

山西汾酒 (600809.SH)

提质换档，增长动能充足

优于大市

核心观点

横向对比：改革是公司突破发展瓶颈的关键，山西汾酒发展潜力充足。以史为鉴，我们复盘了贵州茅台、五粮液、洋河股份等公司，当酒企收入突破 300 亿体量后，通常会进入低增长的经营周期阶段，或面临产能、渠道、组织、品牌等考验，例如 2014 年的茅台、2023 年的洋河等。汾酒从 100 亿跨越到 300 亿的速度快于其他酒企，我们认为未来两年汾酒不会出现明显降速：1) 汾酒全价位布局，产品结构调整速度较快，青花 20 和玻汾仍处于高势能阶段；2) 山西、环山西等基本盘市场稳定，为价位升级提供基础，也为全国化扩张提供人才、渠道模式等；3) 积极改革补足渠道短板，汾酒以“汾享礼遇”为抓手，强化控盘分利和精细化运作的的能力，优化经销商队伍；4) 青花 30·复兴版引领，价位升级思路清晰。

居安思危：组织先行，进行渠道改革，赋能产品升级。历史复盘看，每轮国企改革均能对内部机制、组织等进行系统性梳理，2023 年汾酒进行全方位改革，管理深度赋能，进而适配发展新阶段。1) 组织配称，公司相继成立青花事业部、数据管理部，赋能高端酒培育和渠道改革，进入组织驱动阶段。2) 人才梯队，公司开始加大外聘人员，搭建内部系统性培养体系。3) 渠道改革，2023 年开始公司以“汾享礼遇”为工具，补齐渠道短板，对经销商分层、渠道分级管理，进而识别有效终端，提高费投效率。

增长逻辑：构筑环山西区域基本盘，多价位带布局，发展行稳致远。汾酒多价位带布局，2024 年增长重心更多依靠青花 20+老白汾，“环山西市场”或逐步走向“类山西市场”，产品结构和消费习惯对标山西省内，侧面印证省外市场进入 3.0 阶段。其次，我们认为青花 20 位于高势能增长区间，由商务单一场景增长进入到多场景增长，横向对比发现青花 20 处于全国化扩张中期，发展阶段介于水晶剑和 60 版特曲之间，短期不会进入存量的量价博弈。因此，青花 20 未来全国化扩张能支撑汾酒营收进入 500 亿阵营。

投资建议：汾酒或进入发展历史机遇期，维持“优于大市”评级。上修此前盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 384.7/454.1/522.5 亿元（前值为 384.7/451.7/519.3 亿元，上修 0%/0.5%/0.6%），实现归母净利润 131.8/161.7/189.6 亿元（前值为 131.2/160.6/189.6 亿元，上修 0.4%/0.7%/0%），对应 PE 21.5/17.5/14.9X。考虑到增长势能延续、渠道改革稳步推进，给予 2024 年 23-27X 估值水平，对应目标价 248.40-291.60 元（中值约 270.00 元），维持“优于大市”评级。

风险提示：竞争加剧；青花 30·复兴版推广不及预期；需求复苏不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,214	31,928	38,468	45,412	52,253
(+/-%)	31.3%	21.8%	20.5%	18.1%	15.1%
净利润(百万元)	8096	10438	13177	16173	18962
(+/-%)	52.4%	28.9%	26.2%	22.7%	17.2%
每股收益(元)	6.64	8.56	10.80	13.26	15.54
EBIT Margin	40.0%	42.9%	44.8%	46.2%	47.0%
净资产收益率 (ROE)	38.0%	37.5%	36.9%	35.6%	34.5%
市盈率 (PE)	34.9	27.1	21.5	17.5	14.9
EV/EBITDA	27.9	21.4	17.2	14.3	12.4
市净率 (PB)	13.27	10.16	7.91	6.22	5.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟 证券分析师：李文华
021-61761031 021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523070002

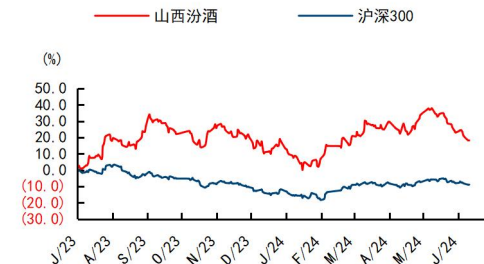
联系人：张未艾

021-61761031
zhangwei@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	248.40 - 291.60 元
收盘价	231.74 元
总市值/流通市值	282715/282715 百万元
52 周最高价/最低价	273.68/183.95 元
近 3 个月日均成交额	902.02 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《山西汾酒 (600809.SH) -老白汾焕新上市，巩固市场发展基础》——2024-06-07
- 《山西汾酒 (600809.SH) -经营节奏保持稳健，青花 30 复兴版长期化运作》——2024-05-20
- 《山西汾酒 (600809.SH) -一季度收入增长 21%，品牌势能持续释放》——2024-04-29
- 《山西汾酒 (600809.SH) -强化存量管理，寻求增量优化》——2024-03-28
- 《山西汾酒 (600809.SH) -春节动销表现亮眼，渠道精细化管理提升》——2024-03-01

内容目录

前言	5
1、横向对比：收入体量 300 亿元的汾酒，增长空间还有多大？	6
1.1 经营周期：历史上酒企营收破 300 亿的复盘和对比	6
1.2 以史为鉴：改革是公司突破发展瓶颈的关键	6
1.3 复盘茅五：价位（产品）升级保证健康持续发展	9
1.4 复盘洋河：区域护城河是探索产品升级模式的关键	11
1.5 历史机遇：历史上行业每轮调整期都是渠道资源重塑的过程	15
2、居安思危：组织先行，配称渠道改革，赋能产品升级	18
2.1 人才建设：内部组织格局重塑，人才梯队有序搭建	18
2.2 渠道改革：汾享礼遇全面推进，费用改革赋能价盘	20
2.3 组织配称：成立青花事业部&数据管理部一体化运作	24
3、增长逻辑：构筑环山西区域基本盘，多价位带布局，发展行稳致远	27
3.1 省外市场：预计 2024 年全国化开拓或进入到 3.0 版本	27
3.2 青花 20：极致性价比驱动全国化扩张，从单一场景到多场景增长	28
3.3 横向对比青花 20、水晶剑、60 版特曲发展路径	30
3.4 青花 30 复兴版：24 年聚焦模式探索，25 年精耕消费者培育	33
4、估值分析与投资建议：内部治理显著改善，发展或步入历史机遇期	35
4.1 盈利预测：渠道改革加速推进，青花 20 全国化扩张稳步推进	35
4.2 绝对估值：287.85-318.49 元	37
4.3 相对估值：248.40-291.60 元	38
4.4 投资建议：内部经营变化显著，或是本轮行业调整期的较大受益者	39
风险提示	40
附表：财务预测与估值	41

图表目录

图 1: 白酒板块主流酒企营收破 300 亿统计 (亿元, %)	6
图 2: 历史上其他酒企突破 300 亿的阶段性的梳理和复盘	7
图 3: 历史上白酒行业周期复盘 (亿元)	8
图 4: 营收突破 300 亿门槛的上市酒企股价变动复盘	8
图 5: 复盘贵州茅台营收破 300 亿的历程	9
图 6: 五粮液发展历程梳理和复盘	10
图 7: 山西汾酒与洋河股份核心品牌系列复盘对比	11
图 8: 复盘对比洋河股份两次全国化历程	11
图 9: 复盘对比山西汾酒三次全国化历程, 与洋河股份具有较强的相似性	12
图 10: 山西汾酒、泸州老窖、洋河股份区域占比对比	13
图 11: 山西汾酒与洋河股份核心品牌系列复盘对比	14
图 12: 2005-2006 年, 行业政策扰动, 茅台通过高渠道毛利抢占五粮液渠道资源	15
图 13: 2013-2015 年, 行业深度调整期, 茅台及时转向团购渠道, 获取较多的渠道资源	15
图 14: 2018-2022 年, 洋河股份经销商数量变化 (个)	16
图 15: 2018-2022 年, 今世缘经销商数量变化 (个)	16
图 16: 在不同行业增速 g 下, 酒企产出模型&成本函数	16
图 17: 预计 2022 年行业开始第四次渠道资源转换	16
图 18: 青花 20 和其他 400 元价位次高端渠道利润对比	17
图 19: 预计山西汾酒 2025 年或将进入到组织驱动阶段, 精耕消费者运营	18
图 20: 2023 年酒企本科以上学历占比 (% , 人)	19
图 21: 2023 年酒企本科以上学历占比 (剔除研发人员, % , 人)	19
图 22: 以经销商分级为基础的销售计划、费用投放、考核激励等精细化汾酒运营管理体系	20
图 23: 2023 年山西汾酒经销商数量增长贡献相对有限	20
图 24: 2022 年山西汾酒可控终端扩充到 112 万家	20
图 25: 汾享礼遇是终端&经销商&消费者的融合	21
图 26: “汾享礼遇”的落地及进化	22
图 27: 国窖的终端合作演变复盘	23
图 28: 泸州老窖从三个维度强化价盘管控	23
图 29: 在行业调整周期, 泸州老窖模式升级应对变化, 主动调整营销体系	24
图 30: 山西汾酒营销组织架构	24
图 31: 泸州老窖渠道模式梳理	25
图 32: 剑南春&舍得酒业&水井坊营销组织架构	26
图 33: 洋河股份营销组织架构	26
图 34: 古井贡酒下设平台公司的组织架构	26
图 35: 酒鬼酒营销组织架构	26
图 36: 历史复盘, 山西汾酒各个经营节奏主导增长的大单品	27
图 37: 山西汾酒·青花 20 由商务单一场景增长进入到多场景增长	28

图 38: 玻汾系列极大地降低青花 20 渠道进入成本和消费者教育成本	29
图 39: 山西煤炭经济输出降低汾酒全国化扩张成本	29
图 40: 2023 年青花 20+25 营收破 100 亿	29
图 41: 剑南春过去依赖宴席单一场景, 水晶剑收入占比过高导致产品结构调整速度较慢	30
图 42: 泸州老窖 60 版特曲成长历程复盘	31
图 43: 泸州老窖·60 版特曲 2024 年由 90 个城市转向聚焦 68 个城市	31
图 44: 2023 年至今, 白酒行业消费场景处于“去地产化”、构建新场景阶段, 大众消费均有较强韧性	32
图 45: 复盘青花 30·复兴版发展历史	33
图 46: 郎酒股份“青花荟”迭代为“郎酒庄园会员中心”	34
图 47: 泸州老窖以“国窖荟”为消费者培育抓手	34
图 48: 2023 年, 千元价位段白酒大单品梳理及横向对比	34
图 49: 山西汾酒可比公司估值表 (截至 2024 年 06 月 11 日)	38
表 1: 2023 年各大酒企本科及以上学历及以上人数占比 (剔除研发人员, %)	18
表 2: 2023 年各大酒企人效和费效比测算 (人, 亿元)	19
表 3: “汾享礼遇”标准化的渠道政策	21
表 4: 国窖与核心终端的合作形式升级	23
表 5: 山西汾酒费用率预测假设条件	36
表 6: 山西汾酒主营业务拆分及预测	36
表 7: 山西汾酒 FCFF 估值中盈利预测假设	37
表 8: 山西汾酒 WACC 假设	37
表 9: 山西汾酒 FCFF 估值法敏感性分析	37

前言

目的：白酒企业营收突破特定的体量，大多带有一定增长势能或惯性。于公司而言，如何将增长势能内化为增长动力，较为考验公司的经营智慧。2023年汾酒收入突破300亿元，资本市场或有相关疑问：营收后300亿元的汾酒增长基础是否扎实？后300亿元的汾酒增长潜力还有多大？本文也主要回答这两个问题，我们通过横向对比，复盘贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份等公司，进而论述汾酒未来仍有较大增长空间。本文将以下三个逻辑和脉络进行展开：

1) **山西汾酒营收进入到后300亿时代，公司的天花板在哪里？**我们通过复盘贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖等酒企营收突破300亿时，所处的需求环境、内部组织、产品、渠道等配称¹，我们发现汾酒所处的历史阶段或类似于2013-2014年的茅台。汾酒2023年先于行业完成内部调整，通过“汾享礼遇”进行渠道精细化运作，为BC联动和核心消费者培育奠定较为扎实的基础。其次，站在产业变革的视角，我们复盘历史发现，每轮行业调整期均是渠道资源二次分配的过程，也是酒企经营优势放大的阶段。汾酒站在新的历史起点，已有相应的机制、组织、产品、渠道等配称，或有能力切割到较多渠道资源和消费者资源，或成为本轮行业调整期的受益者。

2) **渠道改革不断补齐经营短板，是为数不多具有经营明显改善的标的。**2023年10月起，汾酒开始全面推广“汾享礼遇”，完成经销商分层、终端分级管理等，提升费用投放效率，强化青花系列价格体系稳定性。横向对比看，汾酒本轮渠道改革类似于2017年的泸州老窖，后续或在渠道改革的基础上，不断完善BC联动和消费者运营等。从中期维度看，汾酒是为数不多渠道管理能力、价格控盘能力和系统性治理能力均有明显提升的品种，同时也为后续青花30·复兴版的培育奠定基础。

3) **青花20处于高势能增长区间，老白汾换代或有望构建类山西市场。**从消费品投资逻辑看，大单品放量带来的非线性增长能打开业绩天花板，也是超额收益的来源。我们发现青花20在极致性价比和品牌势能输出的带动下，由单一场景开始到多场景、跨场景增长，价格体系稳定性好于此前。其次，青花20在玻汾导流降低渠道进入成本，在长江以南市场等逆势扩张，我们认为青花20或能支撑汾酒营收步入500亿。从长期经营能力看，老白汾2024年换代升级，重塑渠道利润，夯实河南、山东等环山西市场，长周期视角看或有望将环山西市场打造成类山西市场，类似于泸州老窖的河北市场等。

¹ “配称”是指在营销与品牌管理中，与经营相适应或配合得当，下文不再赘述。

1、横向对比：收入体量 300 亿元的汾酒，增长空间还有多大？

引言：历史复盘，酒企营收突破 300 亿体量后，通常会进入低增长的经营周期阶段，或面临产能、渠道、组织、品牌等考验。2023 年山西汾酒收入体量超过 300 亿元，是否也会面临类似问题？我们通过对比发现，汾酒面临的考验或显著少于五粮液、洋河股份和泸州老窖，未来仍有较大的发展潜力。

1.1 经营周期：历史上酒企营收破 300 亿的复盘和对比

山西汾酒营收顺利步入 300 亿阵营，从 100 亿跨越 300 亿的速度快于五粮液、泸州老窖等酒企。2023 年山西汾酒进入 300 亿营收阵营，我们复盘历史上营收突破 300 亿的酒企及经营阶段，贵州茅台/五粮液/泸州老窖/洋河股份分别于 2013 年/2017 年/2023 年/2022 年实现营收 311/302/302/301 亿元，成功迈过 300 亿营收门槛。我们统计白酒企业从 100 亿营收跨越至 300 亿阵营所花费的时间，贵州茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒/洋河股份分别是 3 年/8 年/11 年/4 年/11 年，山西汾酒营收跨过 300 亿的速度远快于其他酒企，进而延伸出一个问题：**汾酒近年来高速增长的基础是否扎实？**

图1：白酒板块主流酒企营收破 300 亿统计（亿元，%）

营业总收入	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
贵州茅台	96.7	116.3	184.0	264.6	310.7	322.2	334.5	401.6	610.6	772.0	888.5	979.9	1,094.6	1,275.5	1,505.6
五粮液	111.3	155.4	203.5	272.0	247.2	210.1	216.6	245.4	301.9	400.3	501.2	573.2	662.1	739.7	832.7
洋河股份	40.0	76.2	127.4	172.7	150.2	146.7	160.5	171.8	199.2	241.6	231.3	211.0	253.5	301.0	331.3
山西汾酒	21.4	30.2	44.9	64.8	60.9	39.2	41.3	44.0	60.4	93.8	118.8	139.9	199.7	262.1	319.3
泸州老窖	43.7	53.7	84.3	115.6	104.3	53.5	69.0	83.0	103.9	130.6	158.2	166.5	206.4	251.2	302.3
古井贡酒	13.4	18.8	33.1	42.0	45.8	46.5	52.5	60.2	69.7	86.9	104.2	102.9	132.7	167.1	202.5

