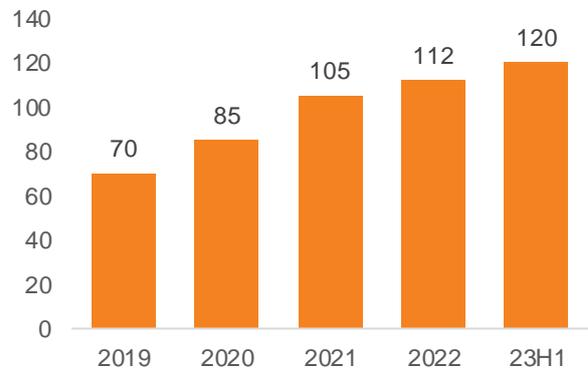
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 18: 2017-24Q1 省内省外经销商数量 (家)



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 19: 2019-2023H1 公司可控终端网点数量 (万家)



资料来源: 消费日报官方平台公众号, 公司公告, 汾酒集团官网, 天风证券研究所

### 3.1. 省内龙头地位牢固，渠道保持高质量运作

**省内人均收入稳定增长，白酒行业结构持续升级。**受煤炭业发展驱动，山西省经济发展速度较快（2022 年山西省煤炭开采和洗选业收入占 GDP 比重达到 64.06%），2019-2022 年连续四年山西省 GDP 同比增速高于全国，2022 年 GDP 增速为 4.4%（> 全国 3.0%），2015-2022 年期间居民可支配收入 CAGR 达到 7.27%，长期来看，居民消费水平升级带动省内白酒消费规模扩张与升级，山西汾酒作为省内全价格带龙头白酒企业，在高品牌知名度+完备渠道布局优势下，我们认为有望承接省内升级需求，实现结构性提升，进一步抢占高端次高端市场市占率。

图 20: 山西省煤炭业收入 (亿元) 及占 GDP 比重



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2015-2022 年全国和山西 GDP 同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

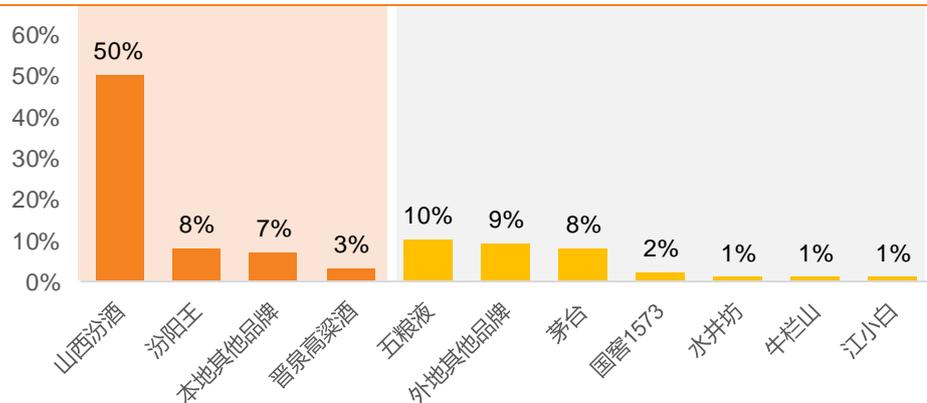
图 22：山西省居民人均可支配收入（万元/年）及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

**汾酒稳居龙头地位，多重优势助力结构提升。**山西省是清香型白酒的发源地和核心生产地，受历史文化和水土特征因素影响，省内白酒消费整体偏好清香型，2019 年主流消费价格带为 80-120 元，整体规模为 100 亿元左右。省内市场以本土品牌为主（2019 年本土品牌占比 70%），并呈现“一超多强”的局面，2019 年山西汾酒凭借 50%左右的市占率稳居龙头地位。细分来看，本土区域品牌（如梨花春、潞酒、晋泉）主要占据大众酒市场，次高端和中端市场以汾酒为主，高端市场则以全国性品牌为主（茅台、普五和国窖 1573）。目前山西汾酒在省内中低端市场表现强势（主流产品为老白汾和玻汾），在高市占率和高知名度的背景下，公司正通过青花系列深耕满足消费升级需求，获取省内市场新增量。

图 23：2019 年山西白酒市场竞争格局



资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

表 11：山西省白酒市场各价格带主流产品

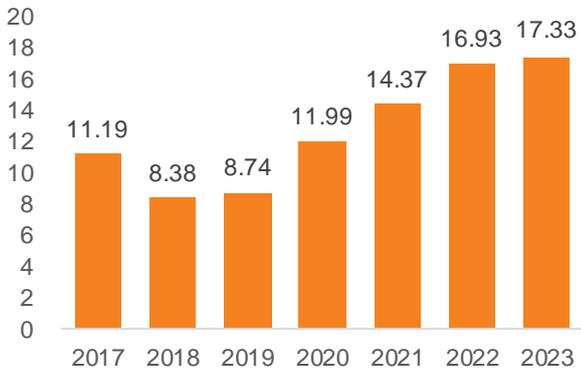
价格带	类别	产品
800 元以上	省内品牌	青花汾酒 50、青花汾酒中国装
	省外品牌	茅台、五粮液、泸州老窖
300-800 元	省内品牌	青花汾酒 20/30、巴拿马汾酒/金奖 20/黑坛、清雅汾阳王
	省外品牌	水井坊、剑南春
100-300 元	省内品牌	老白汾 10/20、汾阳王古法手工酿造
	省外品牌	洋河、泸州老窖系列、金六福
100 元以下	省内品牌	玻汾系列、杏花村酒、汾阳王、梨花春、晋泉高粱白、黎候宴、潞酒、羊羔酒、吕梁山、老传统
	省外品牌	江小白、衡水老白干、牛栏山