营收YOY	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
贵州茅台	17%	20%	58%	44%	17%	4%	4%	20%	52%	26%	15%	10%	12%	17%	18%
五粮液	40%	40%	31%	34%	-9%	-15%	3%	13%	23%	33%	25%	14%	16%	12%	13%
洋河股份	49%	90%	67%	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	10%
山西汾酒	35%	41%	49%	44%	-6%	-36%	5%	7%	37%	55%	27%	18%	43%	31%	22%
泸州老窖	15%	23%	57%	37%	-10%	-49%	29%	20%	25%	26%	21%	5%	24%	22%	20%
古井贡酒	-3%	40%	76%	27%	9%	2%	13%	15%	16%	25%	20%	-1%	29%	26%	21%

超额收益率	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
贵州茅台	-44%	-9%	18%	8%	6%	24%	6%	28%	19%	9%	1%	-26%	6%	2%	14%
五粮液	36%	-8%	-3%	-15%	0%	0%	7%	1%	43%	-12%	64%	26%	-20%	-2%	-9%
洋河股份	-72%	80%	17%	-14%	-13%	59%	1%	-23%	-26%	7%	-82%	23%	-27%	15%	-18%
山西汾酒	198%	43%	-6%	31%	-10%	-21%	-39%	3%	39%	-14%	57%	225%	20%	6%	-6%
泸州老窖	17%	-11%	-6%	-4%	4%	-34%	14%	-4%	11%	-14%	15%	68%	16%	5%	-7%
古井贡酒	209%	120%	9%	-22%	9%	25%	-23%	-3%	-47%	7%	53%	5%	-7%	26%	0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：营收过 300 亿元以红色底纹，营收介于 200-300 亿元为黄色底纹，营收介于 100-200 亿元为蓝色底纹

1.2 以史为鉴：改革是公司突破发展瓶颈的关键

在酒企营收体量突破关键节点，往往会遇见经营周期的问题，即管理、产品等经营要素暂时无法适应增长阶段，进而出现增长中枢下移的现象。我们统计发现，各大酒企突破 300 亿营收后，尽管处于不同的内生增长周期，但均在产品、组织、渠道等采取一系列变革举措，如 2013 年，贵州茅台营收破 300 亿后，适逢白酒行业调整周期，底层需求短期快速“冻结”，公司通过放开普飞经销权等系列举措保证业绩稳定。2017 年，五粮液营收破 300 亿后，白酒行业消费升级趋势明显，

逢公司进行机制、组织、产品、渠道等全方面改革转型。

- **贵州茅台 2013 年进行营销转型改革，完善渠道扁平化建设。**2013 年，白酒行业因政策影响，高端白酒场景冻结导致需求收缩，渠道出现“批价通缩效应”的负反馈。贵州茅台在 2013 年适时进行渠道体系改革，加大直营渠道建设，开放经销权吸引新商进入，熨平行业周期的波动。其次，在消费者培育方面，在行业下行期，公司营销队伍持续坚持圈层培育，开始切换至商务需求和大众消费，提前适应消费客群的变化。贵州茅台经过 2013-2015 年渠道改革储备发展势能，在 2016 年行业需求复苏时，增长势能释放，驱动公司进入新的发展阶段。
- **五粮液与洋河股份均处于“二次创业”赋能下的增长阶段，二者均通过全面更新品牌运作策略打造新一轮增长引擎，并通过渠道扁平化、资源投放调整来增厚渠道利润。**我们发现五粮液和洋河股份突破 300 亿营收或存在若干共性：1) 外部需求环境均处于正向变化区间。2017 年开始，国内开始进入到消费升级通道中，消费者品牌意识觉醒、渠道扁平下沉均给予五粮液改革较好的外部环境。2) 产品体系均有迭代，重塑渠道利润。2019 年普五换代升级，重新梳理产品体系，削减 SKU 实现品牌聚焦等。洋河股份全面升级海之蓝，重塑渠道利润，延长产品生命周期等。3) 营销组织系统性变革。五粮液总部完成品牌事业部改革，划分 21 个营销战区和 60 个营销基地，实现区域扁平化管理和职能前置化改革等。洋河股份围绕“总部管总、事业部管战”的策略，完成营销组织架构调整，目前形成 6 个省外大区、4 个省内大区和 2 个直属事业部。

山西汾酒外部需求环境类似于 2013 年茅台，但公司主动改革，换挡提质。山西汾酒经过 2018 年以来的国企改革红利释放后，叠加行业需求较好，实现了 5 年左右的高速增长。但是，2023 年行业需求分化复苏，公司发展也遇到阶段性瓶颈，例如经销商结构、组织与公司发展阶段不匹配，青花 30·复兴版增速放缓等。2023 年以来，公司进行系统性的内外部改革，如营销组织变革、渠道费投模式转型、消费者培育方式优化等，为持续健康发展保驾护航。

图2: 历史上其他酒企突破 300 亿的阶段性的梳理和复盘

酒企	贵州茅台	五粮液	洋河股份	山西汾酒
时间	2013年	2017年	2022年	2023年
战略定位	营销转型	二次创业	二次创业	管理提升
行业背景	行业进入深度调整周期，高端消费需求暂时被“冻结”，行业进入去杠杆和去库存阶段。	消费升级阶段，商务和大众需求接棒高端白酒消费，进入国企改革红利期。	疫情持续冲击，消费场景缺失及消费升级边际放缓，行业开始进入去库存阶段。	疫后放开正常年，行业需求相对疲软，渠道开始进入去杠杆阶段。
经营困境	产品：茅台批价逼近出厂价，高端酒需求持续低迷。 渠道：茅台“小商制”弊端被放大，经销商抗风险能力弱，存在“官商”、“坐商”作风。	产品：系列酒产品线过多，主品牌被削弱。 渠道：经销商利润相对不足；渠道过度依赖大商。	产品：1) 缺乏千元价格带超级单品；2) 高端、超高端价位段的市场份额占比较小。 渠道：1) 团购能力需要增强；渠道利润相对收窄。	产品：青花30·复兴版培育进度。 渠道：1) 市场运作能力需要增强；2) 省外扩张进度。
组织	内部组织架构调整，相继成立电商公司、酱香酒公司等。	建立人力资源配置优化机制、干部评价机制、分配激励机制；引入员工持股计划。	营销组织架构调整，实现职能下沉。	营销组织人员调整；组织架构裂变，设立青花事业部、数据管理部等。
产品	策略：保持高端白酒优势地位，大力培育中坚品牌。 举措：1) 控制投放量，顺价保量； 2) 对茅台王子酒茅台迎宾酒进行升级换代，加大总代理品牌开发； 3) 成立贵州茅台酒个性化定制营销有限公司，进军定制酒。	策略：五粮液“1+3”高端品牌战略、系列酒品牌“4+4”产品策略。 举措：1) 普五换代升级，重塑渠道利润；削减SKU。 2) 系列酒全价管理；聚焦核心产品。	策略：集中资源重点运作M9，全面抢抓销量。 举措：1) 推出梦之蓝手工班（大师）；升级海之蓝； 2) 梳理淘汰218个SKU。	策略：“抓两头，带中间”逐渐转变为“拔中高，控底部”。 举措：1) 玻汾适当放量强化青花群体培育； 2) 减轻复兴版增长压力，长期化运作。
模式	总经销商+区域经销商+特约经销商+专卖店	大商制为主，开始扁平化、精细化	一商为主，多商配称	深度分销+省外一地一策
渠道变革	开拓新渠道： 1) 发力电商、团购，大力开拓直渠道； 2) 营销结构转型，由政务消费向高端商务消费和大众消费过渡。 完善旧渠道： 1) 对经销商发放大额返利补贴，符合条件的经销商开放配额，开放经销权吸引新资金进入； 2) 完善销售渠道扁平化建设，适度发展空白地级市场，建立公开公平的机制。	渠道扁平化： 1) 大量引入小经销商，逐渐由大商制模式向小商+专卖店模式转变； 2) 实施“百城千县万店”工程，21年底专卖店超过1500家。 渠道精细化： 1) 全面导入“控盘分利”模式； 2) 优化渠道配额。	费投方式转变： 1) 调整资源投放方式，重点做消费者经营，由B端转向C端； 2) 调整利润分配和管理方式，对主导产品进行数字化改造； 3) 强化“招大商、扶优商、强好商”的规划。	经销商分级管理： 1) 建设经销商、渠道分级体系，有效配置资源； 2) 青花汾酒将从9月份起建立以窜货为依据，经销商分级为基础的计费用管理体系。销售费用将精准发送至每级渠道人员； 3) 推广“汾享礼遇”模式，打造终端联盟体 4) 费用改革，采取后置模糊返利模式。

资料来源：公司公告，酒业家，云头条，国信证券经济研究所整理

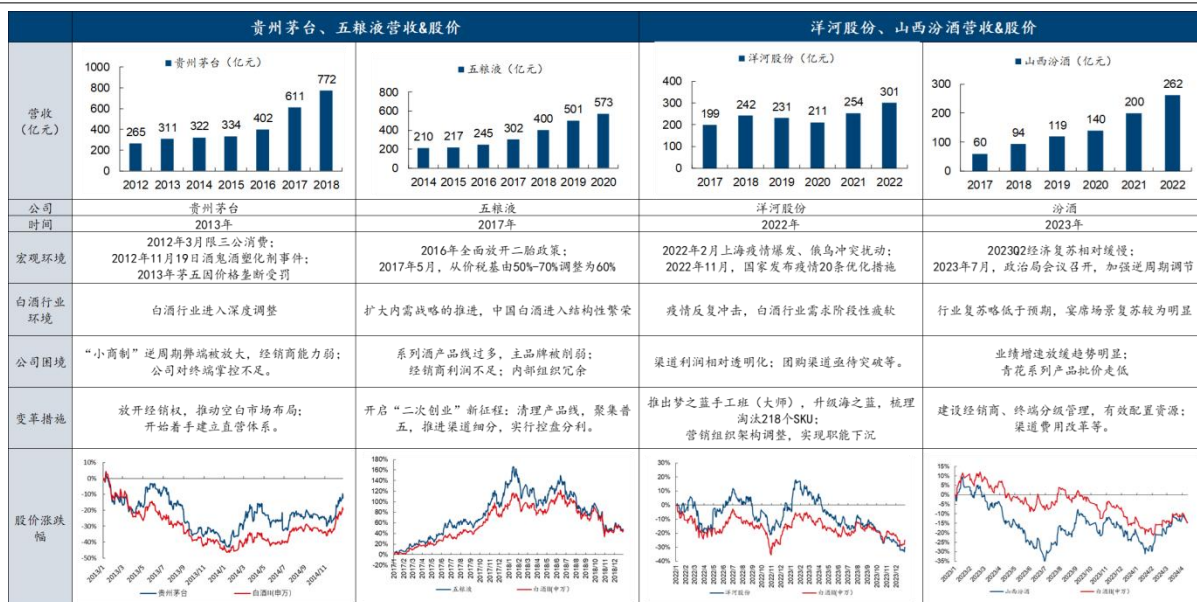
图3: 历史上白酒行业周期复盘 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股价复盘看, 经营短板补足后或出现明显超额收益。通过复盘四家公司历史股价表现、宏观及行业环境, 我们发现: 1) 除五粮液 2017 年受益于外部需求环境较好, 具有明显的超额收益。贵州茅台、洋河股份、山西汾酒均在 300 亿营收节点或受到外部需求环境影响, 经营节奏问题会被阶段性放大。2) 在经营节奏调整前期, 酒企股价出现明显超调, 以体现出行业需求周期性波动。例如, 2023Q2 山西汾酒股价波动由于外部环境被放大, 2023Q3 随着渠道改革效果凸显, 山西汾酒阶段性跑出明显超额。3) 从超额收益拆分看, 在酒企突破特定营收体量后, 经营势能和组织势能等有望释放, 进而贡献超额收益。综上所述, 我们认为山西汾酒先于行业完成经营要素调整, 随着经营势能的有序释放, 2024 年-2025 年公司或有望继续贡献超额收益。

图4: 营收突破 300 亿门槛的上市酒企股价变动复盘



资料来源: Wind, 酒业家, 国信证券经济研究所整理

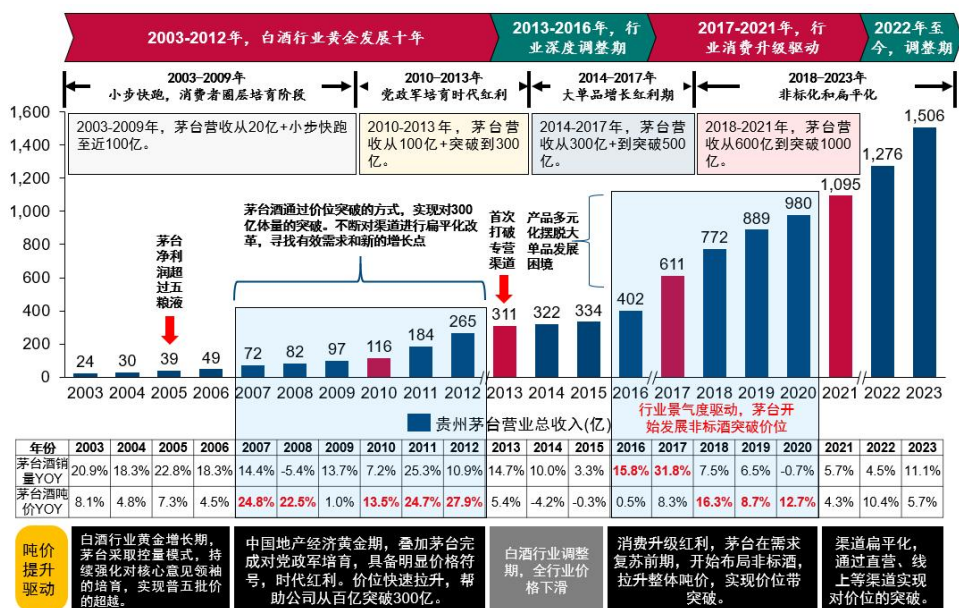
1.3 复盘茅五：价位（产品）升级保证健康持续发展

引言：复盘贵州茅台、五粮液的发展史，我们发现贵州茅台突破经营周期的关键在于价位升级，随后在需求 beta 的保护下，通过非标化等方式破解大单品发展困境等。因此，对于步入后 300 亿的汾酒，也需要通过产品迭代升级、价位突破等方式突破经营瓶颈。

价位持续升级（产品升级）是贵州茅台实现收入从 300 亿跨越 500 亿的关键。我们复盘贵州茅台营收“100 亿-300 亿-500 亿-1000 亿”的成长路径，进而去探讨汾酒收入后 300 亿时代的发展路径。

- 1) 从 100 亿元到 300 亿元：贵州茅台确立高端龙头地位。在白酒行业发展黄金时代，茅台前期完成对核心意见领袖的圈层培育，适逢地产周期红利，公司以飞天为主，顺势提价，营收顺利突破 300 亿。其中，2010-2012 年，茅台酒吨价同比+13.5%/+24.7%/+27.9%（主要系吨价的贡献）。
- 2) 从 300 亿元到 500 亿元：巩固竞争优势，夯实渠道基础。2013-2017 年，茅台营收从 300 亿+成长至 500 亿+。在白酒行业深度调整期，茅台首次放开经销权，开始扁平化招商，并辅之以渠道改革举措，助力公司顺利渡过行业调整期，并在需求复苏前期实现营收破 500 亿。其中，2013-2017 年，茅台酒销量同比+14.7%/+10.0%/+3.3%/+15.8%/+31.8%。
- 3) 从 500 亿元到千亿元：飞天茅台为基，构筑第二增长曲线。2017-2021 年，茅台营收从 600 亿+成长至 1000 亿+。在行业消费升级的驱动下，茅台通过非标化等方式破解大单品发展困境，例如相继推出生肖酒、年份酒、精品酒等。其中，2018-2020 年，茅台酒吨价同比+16.3%/+8.7%/+12.7%。
- 4) 后千亿时代：渠道加速扁平化，深度挖掘有效需求。2022 年至今，茅台经营进入到后千亿时代，预计公司或将在渠道改革等维度做出增量改革，例如“i 茅台”、巽风等线上平台等。在有效需求挖掘方面，除了试水“年轻化”培育年轻客群外，公司也积极加大企业团购渠道的培育。