资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

**省内渠道推行精细化运作，经销商质量持续优化。**公司在省内品牌优势显著的基础上持

续进行渠道深耕，助推渠道下沉拓展，进行精细化运作。2016 年公司在省内落地“一百双千”工程，实现全省 1100 多个乡镇全覆盖，夯实渠道基础，2017 年公司明确省内市场规划，即巩固 100 家县级市场，确保 1000 家核心终端，主动开拓 1000 个空白社区或乡镇市场，2023 年省内经销商数量达到 820 家。同时省内市场通过渠道共建（控制货物流向和价格体系）+ 经销商分级管理体系+数字化营销体系+价格管控体系，实现经销商质量的有效提升，2023 年汾酒省内经销商规模达到 1473.63 万元/家，相较 2018 年增长 75.04%。

图 24：山西汾酒省内市场吨价（万元/千升）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：山西汾酒省内经销商数量及单个经销商规模



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 12：2020 年汾酒省内市场“九大要求”

管理维度	具体要求
市场管理	坚持“稳字当头，实字打底，严字为要”，确保市场高质量运行。
市场管理	把握市场发展的周期规律，全面梳理产品结构、价格体系、市场秩序。
渠道运作	正确认识共建工程，不断升级共建工程，持续发展好共建工程。
产品梳理	进一步提升青花汾酒的销售占比，运用前瞻性的思考，针对性的方法和有效性的投入，努力做结构性增长。
市场管理	“从严从重”治理市场秩序，确保山西市场的“蓝天碧水”。
市场管理	把市场净化工作作为 2020 年的重点工作，全面净化山西市场。
市场管理	制定打假专项工作计划，做到月度有声音，季度有成绩，年度有成果，形成威慑力，保护好汾酒的产品和品牌。
渠道运作	以 2019 年经销商收益为基础，通过信息赋能和精细化管理，稳步提升经销商的利润水平。
营销宣传	以“文化+品质”的传播为主线，传播汾酒好声音，要利用多种形式的公益活动，提升企业形象与品牌价值。

资料来源：微酒公众号，天风证券研究所

### 3.2. 环山西基地优势明显，终端网络布局成熟

环山西区域市场规模庞大，全国性名酒竞争激烈。公司根据不同地域的消费特点将环山西市场划分为陕蒙板块、京津冀板块和鲁豫板块，其中鲁豫板块与山西地理位置最近，享受积极的外溢效应，同时白酒市场规模庞大，具有广阔的发展空间。

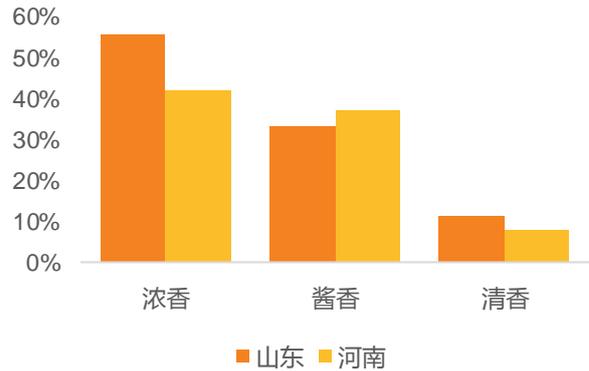
- 1) **经济环境：**山东、河南是环山西市场中的代表市场，具有地域广阔、人口众多、消费能力强等特点，2022 年 GDP 排名分别位列全国第三和第五，2022 年白酒市场规模分别为 600 亿元和 619 亿元，商务宴请和个人消费方面白酒需求量较大。
- 2) **香型特点：**2022 年山东白酒市场中浓香/酱香/清香占比分别为 55.56%/33.34%/11.1%，河南白酒市场中浓香/酱香/清香占比分别约为 42%/37%/8%，近年“清香热”势头逐渐凸显，清香型存有广阔发展空间，且其中基本以山西汾酒为主。
- 3) **竞争格局：**环山西白酒市场一大重要特征为格局分散，缺少本地龙头，为山西汾酒等全国性名酒提供充分竞争空间，2022 年汾酒在河南和山东市场均突破 20 亿元。

图 26：2022 年 GDP 排名前十省份



资料来源：东南网公众号，各地统计局，天风证券研究所

图 27：山东（2022 年）河南（2023 年）白酒市场香型分布



资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

**具备强品牌效应基础，强化消费者培育。**据酒说公众号，从长期品牌认知来看，受上个世纪“汾老大”时期影响，环山西市场具备一定清香基础，同时由于山东、河南等地与山西经济往来密切，汾酒在环山西市场具备良好的消费氛围。从短期品牌建设来看，通过核心单位意见领袖推广+强化高端消费培育+户外媒介大量投放+宴席推广+互动赠饮等活动，汾酒进一步强化环山西市场的品牌曝光度和接受度，引领“清香热”复苏。

**绑定本土大商利益，渠道终端升级进阶。**据酒说公众号，公司在环山西市场①绑定本土大商利益共同体：汾酒充分调动大商渠道资源（新星集团、德诚宝真等知名平台商）打通市场脉络，通过汾香荟、九州行系统赋能经销商队伍建设和终端管控，同时组建区域联盟体让终端商家参与到品牌建设中，从而提高了合作商家的积极性。②终端网点建设：汾酒在环山西市场已形成较为成熟的终端网络，终端门店众多且产品高中低全价位覆盖，整体销售体系健全，2022 年山东直控终端已经超过 10 万余家。同时汾酒持续开展终端升级工程，促进核心联盟店进阶，实现对渠道的精细化深耕。③严控配额，用供需调节确保价格稳升，落实控盘分利模式。

表 13：山西汾酒鲁豫市场渠道营销建设工作

市场	时间	渠道营销性质	具体事件
河南市场	2017/8/4	营销推广	汾酒集团举办的“豫”见汾酒 中国酒魂 2017 汾酒大型文化巡演，迎来了中原巡演的第一站——新蔡县。
	2019/5/18	消费者培育	汾酒全国首家消费者俱乐部“汾香荟”郑州成立。
	2023/10/20	消费者培育	河南喜洋洋旗下青花汾酒体验中心（通泰路店）开业。
山东市场	2018/11/5	营销推广	“青花汾酒 清香盛宴”——品味中国味道系列主题高端推广活动山东站正式拉开帷幕。
	2019 年 5-6 月	营销推广	汾酒山东省区营销团队在齐鲁大地策划了汾酒免品活动。
	2019/8/12	平台建设	由山西杏花村汾酒销售有限责任公司、山东德诚宝真酒业有限公司联合发起的“巴拿马金奖汾酒俱乐部”在山东青岛崂山书院隆重成立。
	2022 年	平台建设	集聚 14 家大商（均为山东的代表性酒商，囊括新星集团、德诚宝真、泰山名饮、聊城金泉等知名酒商），分别出资 100 万元，共同组建山东龙聚祥商贸有限公司，负责献礼版玻汾在山东市场的运营推广。

资料来源：华夏酒报公众号，河南日报名酒公众号，汾酒销售公司公众号等，天风证券研究所

我们认为，通过在环山西市场渠道和消费端的深耕细作，汾酒已形成较为明显的高性价比优势，整体流通速度快+周转效率高+社会库存加压少，减少了渠道梗阻、价格乱象等问题的产生，同时厂商集中精力进行消费者培育+市场动销管控，推动了市场运作进入良性循环，环山西市场已成为较为成熟良性的标杆市场。目前环山西市场的主销产品为中端老白汾巴拿马系列，未来随着青花系列的渗透运作，有望进一步提升盈利水平和产品结构。

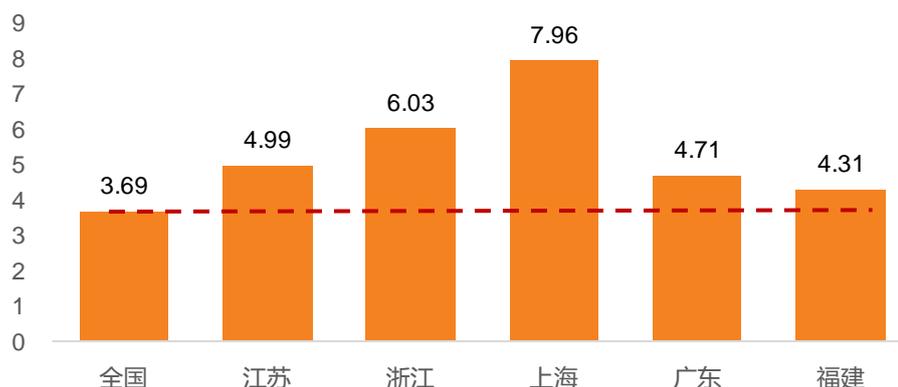
### 3.3. 长江以南实现重点突破，创新开拓激发增长活力

**南方市场高速增长，多点区域实现突破。**2017 年下半年汾酒建立混改的市场化合资品牌

公司象屿汾酒（福建）销售公司，拉开南征序幕，此后通过一系列举措在南方区域市场实现重点突破。在上海/浙江市场，2016-2019 年汾酒的销售规模累计增幅分别达到 422.76%/353.43%；在安徽市场，汾酒打破“东不入皖”说法，2017-2022 年期间收入从不足 2 千万提升至超 3 亿规模（省会合肥已突破亿元大关）。截止 2021 年底，经销商数量从不足十家提升至近百家，网点数量从不足千家提升至 4 万+家；在江苏市场，2021 年汾酒体量已增长至超 5 亿元规模，2022 年南京终端数量扩张至三万家，玻汾餐饮自点率较高。2022 年汾酒在长江以南市场仍不减增速，同比增长达 50%+。

**南方市场具备高价格带站位，打开汾酒高端化增长空间。**长江以南地区经济发达，居民消费水平较高，2022 年江苏/浙江/上海/广东/福建人均可支配收入分别为 4.99/6.03/7.96/4.71/4.31 万元/年，均高于全国平均水平。因此相较于北方，南方白酒市场主流价格带具备更高的站位，与青花 20 终端建议零售价接近（498 元），“打过长江”市场战略不仅是汾酒全国化之路的重要一环，也为次高端青花系列打开增量空间。

图 28：2022 年部分南方省（市）人均可支配收入（万元/年）



资料来源：和讯公众号，国家统计局，天风证券研究所

**明确核心市场定位，渠道、营销、激励支持力度可观。**相比较为成熟的环山西市场，长江以南市场仍处于开拓阶段，重点加大选商、优商、扶商工作力度。公司制定长三角、珠三角五省推进策略，给予五大核心市场不同市场定位，从重点城市突破，打造样板市场，逐步展开招商育商工作，从而实现产品品牌渗透，并在组织人员、组织架构、营销宣传等方面采取特色措施。

- 1) 在组织人员上，公司成立加快拓展领导组和执行组，并增加省区营销人员和地聘人员，其中地聘人员每年增加 300 人，厂方现有人员按比例每年增长 50%。同时在试点区域引进职业经理人制度，导入竞聘上岗方式，从全国各地抽调不少于 20 名优秀城市经理。
- 2) 在组织架构上，汾酒成立广东竹叶青酒业有限公司、汾酒浙江平台公司等混改企业，不断推进汾酒“营销职能向一线前移”的落地，通过和当地有资金、网络实力的经销商成立合资公司的方式，形成 1+1>2 的格局。
- 3) 在营销宣传上，公司对长三角、珠三角市场区域投入前置费用支持（打破年度费效比的限制，按三年总任务测算，给予区域三年费用总指标，设定相对安全的风控峰值），主要用于终端拓展、大型活动推广、事件营销等。此外公司还配备了 ERP 后台、业务大中台，以及包括会员体系、汾享会、渠道管理系统、数据中心等在内的营销前端系统作为科技保障。