图5：复盘贵州茅台营收破 300 亿的历程

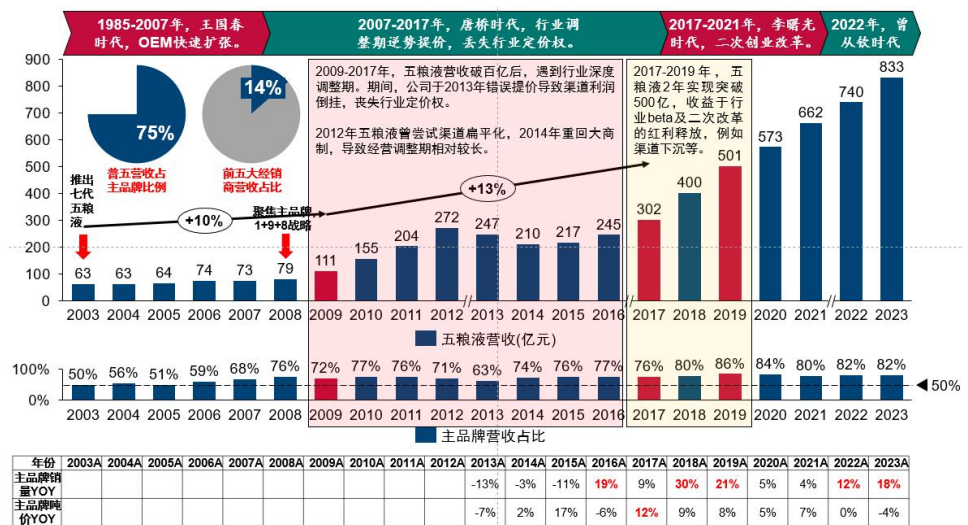


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

复盘五粮液，打造第二增长曲线是破解大单品后期“量价平衡”的关键。我们复盘五粮液的发展历史，进而去研判后 300 亿时代，普五大单品的量价平衡和渠道架构等问题。对于后 300 亿时代的汾酒而言，或需在价位拉升和渠道改革等维度提前布局，避免后续出现过度依赖青花 20 等问题。

- 1) 2009 年，五粮液营收破百亿。五粮液通过 OEM+大商模式，低成本地实现全国化快速扩张。但是，前期渠道粗放式管理+多 SKU 扩张的模式，也导致五粮液品牌被稀释和渠道掌控能力不强等问题。
- 2) 2017 年，五粮液营收破 300 亿。在 2013-2015 年行业深度调整期，五粮液错误的量价策略，丢失行业定价权，导致公司经营调整周期拉长。随后，五粮液在消费升级趋势下，营收实现对 300 亿的突破。但是，五粮液营收的突破更多是量的贡献，并未通过价格工具实现突破，例如 2016-2017 年主品牌销量同比+19%/+9%。
- 3) 2019 年，五粮液营收破 500 亿。五粮液于 2017 年开启“二次创业”改革，在产品、渠道、组织等多维度进行改革，全方位适配后 300 亿时代的五粮液。五粮液营收突破 500 亿更多是通过渠道下沉等方式实现量的增长，而在宏观经济降速背景下，增长过度倚重八代五粮液或进入批价瓶颈阶段。

图6: 五粮液发展历程梳理和复盘



资料来源：公司公告，酒业家，云酒头条，国信证券经济研究所整理

1.4 复盘洋河：区域护城河是探索产品升级模式的关键

引言：2023年山西汾酒营收进入300亿阵营，我们通过复盘和对比洋河股份两次全国化历程，去回答以下问题：1) 洋河股份在全国化中何时出现降速，山西汾酒未来是否存在降速的可能？2) 洋河股份历史上在省内市场出现增长瓶颈后，并未进行精细化管理，以巩固发展基础，为产品升级提供基础。汾酒省内市场在煤炭价格下行，是否遇见增长压力？

山西汾酒产品布局与洋河股份较为类似，多产品、多价位提供业绩增长点。在行业调整周期，产品结构调整的速度和能力是决定全国性次高端酒企业绩持续性的关键点。我们通过对分析山西汾酒、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒等，我们发现山西汾酒与洋河股份在产品架构和产品增长较为相似。

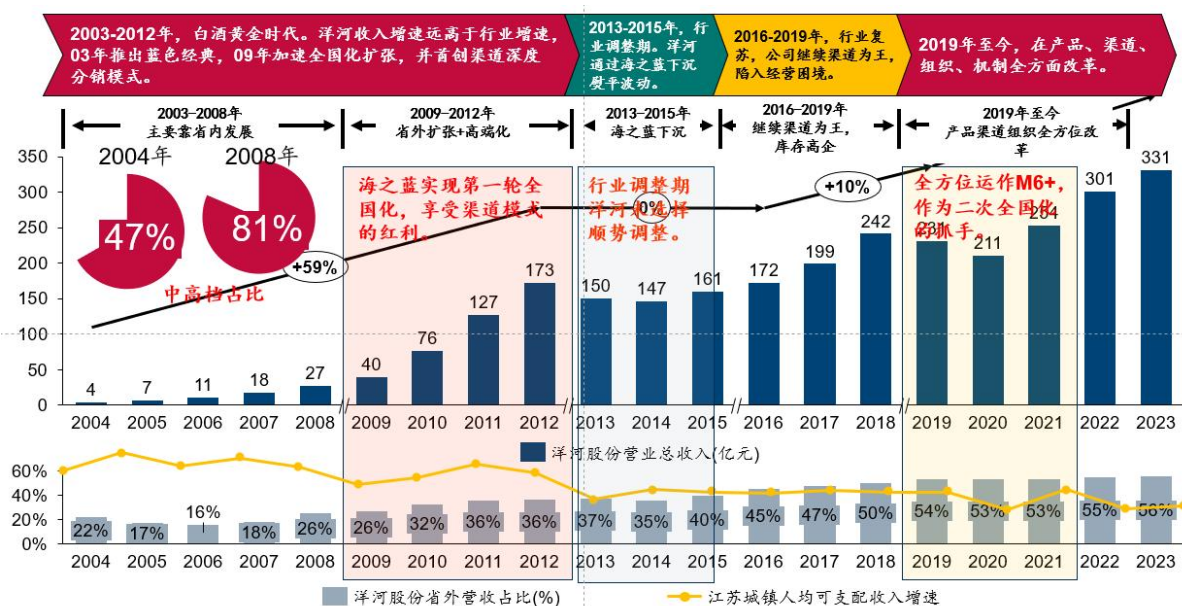
- **相似一：从低价位到高价位升级。**山西汾酒在品牌布局、产品线设计、单品发展路径等维度与洋河股份均有较高的相似度：洋河股份2003年首次推出蓝色经典系列，此后针对梦之蓝系列进行裂变细分为梦3·水晶版、梦6+、梦9、手工班等，覆盖300元以上价位带。与洋河类似，山西汾酒使用“汾酒”单一品牌贯穿高中低三个价格带，并在“汾酒”品牌的基础上裂变出“青花系列”，进而迭代覆盖400元以上价位带。例如，汾酒于1997年开发出陈酿青花瓷汾酒，此后20多年间不断迭代，形成了青花20、青花25、青花30·复兴版、青花40·中国龙等次高端以上产品矩阵。

图7：山西汾酒与洋河股份核心品牌系列复盘对比



资料来源：酒食汇，梦之蓝社区，微酒，国信证券经济研究所整理

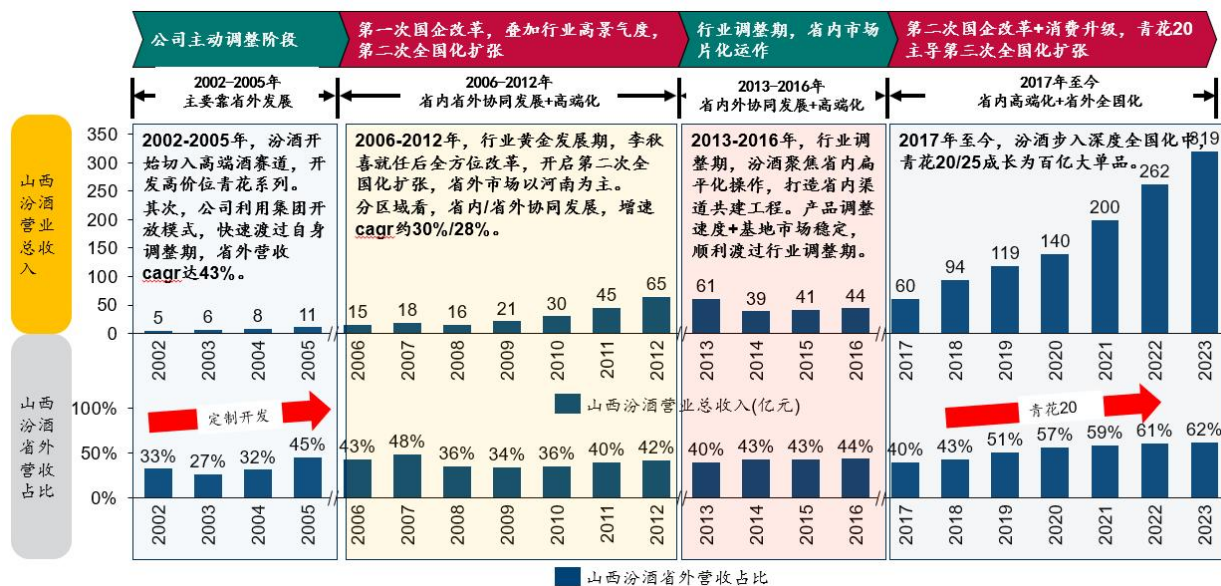
图8：复盘对比洋河股份两次全国化历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 相似二：从区域到全国，全国化路径相似。山西汾酒和洋河全国化的路径存在一定的相似性，第一轮全国化均是通过低端产品培育消费群体（玻汾 VS 海之蓝），第二轮全国化均是通过次高端产品来推进（青花20 VS M6+）。

图9：复盘对比山西汾酒三次全国化历程，与洋河股份具有较强的相似性



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

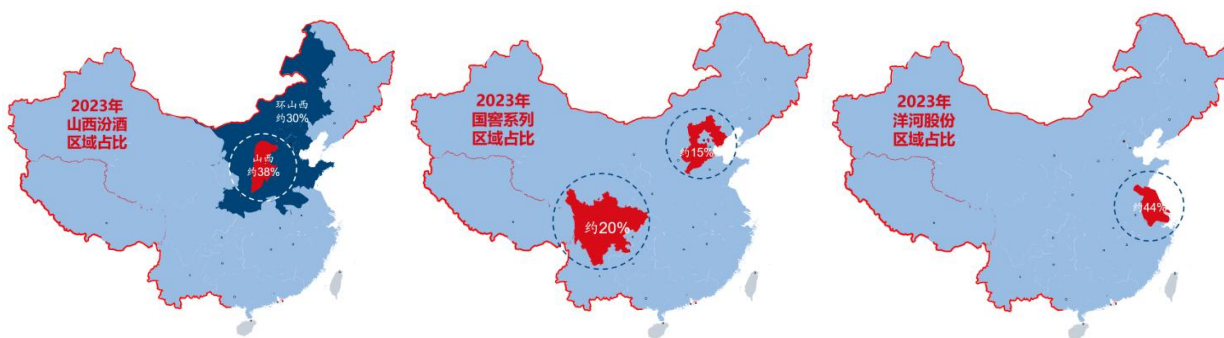
2024 年汾酒业绩增长抓手较多，增长中枢下移的概率不大。我们全方位审视 2024 年的汾酒，公司层面对于 2024 年的增长考核是 20%左右²。分区域看，预计省内/环山西/长江以南市场营收目标增长 10%/20%/30%+，2024 年公司业绩增长主要依赖省外市场（省内基本盘是公司业绩的调节项）。我们认为，山西汾酒可以通

² 2023 年年报披露

过调节省内外经营节奏来平滑增长，2024 年不会出现明显降速情况：

- 1) 山西省内市场能提供稳定的利润池和人才池（无需担心省内其他酒企挑战格局），为公司提供价位升级的基础。横向对比看，洋河股份营收进入到后 300 亿体量后，经营困境主要来自于省内基本盘松动，且错过了对省内 400 元主流价位带的主导权，进而导致渠道问题、组织问题、产品结构等诸多问题。我们发现，酒企营收到达一定体量之后，一旦出现增长抓手缺失，省内基本盘松动后，往往会将组织问题显性化。因此，我们需要去全面审视山西汾酒基地市场的打造能力以及省内价位升级的能力。关于基地市场的打造能力：1) 汾酒在省内通过政务渠道，获取团购资源，基本实现省内全控盘。即使是省内相对薄弱的大同市场，汾酒基本完成扭转当地用酒“多而散”的格局，实现省内一盘棋全控盘。2) 从渠道运作能力看，汾酒在省内通过“共建工程”基本实现直控终端，省内大商更多是充当资金、仓储配送等职能，成功打造省内基地市场。从佐证概率上，汾酒亦成功将陕西西安打造成省外基地市场，侧面验证模式的可复制性。3) 从价位突破能力看，汾酒通过费用投放引导的方式，深度绑定大商，营造汾酒省内的消费氛围，加速实现省内用酒“老白汾-巴拿马-青花 25”的省内价位升级。综上所述，汾酒在进入后 300 亿时代，需要保护好省内市场，并探索出一条价位持续突破的路径，为全国化提供发展的缓冲带，并及时地做好组织配称³等。

图10: 山西汾酒、泸州老窖、洋河股份区域占比对比



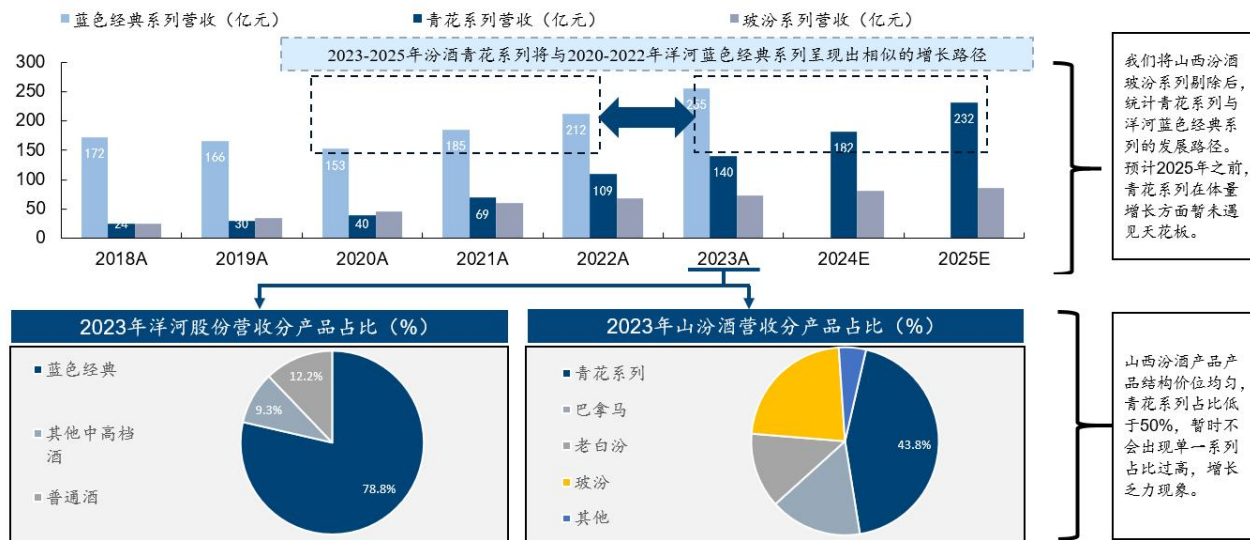
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 2) 山西汾酒全价位布局，产品结构调整的速度较快。从产品增长看，山西汾酒在各个价格带均有布局，在不同需求周期中产品结构调整的速度较快，能较好地熨平需求的波动，且玻汾作为渠道导流产品、消费者培育产品（高渠道毛利+高渠道周转），是汾酒进行省外扩张的破冰利器，因此在 2023-2024 年宴席场景复苏中，山西汾酒能较好平衡商务需求的疲软，极大地增强了业绩确定性。
- 3) 山西汾酒产品线延展空间较大，暂未出现单一系列占比过高导致增长失速的情况，预计收入 500 亿后或出现阶段性增长压力。从产品结构上看，2023 年青花系列占山西汾酒营收约 44%（占汾酒系列 46%），同期洋河蓝色经典占白酒营收比例将近 80%。我们从酒企产品延展能力看，汾酒青花系列营收占比远低于同期的蓝色经典的占比，暂时不会由于单一系列占比过高而增长乏力。从增长天花板看，我们不再赘述之前分产品分区域测算增长空间（注：详细测算请见 2023 年 3 月外发的《山西汾酒：清香白酒开启新一轮成长周