表 14：汾酒长三角、珠三角五省“作战计划”

市场	定位
江苏市场	一线白酒会战市场（构建据点、全面布商、培育核心产品）
上海市场	江南标识、大都市战略、文化差异研究所（目标是保增量、树形象、建机制）
浙江市场	规模潜力市场
安徽市场	品牌占位市场

广东市场 沿海经济发达市场

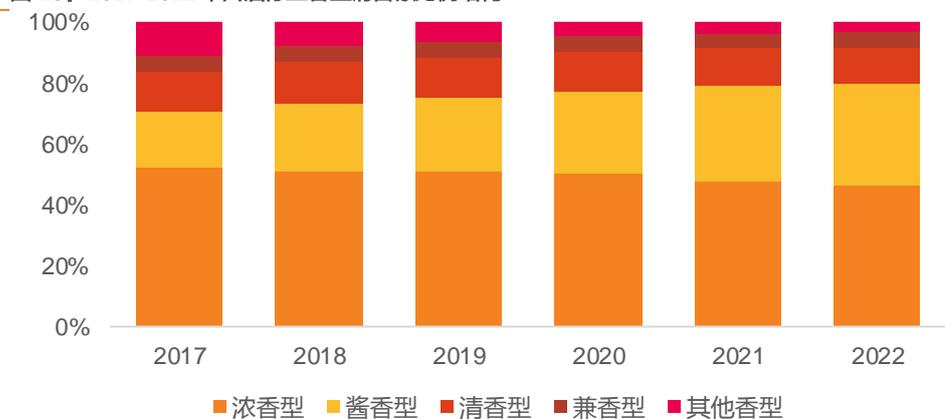
资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

## 4. 汾酒开启大清香时代，多重势能利好后续发展

### 4.1. 清香势能：汾酒引领清香复兴，年轻群体释放需求潜力

**“汾老大”改革复兴，清香市场迎热潮。**上世纪 70 年代之前，清香型白酒凭借酿酒周期短+出酒率高等优势稳居白酒第一大香型，市占率达到 70%以上，在巅峰时期汾酒产量达到五粮液的 4 倍、茅台的 6 倍，市占率高达 80%，被冠以“汾老大”的称号。随着居民收入水平提升以及粮食供应量大幅增加，以五粮液为首的浓香型白酒在 90 年代逐渐实现反超。2010 年开始，茅台强势崛起引领“酱香热”，产业资本纷纷涌入酱香白酒市场。近年来，随着清香核心产区价值输出+汾酒二次改革复兴，清香型品类将迎来新机遇。2022 年清香型白酒市场规模为 753 亿元左右，占比 12%，清香型未来仍具有较大的增量空间。

图 29：2017-2022 年白酒行业香型销售额比例结构



资料来源：酒业家公众号，和君咨询，天风证券研究所

**政策扶持夯实复兴基础，年轻偏好开辟潜力市场。**目前清香型白酒正逐步形成以汾酒为核心的全国化布局，清香品类迎来新市场机会主要受益于政策扶持（2023 年 12 月出台的《关于推动消费品工业高质量发展的实施意见》曾三度提到杏花村和汾酒）、产区赋能（致力于打造以汾阳为核心的清香产区）和名酒引领等因素。此外清香型白酒凭借“清、柔、甜、净”风味以及较高的适口性拥有较多的年轻消费群体，根据尼尔森报告，白酒消费主力呈年轻化趋势，2022 年 90 后消费占比已达 23%，年轻群体的偏好为清香品类带来一定的需求增长潜力。

**我们认为汾酒、清香复兴相辅相成，打开未来成长天花板。**一方面，汾酒从一枝独秀迈向品类引领，开启大清香时代，带动清香品类复兴，用玻汾全国化做实清香消费培育，推高清香热度；另一方面，清香品类复兴将进一步为汾酒带来更强的增长动力，在品牌竞争白热化的白酒行业，清香崛起将强化汾酒的品类差异化优势，赋能品牌价值，同时也将助推汾酒享受清香龙头发展红利，利用品类优势打开自身成长天花板。

### 4.2. 汾酒势能：两阶段规划分步走，品牌产品市场保持向上活力

2023 年汾酒经销商大会提出两阶段规划：2022-2024 年总基调是稳中求进（稳在前进在后），这段时期是复兴转型发展（聚焦中高端产品转型）和管理提升阶段，其中 2024 年以发展为第一要务，以规范为第一目标；2025-2030 年总基调是进中保稳（进在前稳在后），重点要实现改革、管理、营销、生产、科研、文化、人才、品牌、产品等全要素的综合创新与协同，挖掘内生动力。