³ “配称”是指在营销与品牌管理中，与经营相适应或配合得当，下文不再赘述。

期》)。由于玻汾系列具有极高的自点率和渠道利润，我们剔除玻汾系列去看汾酒的增长天花板，经过我们测算，预计汾酒体量超过 500 亿后才会出现阶段性增长瓶颈问题。

图11: 山西汾酒与洋河股份核心品牌系列复盘对比



资料来源: 酒食汇, 梦之蓝社区, 微酒, 国信证券经济研究所整理

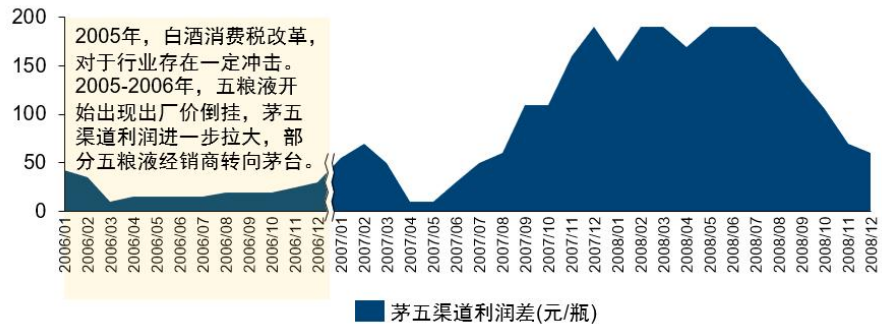
1.5 历史机遇：历史上行业每轮调整期都是渠道资源重塑的过程

复盘过去几轮行业调整，行业调整期都是渠道资源、消费者资源二次分配的过程。我们复盘 2005 年至今白酒行业渠道资源转换，行业历史上出现过三次大规模的渠道资源转换：

- 1) 2005-2006 年，白酒行业消费税改革，行业阶段性受到扰动，普五批价一度出现倒挂，茅台批价始终保持批价正挂，并辅之以渠道扁平化，获得部分优质经销商资源。
- 2) 2013-2015 年，团购资源的二次转换。白酒行业深度调整期，由于白酒消费人群的转变，行业消费者、渠道等要素出现二次重构，茅台等酒企及时转向培育商务和大众需求，保证价格体系的刚性，同时开放经销权获取渠道资源。
- 3) 2018-2019 年，在中美贸易摩擦下，部分酒企出现管理和渠道端的双重犯错，导致江苏团购资源和部分大商资源被今世缘转换。

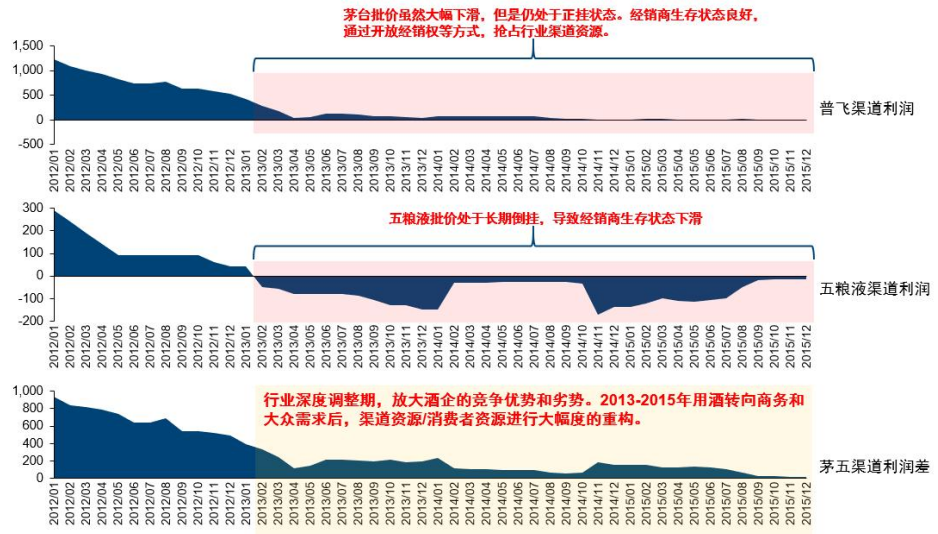
从历史上三轮白酒行业渠道资源转换的背景下，我们认为 2024 年在渠道利润持续走低、终端烟酒店盈利能力&现金流恶化、部分酒企出现战略性犯错背景下，汾酒具有高渠道毛利、高周转的品种，有望在内部梳理完善后，进一步获取更多的经销商资源和终端资源，进而实现非线性增长。

图12: 2005-2006 年，行业政策扰动，茅台通过高渠道毛利抢占五粮液渠道资源



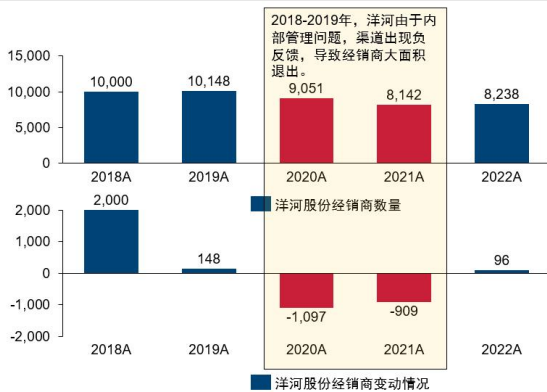
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 2013-2015 年，行业深度调整期，茅台及时转向团购渠道，获取较多的渠道资源



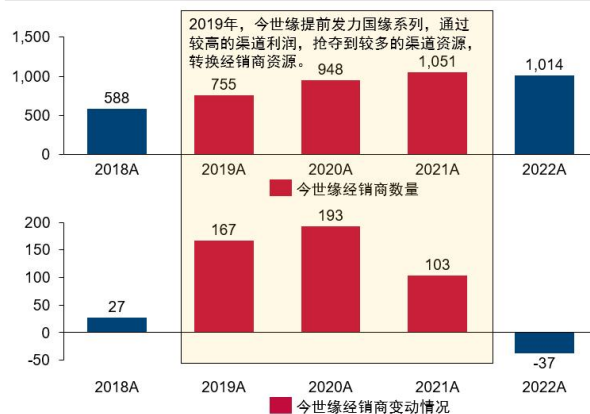
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 2018-2022年, 洋河股份经销商数量变化(个)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 2018-2022年, 今世缘经销商数量变化(个)

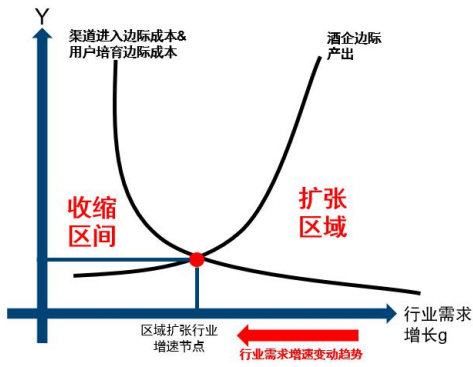


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

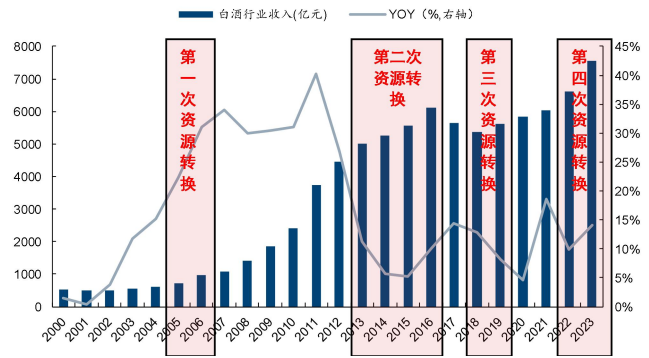
目前行业或处于扩张区间收敛至收缩区间的过程中，山西汾酒或有望成为本轮行业调整期的较大受益者。从2022年起，白酒行业进入本轮调整期，我们发现产业出现新变量，在消费者层面呈现“信息加速碎片化”、“权力中心弱化”（核心圈层培育能力）的特征，消费者培育边际成本走高，进而放大存量优势酒企的禀赋；经销商和终端生存状态边际恶化，对于现金和周转率的诉求提升，新品的市场开拓成本、渠道进入成本增高。因此，根据需求侧和供给侧的状态，我们发现白酒行业或处于“扩张区域”往“收缩区间”收敛的阶段。站在产业格局变革，我们重新审视和思考山西汾酒的增长逻辑：山西汾酒2023年先于行业完成调整，提前完成组织内部利益重塑，青花20和玻汾凭借超高的渠道利润和周转率实现省外市场的快速突破，进而切割到更多的渠道资源（经销商或者终端资源等），或有望成为本轮行业调整期的受益者。

图16: 在不同行业增速 g 下, 酒企产出模型&成本函数

图17: 预计2022年行业开始第四次渠道资源转换

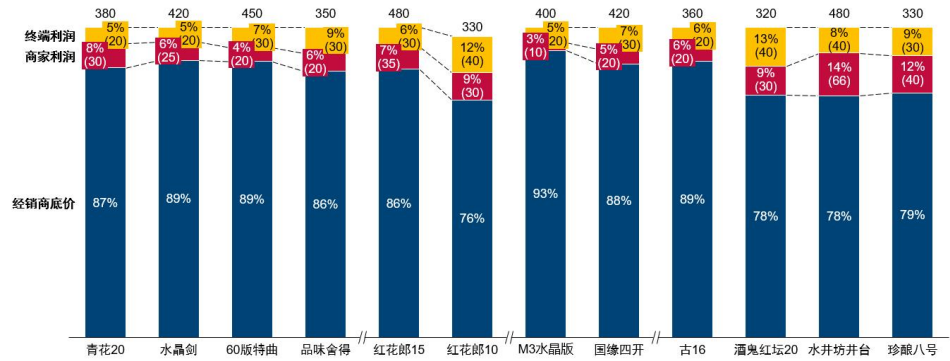


资料来源：国信证券经济研究所整理及绘制



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 青花20和其他400元价位次高端渠道利润对比

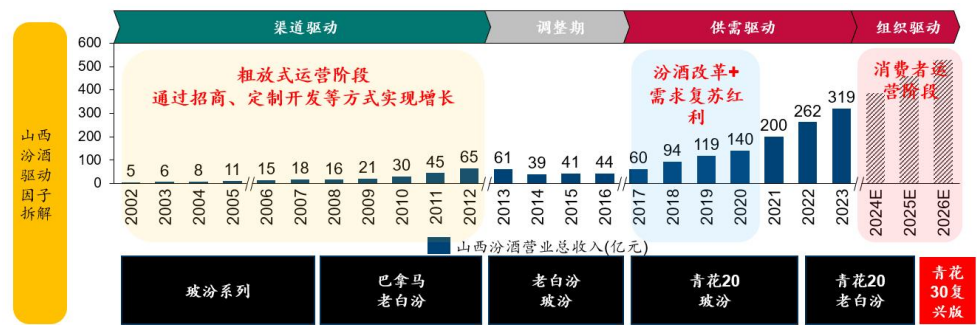


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2、居安思危：组织先行，配称渠道改革，赋能产品升级

山西汾酒目前仍处于供需驱动，渠道高势能增长阶段。复盘山西汾酒发展的历史阶段，底层驱动看基本可以划分为3个阶段：渠道驱动、供需驱动和组织驱动。后续随着供需逐步适配，汾酒发展或将进入到组织驱动、渠道驱动阶段。山西汾酒居安思危，2023H2开始提前调整组织架构、人才储备等，理顺内部晋升通道等。在渠道层面，汾酒通过“汾享礼遇”对经销商、终端进行分级管理，为后续消费者运营打下扎实基础。综上，我们认为汾酒目前仍处于供需驱动阶段，后续随着内部逐步理顺、渠道短板不断补齐，或将进入到新的发展阶段。

图19：预计山西汾酒2025年或将进入到组织驱动阶段，精耕消费者运营



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.1 人才建设：内部组织格局重塑，人才梯队有序搭建

历史上四轮国企改革助力汾酒穿越周期，2023年进行全方位内部梳理。我们复盘山西汾酒及食品饮料板块历次国企改革发现，国企改革本质是机制改革、内部“权责利”等适配，进而在组织架构、渠道模式和人员配置等维度进行系统性优化，最后传导到动销反馈等。山西汾酒自四轮改革之下，渠道不断扁平化、精细化，组织模式在每一轮改革周期内都很好的适配公司发展阶段。本次，山西汾酒于2023Q2开始由内而外在组织、机制、人员、渠道模式等维度进行去全方面改革，进而适配公司步入后300亿时代，并为青花30·复兴版培育奠定较好的基础。

组织配称和人才培养是山西汾酒经营再上新台阶的必经阶段。山西汾酒自2017年开启三年经营体制改革后，培养出一支战略意识前瞻、落地执行高效的营销地面部队——“汾酒子弟兵”。从企业发展生命周期看，2019年之前山西汾酒省外营收占比低于50%，随着汾酒全国化的深度推进（2023年省外营收占比约62%），公司亟需在人才队伍建设上做出新的优化，例如：调整人员结构、加大对外招聘比例；提高优秀应届生的比例；搭建系统性人员培育机制和晋升通道；建立大区层面系统性轮调机制等。我们认为人才队伍系统性搭建是决定汾酒实现复兴的重要决定因素，也为青花30·复兴版培育高端酒运营人才池奠定基础。

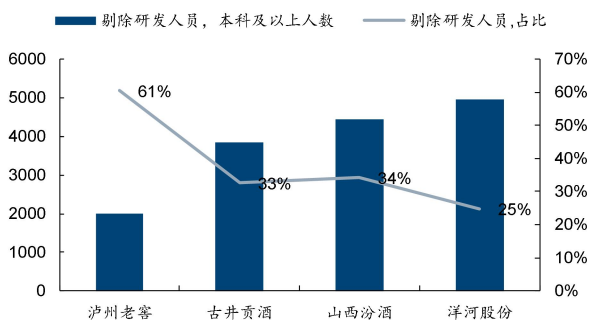
表1：2023年各大酒企本科及以上人数占比（剔除研发人员，%）

酒企	全公司口径本科及以上人数	占比	剔除研发人员，本科及以上人数	剔除研发人员占比
泸州老窖	2,466	65%	1,998	61%
古井贡酒	4,111	32%	3,853	33%
山西汾酒	4,805	36%	4,454	34%

洋河股份 5,189 25% 4,956 25%

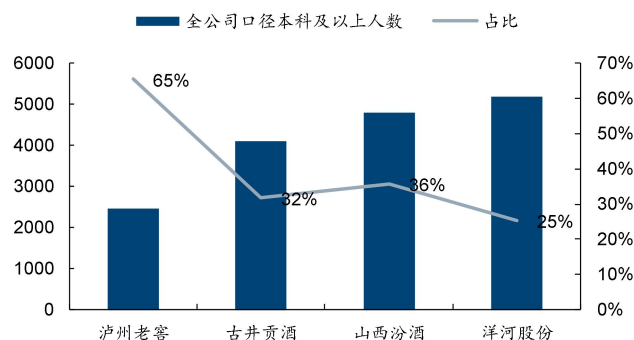
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 2023年酒企本科以上学历人数占比(%, 人)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 2023年酒企本科以上学历人数占比(剔除研发人员, %, 人)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

业务团队磨合有序推进, 人员队伍搭建不断补强。山西汾酒作为品牌型和产品型的酒企, 增长的底层逻辑更多依赖品牌势能和香型优势等, 在组织、管理、渠道上存在较大提升空间。2024年对于汾酒是管理提升的一年, 在人员搭建和组织适配上: 1) 针对营销人员相对紧缺, 例如广东大区仅30人左右, 江苏大区仅30余人等; 2) 针对营销队伍外聘比例低, 预计后续会加大校招和对外社招比例, 优化汾酒人才队伍结构; 3) 针对大区轮岗问题, 山东、河南、陕西等大区相继完成轮换, 预计公司营销大区常态化轮换; 4) 针对营销组织磨合, 2023Q2公司相继进行提价、推行模糊返利、客户分级管理等, 营销节奏把握的恰如其分。

表2: 2023年各大酒企人效和费效比测算(人, 亿元)

单位: 亿元	代码	公司	报表内销售人数	销售费用(亿元)	销售费用中员工薪酬(亿元)	酒业业务收入(亿元)	酒类销售量(吨)	销售人均销售收入(万元)	平均薪酬(体内, 万元)	销售人均销售量(吨/人/年)	人效测算(万元/吨)	人效测算(%)
全国性高端	600519.SH	贵州茅台	1,198	46.5		1,472	73,274	12289		61		
	000858.SZ	五粮液	1,181	78.0	7.35	764	159,106	6473	62	135	0.46	1.0%
	000568.SZ	泸州老窖	963	39.7	2.98	301	96,278	3123	31	100	0.31	1.0%
全国性次高端	600809.SH	山西汾酒	1,361	32.2	6.26	304	205,789	2236	46	151	0.30	2.1%
	002304.SZ	洋河股份	6,601	53.9	12.78	324	166,155	491	19	25	0.77	3.9%
	600779.SH	水井坊	590	13.1	2.05	49	11,201	826	35	19	1.83	4.2%
	000799.SZ	酒鬼酒	450	9.1	1.07	28	9,882	627	24	22	1.08	3.8%
	600702.SH	舍得酒业	2,519	12.9	5.38	66	43,527	260	21	17	1.24	8.2%
区域性次高端	000596.SZ	古井贡酒	3,744	54.4	12.31	196	118,319	525	33	32	1.04	6.3%
	603369.SH	今世缘	1,509	21.0	3.29	100	46,708	665	22	31	0.70	3.3%
	603198.SH	迎驾贡酒	1,968	5.8	2.29	64	61,325	325	12	31	0.37	3.6%
	603589.SH	口子窖	364	8.3	0.78	58	36,763	1607	21	101	0.21	1.3%
	600559.SH	老白干酒	2,673	14.3	4.97	50	53,540	188	19	20	0.93	9.9%
	600197.SH	伊力特	84	2.1	0.19	22	22,603	2602	22	269	0.08	0.9%
	600199.SH	金种子酒	540	2.3	1.12	10	18,326	182	21	34	0.61	11.4%
	603919.SH	金徽酒	842	5.4	1.81	25	17,980	298	22	21	1.01	7.2%
	光瓶酒	000860.SZ	顺鑫农业	163	12.1	1.06	68	366,538	4186	65	2249	0.03

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 人效测算=销售费用中员工薪酬/酒类营收

2.2 渠道改革：汾享礼遇全面推进，费用改革赋能价盘

引言：“汾享礼遇”是山西汾酒渠道改革&费用改革的重要抓手，公司以“汾享礼遇”为依托完成经销商和终端分级管理，进而通过BC联动的方式完成消费者培育。下文将深度拆解“汾享礼遇”模式，并与泸州老窖等酒企进行对比。

价格体系稳定性和落地执行能力是汾酒渠道改革的核心。在渠道模式上，山西汾酒基于价格体系稳定性和落地执行能力，未来将构建四大体系：1) 构建以扫码数据为依托的费用兑付体系；2) 以渠道管理为中心的资源配置体系；3) 区域前端强执行与公司后台服务强支撑的管理体系；4) 以过程、结果双考核的激励体系。2024年，公司将以“汾享礼遇”为改革载体，全面上线五码系统，外聘第三方市场稽查人员，强化终端掌控能力，实现对全渠道“控盘分利”。

图22: 以经销商分级为基础的销售计划、费用投放、考核激励等精细化汾酒运营管理体系



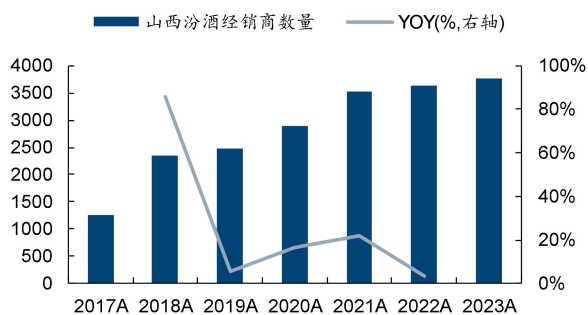
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“汾享礼遇”是渠道、终端分级管理的工具，也是渠道改革和费用改革的重要抓手。“汾享礼遇”是基于开瓶扫码而搭建的渠道改革和费用价格的载体，进而去规范经销商、终端的销售行为，来确保价格体系的稳定性。山西汾酒增长的底层逻辑是通过深厚的品牌底蕴完成消费者教育，通过玻汾导流降低渠道进入成本，青花20通过极致的性价比实现省外市场的快速放量。但是，渠道精细化操作以及价格秩序管控是山西汾酒过去存在的潜在短板，因此公司在营收后300亿时代，需要解决好渠道管理和价格管理问题，避免出现起量后的渠道内卷和费用内卷问题。

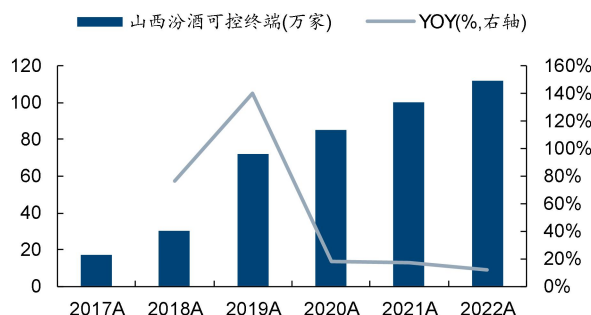
山西汾酒进入到“深度全国化”阶段，终端精细化运作和后终端运营或将是重点。从渠道扩张来看，山西汾酒自2022年开始进入到“深度全国化”阶段，营收体量增长不再过度依靠招商增长，终端开始进入扩容式增长，单商销售体量快速提升。从终端扩容看，2022年山西汾酒可控终端达到112万家，具备动销青花20及以上的终端约20万家+，已经足够支撑汾酒进入后300亿时代。预计2024-2025年，终端精细化管理以及后终端运营将会是公司渠道运作的重点。

图23: 2023年山西汾酒经销商数量增长贡献相对有限

图24: 2022年山西汾酒可控终端扩充到112万家



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“汾享礼遇”核心是模糊、后置和碎片化，进而达到“控盘分利”的效果。“汾享礼遇”是在山西省内渠道共建模式基础上升级而来，经过陕西市场、山东市场的验证，2023年10月开始进行全国推广。“汾享礼遇”的精髓在于模糊、后置和碎片化，进而实现“控盘分利”的效果：1) 模糊，公司将改变费投模式，由过去随量费用转为基于扫码的过程考核和结构考核，进而避免经销商、终端将渠道费用打入价值链中。2) 后置，经销商、终端渠道费用兑付采取后置方式，避免对当期价格产生冲击。3) 碎片化，碎片化本质是“切片化”，公司依托于海量数据来测算出“渠道-终端”各个环节的分润比例。预计随着“汾享礼遇”模式的有序推进，青花系列的价格体系稳定性将得到有效的提升。

表3：“汾享礼遇”标准化的渠道政策

产品	礼遇值	产品	礼遇值
42度青花20汾酒	5分/箱	42度巴拿马10汾酒	4分/箱
53度青花20汾酒	6分/箱	42度巴拿马基础版	3分/箱
42度青花30汾酒复兴版	9分/箱	53度巴拿马基础版	3分/箱
53度青花30汾酒复兴版	12分/箱	53度封坛15老白汾	3分/箱
53度巴拿马20汾酒	4分/箱	53度10老白汾	2分/箱
53度巴拿马10汾酒	4分/箱	53度醇柔老白汾	2分/箱

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

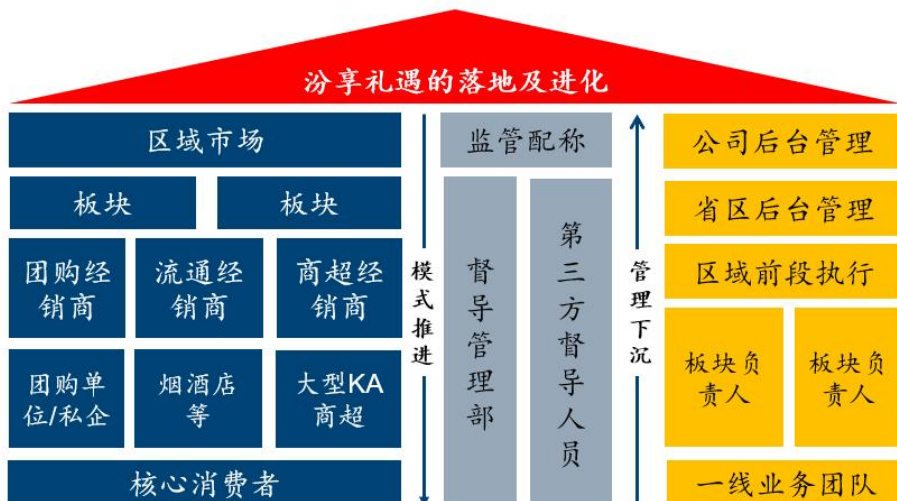
“汾享礼遇”通过搭建消费者、终端、渠道三级机制，创新式改革分润模式。从构成来看，“汾享礼遇”由终端汾享会、经销商汾享尊荣和消费者会员俱乐部三者构成。在终端层面，山西汾酒从2023Q4开始对终端分类建档，剔除虚拟和重复终端，为后续费用精细化管理控、数字化推广奠定数据基础。在分润方式上，终端利润被进一步细化为顺价利润、礼遇值奖励、市场秩序专项奖、阶段性互动奖励、开瓶反向红包等，通过搭建多维度利润达成方式进而提高价格体系的稳定性。在经销商层面，公司进一步对经销商进行分类分级，通过后置模糊返利等方式强化经销商过程考核。我们已在部分地区发现部分大商在“汾享礼遇”的指导下，已经在组织变革、人员配置、费投方式上均做了重大变化。在消费者层面，预计公司后续在扫码红包推广下，将有序搭建消费者俱乐部，为后续千元价位带青花30·复兴版培育奠定基础。

图25：汾享礼遇是终端&经销商&消费者的融合



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：“汾享礼遇”的落地及进化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“汾享礼遇”类似于加强版的泸州老窖“终端国窖荟”，筛选出具有高端酒动销能力的终端是高端价位突破的关键。我们从终端运作能力和高端突破能力去对比泸州老窖和山西汾酒，进而去预判汾酒渠道改革和费用改革的潜在路径。从高端突破能力看，团购渠道是高端酒销售的主要阵地，而如何撬开核心终端背后的团购资源成为衡量高端运作能力的指标之一。国窖通过“124工程-国窖荟-联盟体”的不断裂变，辅以渠道返利和增值服务等方式，强化核心终端粘性，进而实现“消费者培育-后终端运营”的闭环。我们认为山西汾酒的“汾享礼遇”类似于强化版的泸州老窖“终端国窖荟”，通过在考核方式和利润实现方式上实现深度绑定，进而筛选和培育出具有高端动销能力的终端，未来不排除公司有序将渠道模式升级为“终端联盟体”。从终端运作能力看，更多考核的是酒企终端开拓、终端服务和后终端运营能力。泸州老窖在终端开拓（“挖井计划”、会战模式等）、客情服务（生日权益等）、后终端运营（销售支持）等维度均有成熟、系统性打法，我们预计汾酒仍处于终端精细化运作中，后续仍有一定的补强空间。

第三方人员稽查、开箱刻字、利润实现方式多元化等成为汾酒终端控价的关键。

在价格体系管控上，泸州老窖强化终端配额管理，并通过差异化价格体系和返利机制实现价盘管控。在量价管控上，价格体系是渠道结构调整的核心，2019年国窖1573基本实现了渠道的控盘分利。针对终端可能存在的乱价行为，泸州老窖针对性地推出：1) 终端配额制和价格熔断机制；2) 费用端通过模糊返利；3) 加大市场窜货稽查力度等方式，控制核心终端成交价，减少出现甩货乱价的情况。我们对比汾酒终端价格管理体系，边际上出现若干改善：1) 引入第三方稽查人员，强化市场秩序整顿；2) 汾酒全国全品类实施“开箱刻字”，控制终端窜货风险等；3) 终端利润实现方式多元化（基于开瓶扫码、过程考核、结构考核等）。我们认为汾酒对于终端价格体系掌控力不断增强，强化了渠道价格体系稳定性。目前，汾酒流通渠道的终端布局密度相对合适，部分地区仍有扩张空间，暂无需担忧终端过密导致的比价效应。

图27: 国窖的终端合作演变复盘



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28: 泸州老窖从三个维度强化价盘管控



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4: 国窖与核心终端的合作形式升级

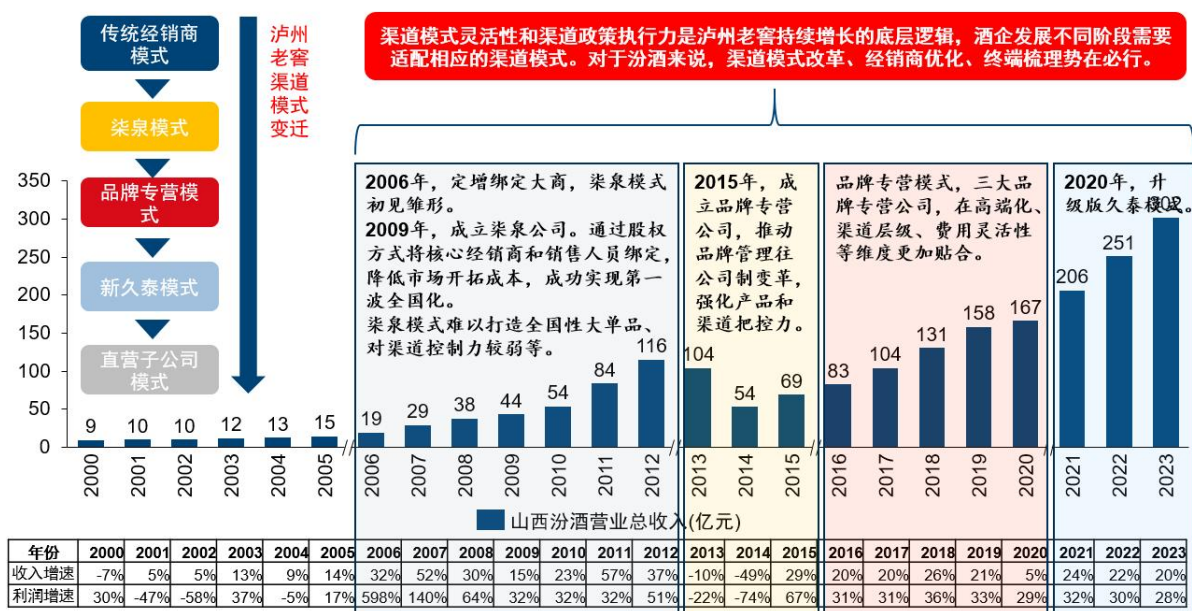
终端会员	权益	VIP卡	银卡	金卡	钻石卡	至尊卡
客情支持	会员礼物	✓	✓	✓	✓	✓
	节日礼物			✓	✓	✓
	生日礼物	✓	✓	✓	✓	✓
	省内旅游拓展	✓	✓			
	国内旅游拓展			✓	✓	
	海外旅游拓展					✓
销售支持	“国窖荟”沙龙	✓	✓	✓	✓	✓
	“国窖之旅”经理人培训			✓	✓	✓
	店内国窖元素植入	✓	✓	✓	✓	✓
	精品陈列	✓	✓			
	专柜陈列			✓		
客户维护支持	一面墙陈列				✓	✓
	国窖定制酒服装				✓	✓
	门头				✓	✓
客户维护支持	帮助终端客情维护					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.3 组织配称：成立青花事业部&数据管理部一体化运作