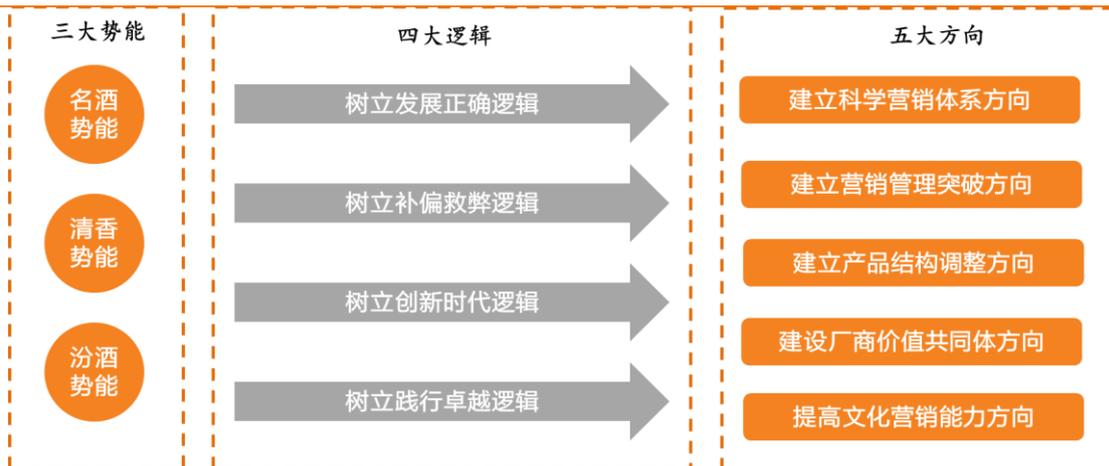
表 15：2023 年汾酒经销商大会明确发展纲领

改革方向	具体细分	具体措施
------	------	------

<b>三个一</b>	一个目标 一盘棋 一个共同体	以实现“三分天下有其一”为奋斗目标，广泛凝聚人心，汇聚力量。 统筹市场资源，实现三大品牌协同，国际国内市场协同，营、销协同。 实现渠道共同体，也就是倡导渠道共同体意识，促进线上与线下，代理商与终端，烟酒店与非烟酒店渠道的共同发展。
<b>两个阶段</b>	2022-2024 年 2025-2030 年	发展转型期和管理升级期，总基调是“稳中求进”，稳在前进在后 汾酒复兴发展成果巩固期和要素调整期，总基调是“进中保稳”，进在前稳在后。
<b>三大要素</b>	管理突破  市场突破  人才突破	<b>战略管理：</b> 汾酒定位为多品类之下青花品牌优先发展，青花 50 坚定做高，青花 40 做实，青花 30 做强，青花 20 做大，杏花村、竹叶青进行推动起步发展。 <b>渠道管理：</b> 拓展烟酒店同时兼顾高端团购、餐饮渠道发展。 <b>基础管理：</b> 货物流向管理（五码合一），费用落地管理，价格体系管理。 代理商资源的科学配置 渠道数量和单店质量提升 费用落地管理、价格体系管理等形成渠道动力 共建干事创业的人才发展平台 制定公平、公正的市场化人才机制 搭建人才不断成长发展的新阶梯。
<b>四大重塑加速</b>	团队文化重塑 营销认知重塑 品牌价值重塑 渠道模式重塑	创新、协同、苦干、奉献 转变固化的营销认知，引领汾酒营销实现新的转型 讲好“席未散，酒已醒”、原料取材等故事，重塑汾酒品牌价值与文化 通过“信誉、服务、数字化”三个方面赋能。

资料来源：名酒观察公众号，米多大数据引擎公众号，天风证券研究所

图 30：2023 年汾酒经销商大会明确科学营销之路



资料来源：消费日报官方平台公众号，人民网公众号，天风证券研究所

#### 4.2.1. 公司管理团队履新，中坚实干派引领复兴

我们认为，汾酒的竞争优势主要来源于高弹性的产品策略&渠道策略，公司可灵活调控产品放量布局以应对外部宏观经济波动，同时在基地市场充分渗透的基础上，公司在华东、华南市场拓展方面亦具有灵活节奏，在兼具弹性产品矩阵&全面市场布局两张坚实底牌的基础上，汾酒的后续发展方向、节奏和空间主要取决于公司管理层的组成、战略、路径和方向。

**管理团队焕新，实干风格有望引领高质发展。**2023 年 6 月份酒迎来重大人事变动，副董事长、总经理谭忠豹到龄卸任，董事、副总经理杨建峰和常建伟调离，此次变动意味着汾酒真正进入了袁清茂时代。袁清茂董事长处于“当打之年”（今年 55 岁），曾任山西交控集团董事长，具备深厚财务经验、娴熟政商谈判能力以及强大实干作风；张永踊总经理现年 51 岁，在汾酒拥有 30 年的工作经验，一线市场经验丰富，熟悉汾酒销售体系、经销商体系以及市场打法。经验丰富的实干派管理层未来有望助推汾酒持续高速高质发展。

图 31：汾酒新老管理团队履新成就

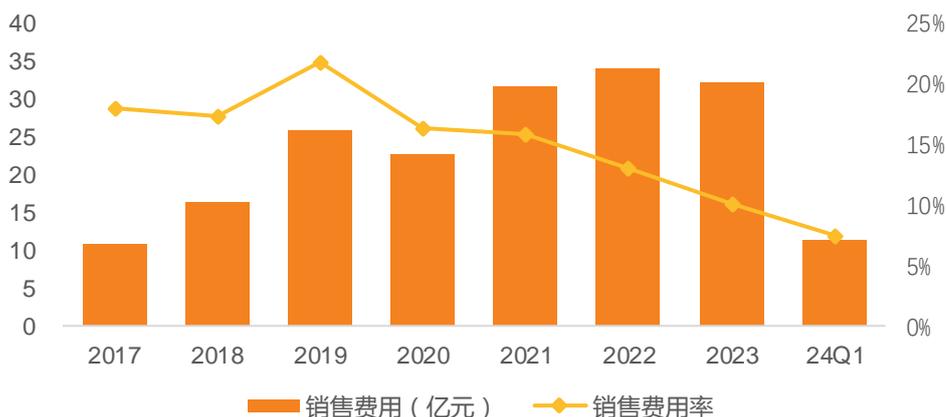
新管理层	高管	职务	任职日期	离任日期	履历
	袁清茂	董事长	2022年1月	-	曾任太原高新技术产业开发总公司总经理，山西省供销社财务处处长，山西兴合资产管理有限责任公司总经理，山西省供销社联合社副主任，山西省交通厅党组成员，副厅长兼总会计师；现任山西交通控股集团有限公司党委书记，董事长，山西路桥股份有限公司党委书记、董事长。
	张永踊	销售公司总经理	2023年	-	历任汾酒股份公司总经理助理，汾酒营销中心副主任，山西杏花村竹叶青产业有限责任公司党委书记，执行董事。现任公司副总经理，汾酒营销中心主任，汾酒销售公司党委书记，执行董事，总经理，山西汾酒创意定制有限公司董事长，山西杏花村汾酒国际贸易有限责任公司党委书记，执行董事，山西杏花村酒销售有限责任公司执行董事。
老管理层	高管	职务	任职日期	离任日期	履历
	李秋喜	董事长	2019年12月	2021年12月	2005年，从晋牌水泥集团调任至汾酒，担任汾酒集团副董事长、党委委员、总经理；2009年底，正式当选汾酒集团新一届董事长；2017年2月，任汾酒集团党委书记、董事长；2020年11月，任山西杏花村汾酒集团有限责任公司党委委员、书记、董事长。
	谭忠豹	总经理	2019年12月	2023年6月	2002年开始任汾酒股份公司的董事；2005年开始连续多届任汾酒股份公司副董事长；2011年起，谭忠豹担任汾酒集团总经理