酒企在不同生命周期需要适配相应的渠道模式，进而提高渠道效率和控盘能力。通过复盘泸州老窖营销模式改革，我们发现酒企在不同生命周期需要适配不同的渠道模式，例如：1) 2006年，泸州老窖在第一轮全国化扩张中，通过“柒泉模式”绑定核心大商、销售队伍，极大地降低市场开拓成本；2) 2015年，行业红利和信息不对称红利减弱后，泸州老窖成立品牌专营公司推动高端化和全国化扩张，强化对终端把控和核心消费者教育等，实现高端“国窖系列”从量变到质变的飞跃；3) 2020年，泸州老窖在专营公司模式基础上，摸索出“久泰模式”，实现类直营销，极大地提高了渠道效率，但也存在经营杠杆过高等问题；4) 未来，营收步入后300亿的泸州老窖，通过“百城融合”计划来摸索新的渠道模式，进而强化各个专营公司间协同作战能力。我们从泸州老窖渠道模式变迁历史中，发现酒企在不同阶段需要采取不同的渠道模式来适配增长阶段，提高渠道效率、强化控盘能力成为酒企改革的核心和方向。

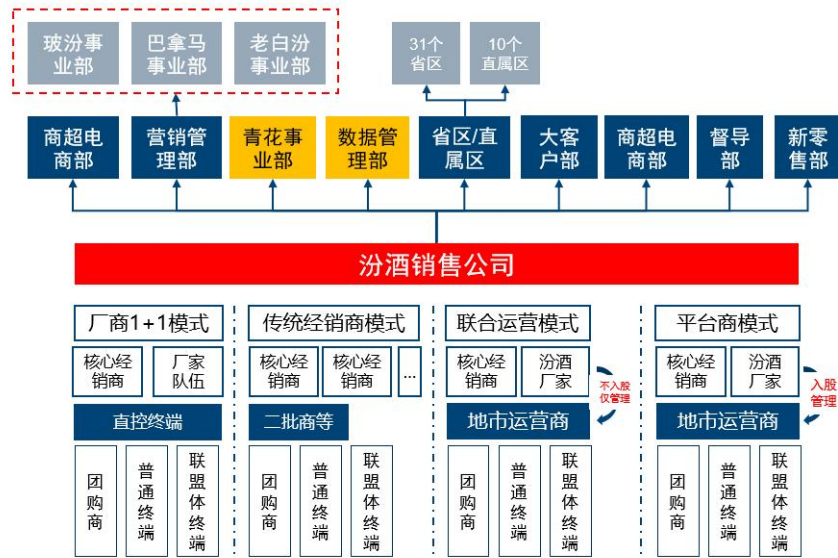
图29：在行业调整周期，泸州老窖模式升级应对变化，主动调整营销体系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

组织变革和人员队伍培育为高端酒培育奠定基础，汾酒的组织改革状态类似于2016-2017年的老窖。山西汾酒营收步入后300亿时代，为实现青花20全国化和青花30·复兴版高质量发展的战略目标，已经开始在组织架构、渠道模式、费投模式等立体式改革。2023年，山西汾酒主动调整组织架构来适配新的发展阶段：1) 单独成立青花事业部，为青花30·复兴版匹配专门营销决策组；2) 单独成立数据管理部，为渠道改革和费用改革做好数据服务支持；3) 大区经理轮换，根据市场的发展阶段匹配不同类型的人才等。2024年，从经营节奏看，我们山西汾酒在渠道端和高端化的试水操刀有点类似于2016-2017年前期的泸州老窖。针对中期千元价位段培育稳定，“青花事业部-单设业务团队-独立考核体系-独立高端酒经销商-独立核心终端-高端客群培育”，或有望极大地提高青花30·复兴版全国化的置信度（但仍需时间验证）。

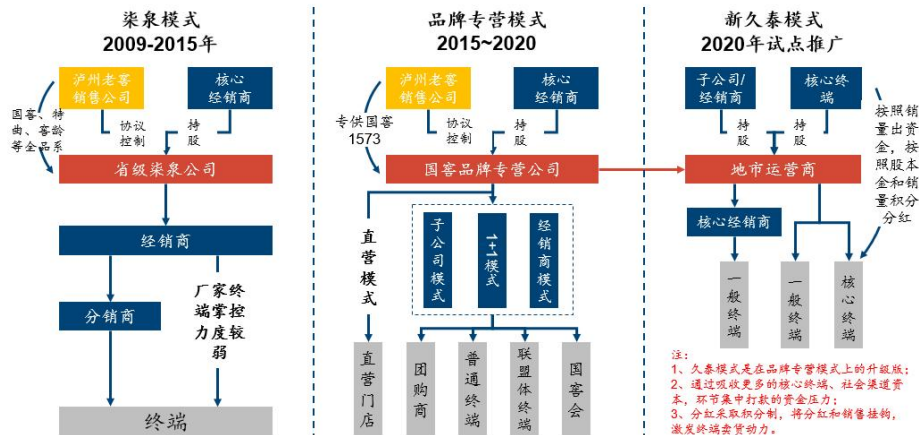
图30：山西汾酒营销组织架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

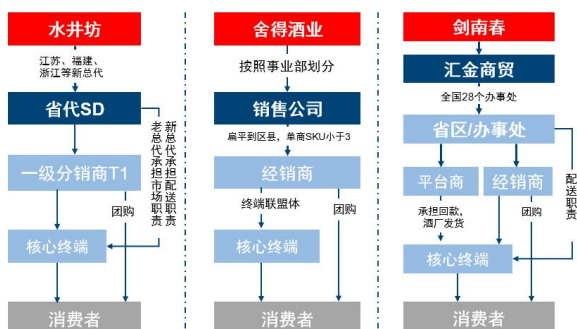
次高端白酒企业渠道结构趋同，费投效率或成为渠道竞争的核心。我们复盘扩张性次高端酒企的发展路径，发现次高端酒企存在品牌认知差距较小、渠道模式趋同、价格体系多为控价模式等，更加侧重于对终端的管控，因此渠道竞争的核心在于费投效率。我们从渠道结构（层级关系）、费用形式及投放方式三个维度来分析对比：泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、水井坊的渠道模式较为类似，重视以自有业务员（含外聘人员）掌控终端，通过费用投放来推动终端。山西汾酒、剑南春品牌力较强，渠道铺设较为完整，渠道操作更多由经销商主导，费用效率低于前者。从渠道利润看，各个次高端大单品的渠道利润是发展阶段、渠道效率、市场秩序等多因素的结果，进而映射为市场开拓成本和渠道进入成本。因此，2024年作为汾酒提高渠道效率的一年，渠道改革和费用改革或有望提升整体渠道效率，进而构建中长期竞争优势。

图31：泸州老窖渠道模式梳理



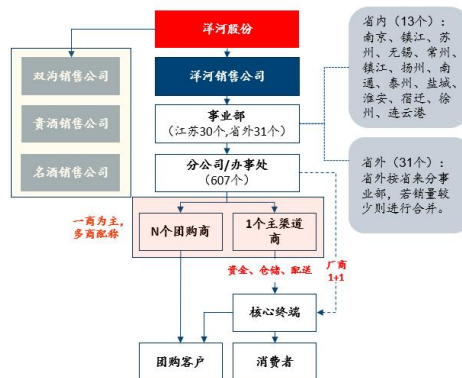
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32: 剑南春&舍得酒业&水井坊营销组织架构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 洋河股份营销组织架构



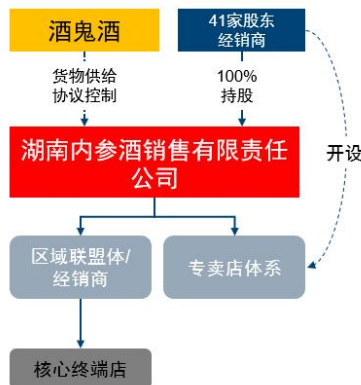
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图34: 古井贡酒下设平台公司的组织架构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图35: 酒鬼酒营销组织架构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3、增长逻辑：构筑环山西区域基本盘，多价位带布局，发展行稳致远

引言：汾酒以大众价位为切入口，构筑环山西市场基本盘。省内市场一体化运作，抢占核心消费者心智，获取核心政商务资源，保证价位升级，向外输出模式。

3.1 省外市场：预计 2024 年全国化开拓或进入到 3.0 版本

从省外市场开拓看，预计山西汾酒省外开拓或分为四个阶段。我们复盘汾酒各个大单品成长的路径，从 2017 年国改至今，公司底层增长逻辑经历了“青花 20+玻汾”到“青花 20+老白汾”，再到“青花 30·复兴版”的阶段。从省外市场突破看，山西汾酒基本可以分为四个阶段：**1) 玻汾先行。**前期通过玻汾导入换取渠道粘性。**2) 青花 20 放量。**中期导入青花 20 实现经销商的快速增长，迅速做大销售体量，实现品牌力的快速恢复。**3) 老白汾打造类山西市场。**中后期换代升级老白汾，实现环山西市场渠道的全方位扩张，保证在当地宴席市场的消费氛围，进而打造“类山西市场”（类似于泸州老窖的河北市场）。**4) 青花 30·复兴版培育。**后期培育青花 30·复兴版，汾酒补齐渠道短板后，加大消费者运营，打开公司发展的天花板。

老白汾切入大众宴席，或有望实现环山西市场到“类山西市场”的突破。从山西汾酒省外开拓进度看，预计 2024-2025 年或将进入 3.0 版本，通过换代升级老白汾将环山西市场打造成“类山西市场”：1) 对比泸州老窖培育河北市场，预计 2024 年汾酒将加大省外老白汾的培育力度，通过宴席市场为抓手，培育山东、河南、陕西、内蒙古等环山西市场，提高汾酒在当地的消费氛围。2) 老白汾接棒玻汾增长，缓解短期产能压力。3) 100-300 元大众价位带景气度较高，汾酒通过老白汾来捕捉和适应行业需求，抢占区域性酒企和部分全国性品牌的份额。我们去分析老白汾在环山西市场开拓的可行性：1) 山东当地区域性酒企，产品线大多布局在 100 元以内，不会出现渠道资源被截留的情况。2) 山东和山西区域间存在较多的商务往来，汾酒或通过“煤炭经济”等方式实现对核心意见领袖培育。3) 2024 年公司对老白汾系列换代升级，重塑渠道利润，有望在渠道推力的带动下实现切入河南、山东等环山西市场。

图36: 历史复盘，山西汾酒各个经营节奏主导增长的大单品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2 青花 20：极致性价比驱动全国化扩张，从单一场景到多场景增长

青花 20 位于高势能增长区间，全国化扩张和多场景增长持续贡献业绩增长。大单品放量是酒企实现全国化扩张的前提，我们通过搭建次高端大单品生命周期模型来判断青花 20 所位于的阶段：消费场景扩张能力和区域市场扩张能力。从区域扩张能力看，我们认为区域渗透、渠道利润、消费者自点是决定大单品扩张能力的三个要素。从消费场景扩张看，我们认为酒厂费投政策和消费流行度是决定大单品是否能实现跨场景增长的关键。基于以上，我们发现青花 20 仍处于非线性增长区间（区域全国性扩张叠加多场景增长），剑南春处于生命周期末端（过度依赖于单一宴席场景&渠道利润透明化，进入费投和渠道内卷），泸州老窖·60 版特曲处于生命周期前期，仍处于圈层培育和泛区域性扩张阶段。

图37: 山西汾酒·青花 20 由商务单一场景增长进入到多场景增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

玻汾系列是青花 20 全国化的充分条件，极大地降低了青花 20 渠道进入成本和消费者教育成本。玻汾的高毛利和高周转，降低青花系列的渠道进入成本和用户教育成本。例如，汾酒在北上广深等核心市场初期，均通过玻汾系列来铺 KA 商超渠道来切入当地市场。市场观点或担心玻汾大单品生命周期问题，我们认为：1) 50 元高线光瓶赛道的壁垒在于，下游消费者呈现广谱性和碎皮化，进而导致用户培育成本极高。2) 高线光瓶酒单瓶毛利低于其他 SKU，很难通过加大费投的方式长期维持终端推力。3) 玻汾增长的底层逻辑是极致性价比和品牌张力。我们以消费频次来划分，上下限分别茅台和玻汾，消费者对于品牌认知度相对较高，产品生命周期相对更长。

玻汾系列采取极致控量等策略进而延长产品生命周期。从运作模式上，玻汾、老村长和牛栏山二锅头的运作存在较大的差异：1) 玻汾配额投放采取严格控量模式，区域间分配的配额均不同，决定了玻汾并非简单地追求市场份额最大化，与曾经的老村长和牛栏山二锅头存在着根本性的差异。2) 玻汾不会过度在渠道和消费者投入过多的促销费用，进而保证自身的“价值符号”，例如跨品类的可口可乐不会加大费投去抢占份额。3) 在价格策略上，玻汾采取主动涨价的方式去适应或提前布局消费者需求，并非采取系列化的方式去变相提价。一是系列化联动提价的操作难度较大，二是大单品长期定位于某一价位带容易造成品牌认知的固化。例如，玻汾刚走出山西的泛区域性扩张初期，定价是 35 元/瓶，后续并非是仅定格

在 35 元市场去获取最大化的市场份额。基于以上，我们认为玻汾在极致的“控量提价”的策略下，能保持渠道利润的稳定，进而为青花 20 全国化扩张奠定较好的基础。

图38: 玻汾系列极大地降低青花 20 渠道进入成本和消费者教育成本



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

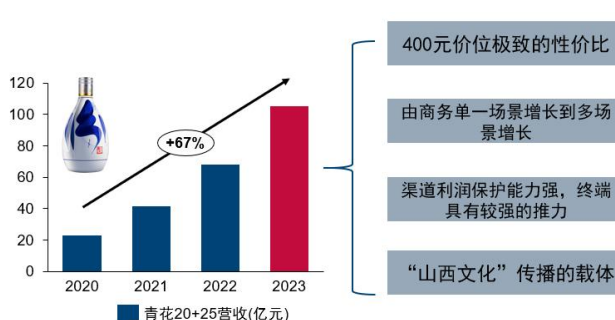
极致性价比、“山西文化”载体、品质驱动是青花 20 自点驱动增长的底层逻辑。我们从“第一性原理”去审视青花 20 消费者自点率的问题，400 元价位是个竞争激烈度较大的价位带，不单单涉及全国名酒间的竞争，还面临全国性名酒和区域性酒企的“肉搏战”，例如江苏南京和苏南市场，因此产品定位和教育消费者或成为酒企决胜 400 元价位的关键。从底层逻辑出发，推演青花 20 在省外持续增长的支撑：1) 极致的性价比。在消费分级趋势下，青花 20 在承接部分降级需求的同时，凭借深厚的品牌张力抢占三四线品牌的份额。2) 汾酒是“山西文化”输出的载体。我们复盘 20 家白酒企业，仅有“山西汾酒”和“贵州茅台”是以省份来命名的名酒企业；跨品类来看，我们复盘新疆乌苏啤酒爆火中，发现亦有新疆区域性文化因素。因此，汾酒在切入煤炭体系和基建体系等圈层培育中，具有天然的优势。3) 品质驱动，清香白酒具有一定香型壁垒。

图39: 山西煤炭经济输出降低汾酒全国化扩张成本



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40: 2023 年青花 20+25 营收破 100 亿