资料来源：wind，酒说公众号，河北日报公众号，山西省酒业商会微信公众号，天风证券研究所

#### 4.2.2. 强化文化名酒定位，营销宣传效率提升

文化改革提升品牌价值，全渠道营销品牌文化。公司坚持“清香品质为本，历史文化为魂”的品牌定位，不断加强品牌建设。汾酒紧紧围绕“国酒之源、清香之祖、文化之根”的定位，致力于将汾酒打造为世界第一文化名酒。近年来，公司通过全渠道营销，树立文化品牌形象。公司持续提升营销推广费用使用效率，在品牌形象推广+动销态势良好的背景下，2019-24Q1 销售费用率持续收缩，24Q1 销售费用率为 7.47%。

图 32：2017-24Q1 公司销售费用（亿元）及销售费用率



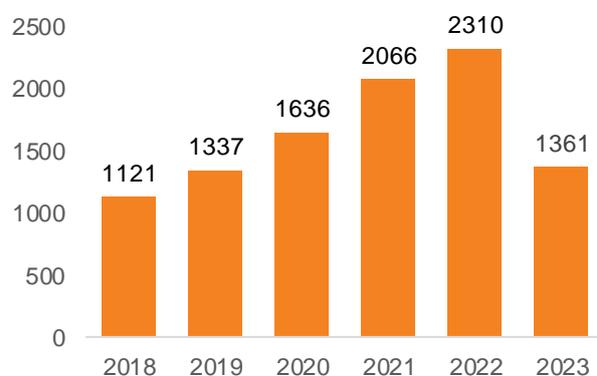
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：公司广告业务推广费用（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：公司销售人员数量（人）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

表 16：汾酒营销品牌文化活动

时间	事件
2016 年以来	每年举办汾酒封藏大典

2018年1月9日	汾酒《封藏大典》案例荣获金牛角 2017 年度最具品牌活力奖，将汾酒文化 IP 化
2018年4月25日	召开河南市场营销工作推进会，成立品牌事业部，开创汾酒营销新模式
2018年4月-2020年9月	“行走的汾酒”先后到达汾阳、济南、郑州、杭州等地，向公众展示传承千年的酿造工艺
2019年8月26日	举办“献礼盛世华诞，传承百年珍藏”中国汾酒城·藏酒发布会
2020年7月28日	举办“2020 汾酒银号文化五觉新中式品鉴会”，彰显了汾酒的历史与文化遗产
2021年7月5日	顺应新国风热潮，推出青花汾酒 40·中国龙，对汾酒文化“新传承”、“新表达”
2021年11月6日	在第四届进博会与格鲁吉亚共同推出“中格联名酒”，将汾酒文化传向世界
2022年6月23日	汾酒老作坊修葺揭牌仪式举行，深挖和活化汾酒文化底蕴，提升汾酒文化自信
2022年8月18日	“千里江山，只此清香”2022 中国杏花村国际酒业博览会“汾酒之夜”晚会举办
2023年6月16日	2023 “瓶”行世界·汾酒文创互动艺术展启幕，对汾酒历史文化全新表达
2023年6月29日	2023 年汾酒集团“文化和自然遗产日”非遗展演展示系列活动举办，展示汾酒文化内涵

资料来源：微酒公众号，醉美杏花村公众号，世界晋商网公众号，酒业财经等，天风证券研究所

#### 4.2.3. 打破优质产能瓶颈，产品市场保持向上活力

**生产端：技改项目逐步落地，优质产能持续释放。**2018 年汾酒开启全国化，2021 年 & 2023 年公司开启新增原酒产能和储能项目，同时主动控制大众酒玻汾的产能释放，将更多优质产能集中在中高价位带产品，迎合结构高端化目标，此外公司也对集团层面的原酒产能进行整合，从而实现产能的逐步释放。

**销售端：**

**强化产品矩阵弹性，拔高产品价值高度。**2023 年山西汾酒明确两条产品基准线：一是以青花 30 汾酒为发展基准线，推动青花汾酒全系列产品市场占有率的稳步突破；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。我们认为，两条基准线保证汾酒产品结构弹性，有望在经济放缓周期利用玻汾抓住大众市场，夯实消费者培育基础工作，在经济上行周期聚焦青花系列发展，迎合消费升级和次高端扩容趋势，实现品牌价值的提升。同时两条基准线都是在扩大既有量的基础上，进一步寻求更高价格带的突破（玻汾推出献礼版 + 青花系列基准线调高至青花 30·复兴版），明确了公司持续高端化决心。

**深耕基地市场，加速拓展长江以南市场。**山西汾酒深入推进“1357+10”全国化市场布局，精耕大基地、华东、华南三大市场。公司在省外市场通过老白汾/巴拿马深挖渠道市场，开展数字化营销，逐步导入青花系列，加快实现结构转型。同时，公司运用玻汾、青花两大利器持续突破长江以南市场，消费者培育和结构升级两手抓，精准定位消费人群，有效管理团购客户，深度合作高端圈层，重点突破宴席工程。