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.3 横向对比青花 20、水晶剑、60 版特曲发展路径

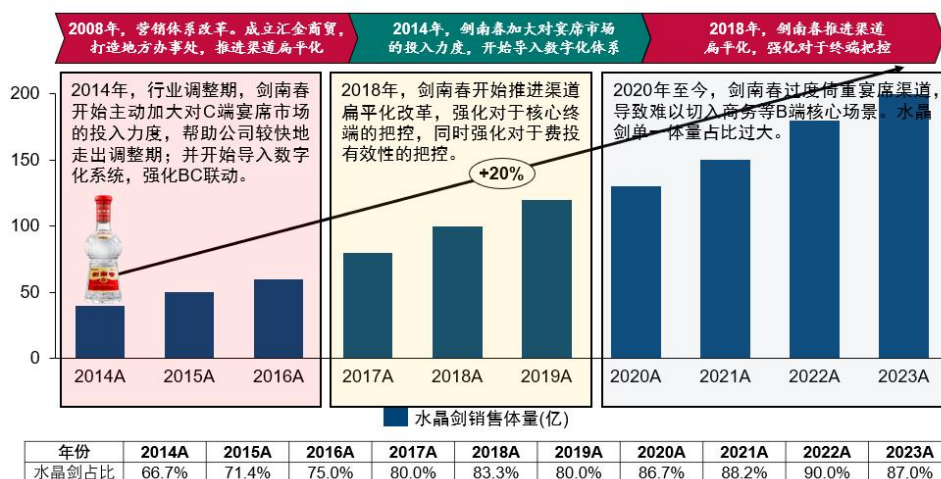
引言：我们复盘剑南春·水晶剑和泸州老窖·60 版特曲的发展历程，进而去推演未来青花 20 的发展路径。此处我们不对山西汾酒进行分 SKU 和分区域预测，详见 2023 年 03 月外发的深度报告《山西汾酒：清香白酒龙头开启新一轮成长周期》。

剑南春·水晶剑：长期深耕于宴席市场，仍需解决价格、场景等问题

在区域布局上，剑南春较早地完成全国化布局，分品牌运作深耕渠道。剑南春作为全国性名酒品牌，早期享有“茅五剑”的美誉，在白酒黄金发展十年借助核心大商的渠道资源，较早地完成了全国化布局。我们发现，剑南春的经销商资源与贵州茅台、五粮液具有较高的重合度，并在四川、河南、北京、天津、江苏、安徽、浙江、福建、湖南、山东等白酒消费大省占据较大的市场份额。在渠道运作上，剑南春于 2008 年开始以汇金商贸子公司为主体，按照价位带分品牌运作，打造地方办事处队伍，实现渠道扁平化，提高终端运作的灵活性和效率。2019 年，剑南春以金剑南特曲为杠杆，再次组建基层渠道，以金剑南特曲、银剑南和金剑南 K6 为主的百元价位段产品进一步下沉到区县一级。

剑南春长期深耕宴席市场，但也造成价格体系难以提升、场景单一和大单品占比过高的问题。在产品标签化上，水晶剑自 2014 年行业深度调整后，开始将资源更多倾斜到大众宴席渠道，并采取保守的价格策略进行平稳发展。在次高端宴席场景，水晶剑打造了系统、成熟的运作模式，通过宴席政策和促销方案等形式，吸引消费者开瓶和掌控终端。但是另一方面，我们发现剑南春·水晶剑过度标签化后也存在若干弊端：1) 价格体系进入到“螺旋式”下降的通道。水晶剑消费过度依赖宴席场景，难以进入其他消费场景。大众宴席的本质是低价促销和品牌力短期快速变现，因此我们发现剑南春在不断增投渠道和消费者培育来获取增长和份额，但是对品牌力或存在长期损伤。2) 水晶剑单一品类在公司内部营收占比过高，我们统计发现销售占比由 2014 年的 67% 提升至 2023 年的 87%，进而导致公司产品结构调整的速和能力相对较弱，难以适应和捕捉新的消费需求。

图41：剑南春过去依赖宴席单一场景，水晶剑收入占比过高导致产品结构调整速度较慢

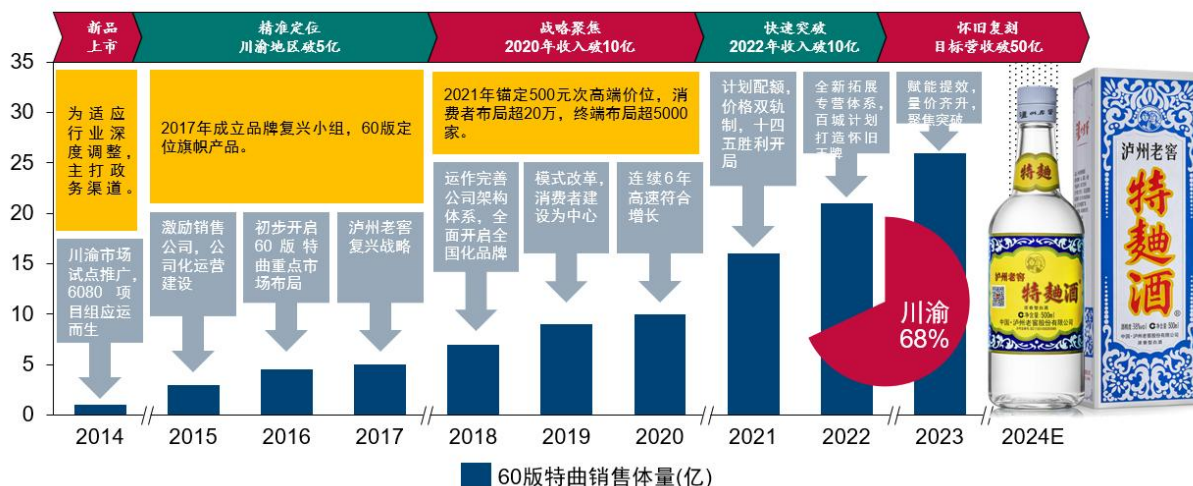


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

泸州老窖·60 版特曲：精耕商务渠道，开始区域扩张、渠道破圈

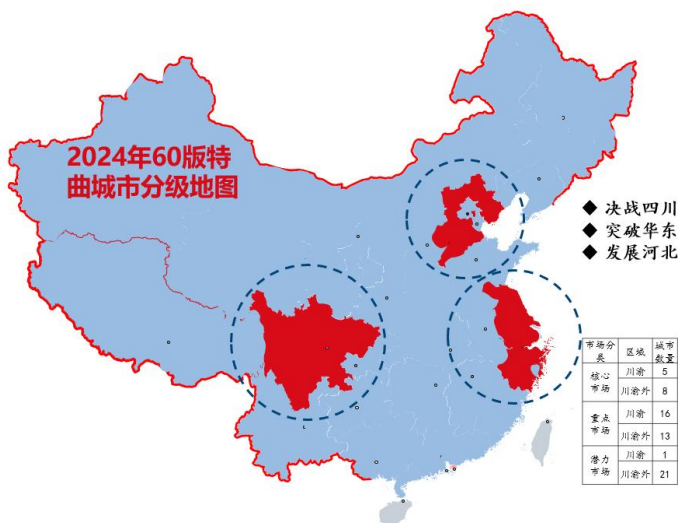
2024 年，60 版特曲深度聚焦传统粮仓市场，内部协同问题亟需解决。泸州老窖 60 版特曲运营整体经历了三个阶段：1) 2014 年-2017 年，重点耕耘川渝市场，聚焦在团购渠道深度培育消费者，打造核心市场，为全国化运营打造样本市场。2) 2018 年-2023 年，开始有重点地进行去全国化布局，省外重点运作国窖消费氛围较好的华北和环太湖区域等，2022 年销售体量破 20 亿，2024 年冲击 30 亿。3) 2024 年至今，深度聚焦、精耕市场。60 版特曲由过去 90 个城市进而聚焦在 68 个城市，提高整体的费效比，并在省外重点城市开始有序切入流通渠道。从渠道操作方式看，60 版特曲定位于“政务接待用酒”，通过“双 124 工程”，打造公关体系 2.0，实现对核心意见领袖的培育。目前，60 版特曲在川渝地区处于由高势能团购渠道切向流通渠道，并有序启动基地市场“挖井工程”，提高区域市场的渗透率和市占率等；省外大部分市场仍处于团购渠道圈层培育中，上海等高地区市场开始试点往流通渠道培育中，但仍处于前期阶段。从经营节奏看，我们预计 60 版特曲 2024 年将继续围绕传统优势市场进行深耕，预计主要以川渝、河北、环太湖区域为主，和青花 20 全国化区域上形成区隔，暂不会出现直接竞争。

图42: 泸州老窖 60 版特曲成长历程复盘



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43: 泸州老窖·60 版特曲 2024 年由 90 个城市转向聚焦 68 个城市



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

白酒消费场景呈现“去地产化”特征，青花20拥有多场景/跨场景增长的能力。对比2013-2015年的行业调整期，我们认为本轮白酒行业或持续处于“去地产化”过程，逐渐降低消费场景中地产的占比，构建消费“新场景”，进而提高下游需求的稳定性。因此，基于产业变迁视角，消费主体和消费场景的变化或是显著趋势，我们更加关注酒企大单品消费场景调整的能力和速度，过度锚定单一场景和单一群体或导致错过需求切换的机遇。通过复盘和对比水晶剑和60版特曲的发展路径，我们认为从大单品生命周期发展阶段看，青花20或介于两者之间。我们从场景结构调整速度和区域扩张能力两个维度去看待青花20的发展：1) 青花20在汾酒整体营收占比低于30%，不会影响公司整体产品结构调整的速度；2) 青花20由商务场景到多场景的增长，不会过度锚定某一场景，进而保证“价值标杆”的内在属性；3) 从区域分布看，青花20全国化进度介于剑南春和60版特曲之间，在长江以南仍有较大扩张空间，能满足公司营收增速要求，不会坠入存量区域中“渠道过密 VS 量价平衡”矛盾体。

图44: 2023年至今，白酒行业消费场景处于“去地产化”、构建新场景阶段，大众消费均有较强韧性



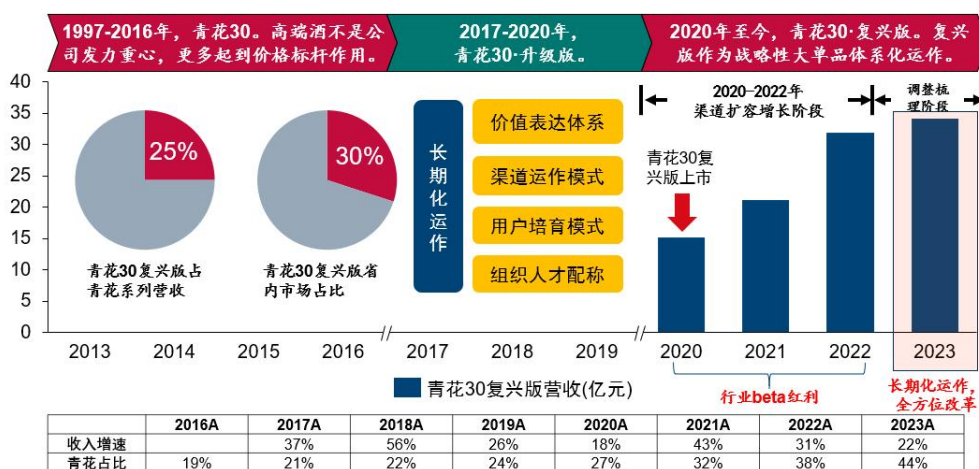
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.4 青花30 复兴版：24 年聚焦模式探索，25 年精耕消费者培育

引言：经过上文论证，我们认为青花20持续放量能支撑山西汾酒顺利度过2025年。预计2026年及以后，青花30·复兴版的培育进度和推广进度决定公司发展的天花板。下面，我们将青花30·复兴版和普五、国窖1573、青花郎对比分析。

渠道梳理或是青花30·复兴版2024年的主旋律，为后续储备增长势能。从经营节奏上看，我们认为青花30·复兴版2024年或聚焦解决好底层运作模式和渠道梳理等工作，例如：1) 在价位拉升上，预计后续公司或通过加大青花40·中国龙的推广，进而拉升整体品牌定位，青花30·复兴版有序放量。我们复盘酒企的费投周期，例如古井贡酒在省内增投古20进而让古16放量等；其次，目前汾酒需要平衡好“费投培育-价盘稳定”的矛盾，因此从费投效率的角度出发，我们预计消费者培育费用投放在青花40·中国龙或更有经营效率。2) 在底层驱动上，基于汾酒整体的组织效率和资源禀赋，我们预计公司运作青花30·复兴版或采取国窖1573的模式，通过前后台渠道利润分配的方式，进而转换和利用好渠道和终端对核心消费者群体的培育。例如，我们发现汾酒在安徽等省外市场开始搭建青花30·复兴版终端联盟体模式，开始在各地对经销商、核心终端进行分类分级管理，我们预计2024年是渠道改造的一年，2025年进而将渠道资源转换成青花30·复兴版的增长势能。3) 从人才培养周期看，之前市场或担忧汾酒习惯于大流通渠道操盘，但是对于青花30·复兴版高端酒的运作手法或需要时间切换，或者存在组织惯性问题。我们观察到汾酒2024年开始加大对于人才队伍的搭建，开始在内部系统性梳理人才培养体系等。

图45: 复盘青花30·复兴版发展历史



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在价值表达上，预计青花30·复兴版或在文化表达有所创新。在千元价位白酒价值体系搭建上，我们复盘五粮液、国窖1573和青花郎的发展历程，发现高端酒底层增长的逻辑或存三个关键的要素：品牌、品质和服务。五粮液宣传“大国浓香、中国酒王”的定位，通过讲好窖池年份化的故事来进行消费者培育；国窖1573通过极致的消费者服务和终端客情维护，通过管理的手段来深挖核心烟酒店背后的团购资源，进而实现对核心意见领袖的圈层培育；青花郎采取直控C端的模式，通过大力建设郎酒庄园、搭建青花荟等形式，强化对核心意见领袖的绑定。从顶层设计上，我们预计公司或在青花30·复兴版或从文化构建、品牌传播、青花40·中国龙等维度进行增量创新。

图46: 郎酒股份“青花荟”迭代为“郎酒庄园会员中心”



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图47: 泸州老窖以“国窖荟”为消费者培育抓手



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

营销体系架构优化调整, 推动青花30·复兴版长期化运作。在营销策略和落地执行看, 山西汾酒或在营销手段上仍具有较多补强的空间: 1) 营销动作统一化, 公司后续或强化对青花30·复兴版品牌故事的拔高; 2) 费用投放一致化, 未来或保持全国费投力度一致性, 避免出现不同成熟度区域间的窜货行为; 3) 渠道结构梳理, 公司对经销商分层管理、终端分级管理, 成立终端联盟体重点运作等; 4) 青花30·复兴版高高度一体化运作, 适当地在部分区域投放低度产品, 满足消费者需求, 促进高度复兴版量价平衡; 5) 组织配称上, 公司单设青花事业部操盘青花30·复兴版, 设立数据管理部强化费用管控。我们认为汾酒在青花30·复兴版在系统性运作上, 相继匹配了机制、组织、人员等, 预计2024年或是青花30·复兴版长期化运作的元年。

图48: 2023年, 千元价位段白酒大单品梳理及横向对比

千元价位产品	八代五粮液	52度国窖1573	茅台1935	青花郎	青花30·复兴版	内参酒
报表体量(亿)	470亿左右	120亿左右	100亿左右	55亿左右	35亿左右	7亿左右
白酒收入占比	约62%	约40%	约7%	约40%	约11%	约25%
战略定位	战略性大单品	战略性大单品	战术性产品	战略性大单品	战略性大单品	战略性大单品
组织配称	五品部	国窖专营公司	/	青花郎事业部	青花事业部	内参酒销售公司
区域布局	全国性销售	西南、华北和环太湖	河南、山东、广东等	四川、河南、山东、广东等	山西及环山西市场等	湖南、广东、河南等
量价平衡	产品多元化、渠道扁平化保证价盘稳定	通过低度1573来承担经营增长	以价换量	40%直控C端, 价盘管控能力较强	腰部青花20承担增长任务	区域扩张性品种
消费者培育	经销商主导	厂家主导	经销商主导	厂家主导	经销商主导	经销商主导
价格模式	半控价模式	全控价模式	裸价模式	全控价模式	全控价模式	全控价模式
底层逻辑	超高的品牌张力驱动	优异的管理禀赋	普飞品牌和渠道资源外溢	品质驱动, 郎酒庄园打造极致体验	文化禀赋驱动, 青花20/玻汾培育消费者口感	渠道扩张驱动
产品展示						