### 5. 盈利预测

1) 中高价酒类：青花系列为公司高端价值回归中心产品，且青花汾酒发展大会宣布将基准线从青花 20 上移至青花 30，未来高端化趋势坚定，随着全国化推进 & 产品结构优化，我们预计 2024-2026 年中高价酒类收入增速为 22%/21%/20%。

2) 其他酒类：随着系列酒队伍建设和市场划分逐步完善，同时 2023 汾酒全球经销商大会明确竹叶青酒要真正成为市场上的露酒第一品牌，我们预计其他酒类 2024-2026 年收入增速为 17%/18%/16%。

基于以上假设，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 386/464/549 亿元（同比增长 21%/20%/18%），归母净利润分别为 131/159/193 亿元（同比增长 25%/22%/21%），对应 PE 分别为 23X/19X/16X，维持“买入”评级。

表 17：山西汾酒盈利预测表（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	262.14	319.28	385.54	463.81	549.30
yoy	31.26%	21.80%	20.75%	20.30%	18.43%

中高价酒类	189.33	232.03	283.57	343.68	410.70
yoy	-	22.56%	22.21%	21.20%	19.50%
其他酒类	71.07	85.40	99.92	117.90	136.17
yoy	-	20.15%	17.00%	18.00%	15.50%
其他业务	1.74	1.85	2.06	2.22	2.42
yoy	6.88%	6.65%	11.00%	8.00%	9.00%
营业成本	64.60	78.84	91.65	106.56	122.48
中高价酒类	30.32	36.91	43.95	51.55	60.37
其他酒类	33.59	41.29	46.96	54.23	61.28
其他业务	0.69	0.65	0.74	0.78	0.82
毛利率	75.36%	75.31%	76.23%	77.02%	77.70%
中高价酒类	83.98%	84.09%	84.50%	85.00%	85.30%
其他酒类	52.74%	51.65%	53.00%	54.00%	55.00%
其他业务	60.41%	65.17%	64.30%	65.00%	66.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

注：2022年中高价酒类和其他酒类yoy缺失主要系年报拆分口径调整导致无法计算。

我们采用 PEG 估值法对公司进行估值，山西汾酒主营产品为高端白酒青花 30·复兴版、次高端白酒青花 20 及大众价格带白酒玻汾。根据公司自身性质的角度选择可比公司，包括贵州茅台、五粮液、古井贡酒和水井坊，其 24 年预测 PEG 均值为 1.22。考虑到玻汾培育浓厚清香氛围&青花 20 持续全国化放量&青花 30 高端圈层培育逐步完善，我们预计公司业务增速较高，因此我们给予 2024 年 1.25X PEG，根据预测 23-26 年归母净利润 CAGR 为 22.74%，计算合理 PE 为 28 倍 PE，目标价 300.16 元/股，维持“买入”评级。

表 18：可比公司 2024 年预测 PEG

证券代码	公司简称	PEG
600519.SH	贵州茅台	1.48
000858.SZ	五粮液	1.41
000596.SZ	古井贡酒	0.88
600779.SH	水井坊	1.12
	可比公司平均	1.22
600809.SH	山西汾酒	1.25

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：时间截至 2024/5/29，可比公司估值来自 wind 一致预期

## 6. 风险提示

**宏观经济增长不及预期：**白酒行业受宏观经济环境影响较大，如宏观经济增长放缓，企业商务消费及居民日常消费收缩，将对公司高端及次高端产品增长产生影响。

**行业竞争加剧：**随着白酒行业进入存量竞争时代，行业集中度不断提升，具有强品牌力&强渠道力&强资金壁垒的酒企具有更强的竞争优势，谨防行业激烈竞争带来恶性竞争。

**省外拓展不及预期：**公司通过青花系列和玻汾持续开拓省外市场，如遇省外市场消费偏好变化或当地酒企龙头地位强势，公司省外拓展受阻可能影响未来增长。

**中高价酒类增长不及预期：**公司通过运作青花系列实现结构升级和利润增厚，如果青花 30·复兴版市场推广受阻，增长情况不及预期，则有可能影响公司后续业绩表现。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,201.22	3,774.75	4,373.32	15,814.22	27,714.25
应收票据及应收账款	0.54	0.23	0.70	0.42	0.91
预付账款	132.85	113.57	296.23	144.61	343.85
存货	9,649.55	11,572.56	13,333.46	16,004.32	18,001.99
其他	8,217.86	19,146.70	28,264.21	32,156.83	38,186.09
<b>流动资产合计</b>	<b>29,202.01</b>	<b>34,607.80</b>	<b>46,267.93</b>	<b>64,120.41</b>	<b>84,247.09</b>
长期股权投资	80.45	94.18	94.18	94.18	94.18
固定资产	2,124.85	1,926.33	1,802.66	1,670.65	1,530.31
在建工程	355.41	829.21	1,179.21	1,279.21	1,379.21
无形资产	1,075.97	1,246.69	1,247.18	1,237.23	1,226.83
其他	3,847.79	5,391.63	5,391.63	5,391.63	5,391.63
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,484.46</b>	<b>9,488.03</b>	<b>9,714.85</b>	<b>9,672.89</b>	<b>9,622.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>36,686.47</b>	<b>44,095.84</b>	<b>55,982.78</b>	<b>73,793.30</b>	<b>93,869.24</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,948.31	2,893.14	3,962.32	4,113.00	5,247.35
其他	4,989.94	5,224.35	10,385.43	11,988.57	11,504.31
<b>流动负债合计</b>	<b>7,938.25</b>	<b>8,117.49</b>	<b>14,347.74</b>	<b>16,101.57</b>	<b>16,751.66</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	94.50	674.10	290.41	353.00	439.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>94.50</b>	<b>674.10</b>	<b>290.41</b>	<b>353.00</b>	<b>439.17</b>
<b>负债合计</b>	<b>14,940.95</b>	<b>15,820.77</b>	<b>14,638.15</b>	<b>16,454.57</b>	<b>17,190.83</b>
少数股东权益	424.68	438.16	463.74	494.94	532.70
股本	1,220.07	1,219.96	1,219.96	1,219.96	1,219.96
资本公积	591.70	704.07	704.07	704.07	704.07
留存收益	19,398.89	25,787.22	38,860.95	54,809.17	74,110.96
其他	110.19	125.65	95.90	110.58	110.71
<b>股东权益合计</b>	<b>21,745.52</b>	<b>28,275.07</b>	<b>41,344.62</b>	<b>57,338.72</b>	<b>76,678.41</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36,686.47</b>	<b>44,095.84</b>	<b>55,982.78</b>	<b>73,793.30</b>	<b>93,869.24</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>26,213.86</b>	<b>31,928.48</b>	<b>38,554.08</b>	<b>46,380.65</b>	<b>54,929.92</b>
营业成本	6,459.92	7,884.35	9,252.98	10,899.45	12,633.88
营业税金及附加	4,601.53	5,831.98	6,978.29	8,348.52	9,887.39
销售费用	3,403.57	3,216.78	3,778.30	4,406.16	4,943.69
管理费用	1,214.48	1,202.10	1,349.39	1,762.46	2,087.34
研发费用	58.00	88.18	77.11	107.83	129.76
财务费用	(36.79)	(7.94)	(27.10)	(67.14)	(144.76)
资产/信用减值损失	16.53	(3.20)	5.00	6.11	2.64
公允价值变动收益	3.15	0.24	0.00	0.00	0.00
投资净收益	330.03	499.30	300.50	376.61	392.13
其他	(709.23)	(1,007.37)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>10,872.68</b>	<b>14,224.06</b>	<b>17,450.61</b>	<b>21,306.08</b>	<b>25,787.40</b>
营业外收入	6.23	4.89	27.33	12.82	15.01
营业外支出	2.99	23.81	12.21	13.00	16.34
<b>利润总额</b>	<b>10,875.91</b>	<b>14,205.14</b>	<b>17,465.73</b>	<b>21,305.90</b>	<b>25,786.07</b>
所得税	2,718.94	3,746.61	4,366.43	5,326.47	6,446.52
<b>净利润</b>	<b>8,156.97</b>	<b>10,458.53</b>	<b>13,099.30</b>	<b>15,979.42</b>	<b>19,339.56</b>
少数股东损益	61.12	20.42	25.58	31.20	37.76
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8,095.85</b>	<b>10,438.11</b>	<b>13,073.72</b>	<b>15,948.22</b>	<b>19,301.80</b>
每股收益(元)	6.64	8.56	10.72	13.07	15.82

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	31.26%	21.80%	20.75%	20.30%	18.43%
营业利润	54.67%	30.82%	22.68%	22.09%	21.03%
归属于母公司净利润	52.36%	28.93%	25.25%	21.99%	21.03%
<b>获利能力</b>					
毛利率	75.36%	75.31%	76.00%	76.50%	77.00%
净利率	30.88%	32.69%	33.91%	34.39%	35.14%
ROE	37.97%	37.50%	31.98%	28.06%	25.35%
ROIC	481.52%	185.38%	67.35%	49.97%	52.79%

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	8,156.97	10,458.53	13,073.72	15,948.22	19,301.80
折旧摊销	201.24	253.31	253.18	261.96	270.74
财务费用	0.72	39.42	(27.10)	(67.14)	(144.76)
投资损失	(330.03)	(499.30)	(300.50)	(376.61)	(392.13)
营运资金变动	(1,417.48)	(15,033.28)	(12,244.16)	(4,595.16)	(7,490.39)
其它	3,698.78	12,006.40	25.58	31.20	37.76
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,310.20</b>	<b>7,225.08</b>	<b>780.73</b>	<b>11,202.47</b>	<b>11,583.00</b>
资本支出	913.04	133.43	863.69	157.41	133.83
长期投资	4.09	13.73	0.00	0.00	0.00
其他	(3,810.63)	(10,367.15)	(1,043.19)	(0.80)	38.30
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,893.50)</b>	<b>(10,219.98)</b>	<b>(179.50)</b>	<b>156.61</b>	<b>172.13</b>
债权融资	32.09	344.46	27.10	67.14	144.76
股权融资	(3,851.95)	127.73	(29.75)	14.68	0.13
其他	1,612.16	(4,903.80)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,207.70)</b>	<b>(4,431.61)</b>	<b>(2.65)</b>	<b>81.82</b>	<b>144.89</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>5,209.00</b>	<b>(7,426.51)</b>	<b>598.58</b>	<b>11,440.90</b>	<b>11,900.03</b>

<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.73%	35.88%	26.15%	22.30%	18.31%
净负债率	-51.47%	-12.13%	-9.74%	-26.98%	-35.69%
流动比率	1.97	2.28	3.22	3.98	5.03
速动比率	1.32	1.52	2.30	2.99	3.95
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	29,182.88	82,505.88	82,505.88	82,505.88	82,505.88
存货周转率	2.94	3.01	3.10	3.16	3.23
总资产周转率	0.79	0.79	0.77	0.71	0.66
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	6.64	8.56	10.72	13.07	15.82
每股经营现金流	8.45	5.92	0.64	9.18	9.49
每股净资产	17.48	22.82	33.51	46.59	62.42
<b>估值比率</b>					
市盈率	36.98	28.68	22.90	18.77	15.51
市净率	14.04	10.75	7.32	5.27	3.93
EV/EBITDA	30.00	18.77	16.43	12.98	10.31
EV/EBIT	30.55	19.10	16.67	13.14	10.42

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
		邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com