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

4、估值分析与投资建议：内部治理显著改善，发展或步入历史机遇期

4.1 盈利预测：渠道改革加速推进，青花 20 全国化扩张稳步推进

核心假设：渠道改革加速推进，青花 20 步入高势能增长区间

2023 年，山西汾酒深化营销改革，以“汾享礼遇”为抓手，持续推进渠道改革、费用改革和数字化改造，不断补齐渠道短板，先于行业完成自身调整，为营收后 300 亿时代储备发展势能。汾酒基本实现“一轮红日、五星灿烂、清香天下”的市场结构，青花系列营收占比提升至 46%，长江以南市场同比增长超 30%。2024 年，对于山西汾酒是“进攻”的一年，在渠道改革持续推进、青花 30 复兴版顶层设计不断完善、青花 20 跨场景增长、渠道资源二次分配等推动下，公司有望高质量达成 20%营收增长目标。

我们分业务对山西汾酒业绩进行预测，主要基于以下假设：

青花系列：青花 30·复兴版长期化运作，青花 20 仍处于高势能增长阶段，预计 2024-2025 年青花 20 或贡献较多业绩增量，复兴版仍需后续模式的不断完善。从营收上看，预计青花系列 2024-2026 年营收同比增长 25.0%/24.8%/20.0%。

巴拿马系列：山西省内消费升级趋势延续，巴拿马或有望承接老白汾的升级需求，2024 年巴拿马系列仍能实现较快增长。从营收上看，预计巴拿马系列 2024-2026 年营收同比增长 15.0%/15.0%/12.0%。

老白汾系列：2024 年汾酒对老白汾系列换代升级，导入五码系统，重塑渠道利润，或有望在省外市场获取更多份额。其次，2024 年大众消费需求复苏较为明显，100-200 元价位具有较好景气度，或能贡献一定增量。从营收上看，预计老白汾系列 2024-2026 年营收同比增长 25.0%/20.0%/15.0%。

玻汾系列：2024 年汾酒在营销层面，要从“玻汾调存量、20 要突破、中期看 30、科学做营销”等方面着手，我们预计 2024 年玻汾配额存量优化将作为渠道改革的重要抓手之一。从营收上看，预计玻汾系列 2024-2026 年营收同比增长 15.0%/6.0%/6.0%。

综上所述，我们预计汾酒系列（不含系列酒和配制酒）2024-2026 年实现营收 368.52/436.53/503.36 亿元，同比增长 20.6%/18.1%/15.1%。

费用率预测

1) **销售费用率：**考虑到山西汾酒处于全国化阶段，全国化的渠道搭建基本完成，前期市场建设费投预投和消费者培育投入基本完成，预计销售费用率后续在规模效应+数字化赋能+渠道改革等推动下或存优化空间，假设 2024-2026 年销售费用率呈现优化趋势，分别为 9.2%/8.5%/7.9%。

2) **管理费用率：**考虑到公司大力推进数字化系统，提高内部管理效能提升，叠加全国化下的规模效应，我们预计 2024-2026 年公司管理费用率呈现下滑趋势，分别为 3.5%/3.4%/3.4%。

3) **研发费用率：**考虑到公司持续进行白酒风味研究和新品研究，预计 2024-2026

年研发费用率保持相对稳定，分别为 0.2%/0.2%/0.2%。

4) **财务费用率**：由于公司有息负债较少，在手现金较为充沛，预计 2024–2026 年财务费用率维持在-0.7%/-1.2%/-1.3%左右。

表5: 山西汾酒费用率预测假设条件

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入增长率	42.8%	31.3%	21.8%	20.5%	18.1%	15.1%
毛利率	74.9%	75.4%	75.3%	76.0%	76.4%	76.6%
管理费用率	5.8%	4.6%	3.7%	3.5%	3.4%	3.4%
研发费用率	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用率	15.8%	13.0%	10.1%	9.2%	8.5%	7.9%
财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.7%	-1.2%	-1.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

盈利预测结果

我们分品类进行拆分，具体分拆数据如下表所示：

表6: 山西汾酒主营业务拆分及预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	11880	13990	19971	26214	31928	38468	45412	52253
YOY	26.6%	17.8%	42.8%	31.3%	21.8%	20.5%	18.1%	15.1%
营业成本	3336	3896	5011	6460	7884	9214	10717	12240
YOY	5.2%	16.8%	28.6%	28.9%	22.1%	16.9%	16.3%	14.2%
毛利	8544	10094	14960	19754	24044	29254	34695	40013
毛利率	71.9%	72.2%	74.9%	75.4%	75.3%	76.0%	76.4%	76.6%
汾酒								
营收（百万元）	10297	12629	21001	24147	30435	36852	43653	50336
YOY	27.7%	22.6%	66.3%	15.0%	24.3%	21.1%	18.5%	15.3%
系列酒								
营收（百万元）	900	566	638	893	908	999	1099	1209
YOY	-5.8%	-37.1%	12.7%	40.0%	7.7%	10.0%	10.0%	10.0%
配制酒								
营收（百万元）	548	653	1250	703	400	440	484	532
YOY	61.6%	19.2%	91.4%	-43.8%	-43.1%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务								
营收（百万元）	135	142	163	174	185	176	176	176
YOY	82.4%	5.0%	14.8%	6.9%	6.7%	-5.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

预计 2024–2026 年山西汾酒实现营业总收入 384.7/454.1/522.5 亿元，同比增长 20.5%/18.1%/15.1%。预计 2024–2026 年公司有望实现归母净利润 130.6/161.0/188.0 亿元，同比增长 25.1%/23.3%/16.8%，对应 EPS 10.80/13.26/15.54 元。

4.2 绝对估值：287.85-318.49 元

我们将公司分为显性期（2024-2026 年）、半显性期（2027-2033 年）和永续期（2034 年起）三个阶段，采取 FCFF 估值法来反映公司内在价值。

1) **显性期（2024-2026 年）**：参考前文盈利预测，我们预计 2024-2026 年营收实现增长 20.5%/18.1%/15.1%，预计 2024-2026 年归母净利润实现增长 26.2%/22.7%/17.2%。

2) **半显性期（2027-2033 年）**：假设公司营收增速逐年衰减至 2%左右。

3) **永续期（2034 年起）**：白酒消费具有社会性和个人双重属性，同时受益于我国特有的礼仪文化，白酒需求具有较强的韧性。白酒作为高端品，从历史数据看，具有较强的提价能力且能大幅跑赢同期通胀水平。其次，白酒企业品牌壁垒较强，行业竞争格局较为稳固。综合来看，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.0%。

表7: 山西汾酒 FCFF 估值中盈利预测假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	42.75%	31.26%	21.80%	20.5%	18.1%	15.1%	13.1%	11.1%	9.1%	7.1%
营业成本/营业收入	25.09%	24.64%	24.69%	23.95%	23.60%	23.42%	21.11%	21.11%	21.11%	21.11%
管理费用/营业收入	5.79%	4.57%	3.68%	3.46%	3.36%	3.36%	3.36%	3.36%	3.36%	3.36%
研发费用/营业收入	0.12%	0.22%	0.28%	0.23%	0.19%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
销售费用/销售收入	15.82%	12.98%	10.07%	9.17%	8.47%	7.93%	7.93%	7.93%	7.93%	7.93%
营业税及附加/营业收入	18.68%	17.55%	18.27%	18.21%	18.07%	18.04%	18.04%	18.04%	18.04%	18.04%
所得税税率	23.99%	25.00%	26.38%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	3.28%	27.13%	38.63%	40.00%	40.00%	50.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

资本成本假设：无风险利率我们选取 10 年期国债利率 2.31%，股票市场风险溢价 6.5%，债务成本采取 4.5%。基于以上假设，山西汾酒 WACC 约 8.6%。

表8: 山西汾酒 WACC 假设

无杠杆 Beta	0.97	T	25.00%
无风险利率	2.31%	Ka	8.6%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	0.97
公司股价（元）	231.81	Ke	8.6%
发行在外股数（百万）	1220	E/(D+E)	100%
股票市值(E, 百万元)	321830	D/(D+E)	0%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	8.6%
Kd	4.5%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测及整理

FCFF 估值：我们选取 FCFF 估值法对山西汾酒进行绝对估值，测算 WACC 为 8.6%，永续增长率按 2.0%计算，预计公司的内在每股价值约 287.85-318.49 元（中值 302.26 元），对应市值约 3512-3886 亿元（中值约 3688 亿）。

表9: 山西汾酒 FCFF 估值法敏感性分析

敏感性分析		WACC 变化				
		8.2%	8.4%	8.60%	8.8%	9.0%
永续 增长 率变 化	2.6%	344.66	332.30	320.77	309.99	299.89
	2.4%	336.89	325.16	314.20	303.94	294.30
	2.2%	329.63	318.49	308.05	298.25	289.04
	2.0%	322.85	312.23	302.26	292.90	284.07
	1.8%	316.48	306.35	296.82	287.85	279.39

1.6%	310.51	300.82	291.69	283.09	274.95
1.4%	304.88	295.60	286.85	278.58	270.75

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

4.3 相对估值：248.40-291.60 元

山西汾酒处于改革势能、产品势能、渠道势能持续释放的阶段，2024 年聚焦于渠道改革、费用改革，不断补齐渠道价盘，赋能整体价盘管控。预计 2024 年汾酒或在青花 20 全国化扩张、青花 30·复兴版系统性梳理等带动下，有望实现较为稳健的增长。从 PE 估值角度，我们选择贵州茅台、五粮液、泸州老窖等全国性名酒，2024 年白酒行业 PE 估值中枢在 17X 左右。我们预计 2024-2026 年山西汾酒的 PE 水平在 21.5/17.5/14.9X，考虑到青花系列全国化有序推进，以及清香品类在全国高势能崛起，享受一定龙头溢价和确定性溢价，我们给予公司 2024 年 23-27X 估值水平，目标价 248.40-291.60 元（中值约 270.00 元），对应市值约 3030-3557 亿元（中值约 3294 亿元），维持“优于大市”评级。

图49：山西汾酒可比公司估值表（截至 2024 年 06 月 11 日）

股票代码	公司	市值	收盘价	市盈率				EPS				Growth				PE	
				2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E		2026E
600519.SH	贵州茅台	19,710	1,569.00	34.57	22.48	19.37	16.85	49.93	59.49	69.78	81.01	93.09	19.1%	17.3%	16.1%	14.9%	1.20
000858.SZ	五粮液	5,375	138.48	20.41	15.83	14.13	12.63	6.88	7.78	8.75	9.80	10.96	13.2%	12.4%	12.0%	11.9%	1.17
000568.SZ	泸州老窖	2,346	159.41	25.48	14.52	12.06	10.15	7.06	9.02	10.98	13.22	15.70	27.8%	21.7%	20.4%	18.8%	0.59
002304.SZ	洋河股份	1,360	90.27	17.65	12.60	11.44	10.37	6.23	6.65	7.16	7.89	8.71	6.8%	7.7%	10.2%	10.3%	1.12
000596.SZ	古井贡酒	1,094	236.20	39.15	21.15	16.92	13.91	5.95	8.68	11.17	13.96	16.97	45.9%	28.7%	25.0%	21.6%	0.68
	中位数				15.83	14.13	12.63										
	均值				17.32	14.78	12.78										
600809.SH	山西汾酒	2,828	231.81	34.77	21.46	17.49	14.92	6.65	8.56	10.80	13.26	15.54	28.8%	26.1%	22.7%	17.2%	0.77

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

注：其他公司采用 Wind 一致预期；收盘价采取 2024 年 06 月 11 日数据

4.4 投资建议：内部经营变化显著，或是本轮行业调整期的较大受益者

横向对比：外部环境或放大酒企经营周期，汾酒先于行业完成自身调整。1) 复盘历史发现，酒企营收突破 300 亿后通常会伴随着组织、产品、渠道调整压力，外部需求环境或放大酒企的经营周期/股价表现，例如 2014 年的茅台、2017-2019 年的五粮液、2023 年的洋河。汾酒所处外部需求环境类似于 2013 年的茅台，公司先于行业完成自身调整，例如内部组织重塑、渠道改革、费用改革等，2024 年或有望跑出明显超额收益。2) 对比汾酒 VS 洋河，汾酒不会出现增速中枢下移担忧。汾酒产品线延展空间较大，处于深度全国化增长阶段，仍具备较大渠道扩容增长的能力。3) 长期看，历史复盘发现，每轮行业调整都是渠道资源重塑的过程，汾酒具有较多的工具承接行业渠道资源，或有望成为本轮行业调整期的较大受益者。

居安思危：组织先行，配称渠道改革，赋能产品升级。历史复盘看，每轮国企改革均能对内部机制、组织等进行梳理，2023 年汾酒进行全方位改革，管理深度赋能，进而适配发展新阶段。1) 组织配称，公司相继成立青花事业部、数据管理部，赋能高端酒培育和渠道改革，类似于 2017 年的老窖。2) 人才梯队，公司开始加大外聘人员的比例，搭建内部系统性培养框架。3) 渠道改革，公司以“汾享礼遇”为抓手，相继完成经销商分层、渠道分级管理，进而识别有效终端，强化费投效率。我们认为 2023 是汾酒补短板的一年，2024 年或是汾酒进攻的一年，2025 年是消费者深度培育的一年。

增长逻辑：多价位带布局，极致性价比，发展行稳致远。汾酒多价位带布局，产品结构速度较快，2024 年增长重心更多依靠青花 20+老白汾，“环山西市场”逐步走向“类山西市场”，产品结构和消费习惯对标山西省内，侧面印证省外市场进入 3.0 阶段。其次，我们搭建大单品生命周期模型，青花 20 位于非线性增长区间，由商务单一场景增长进入到多场景增长，且通过极致性价比和“山西文化”输出实现全国化扩张。再之，横向对比发现青花 20 处于全国化扩张中期，发展阶段介于水晶剑和 60 版特曲之间，不会进入存量的量价博弈。因此，青花 20 未来全国化扩张能支撑汾酒营收进入 500 亿阵营

投资建议：汾酒或进入发展历史机遇期，维持“优于大市”评级。上修此前盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 384.7/454.1/522.5 亿元（前值为 384.7/451.7/519.3 亿元，上修 0%/0.5%/0.6%），实现归母净利润 131.8/161.7/189.6 亿元（前值为 131.2/160.6/189.6 亿元，上修 0.4%/0.7%/0%），对应 PE 21.5/17.5/14.9X。考虑到增长势能延续、渠道改革稳步推进，给予 2024 年 23-27X 估值水平，对应目标价 248.40-291.60 元（中值约 270.00 元），维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 248.4-291.6 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.31%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等酒企相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均 PE 的基础上给予一定溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来三年收入增长 20.5%/18.1%/15.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来三年业绩的风险。

我们预计公司未来三年毛利率分别为 76.0%/76.4%/76.6%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来三年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

山西汾酒的全国化及高端化更多依靠管理层的战略定力及执行力，后续可能存在管理层变动的风险。

山西省内的其他清香白酒企业更多开始全国化，后续或加大清香白酒的竞争烈度。

市场风险

白酒行业竞争加剧；青花 30·复兴版推广不及预期；全国化推进不及预期；疫情反复。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11201	3775	22320	30477	38322	营业收入	26214	31928	38468	45412	52253
应收款项	33	37	211	249	281	营业成本	6460	7884	9214	10717	12240
存货净额	9650	11573	13735	16031	18362	营业税金及附加	4602	5832	7006	8207	9428
其他流动资产	7259	19174	9277	10952	12602	销售费用	3404	3217	3527	3845	4146
流动资产合计	29202	34608	45593	57759	69618	管理费用	1214	1202	1383	1578	1808
固定资产	2480	2756	2675	3060	3575	研发费用	58	88	88	88	88
无形资产及其他	1076	1247	1235	1226	1221	财务费用	(37)	(8)	(253)	(528)	(688)
投资性房地产	3848	5392	5392	5392	5392	投资收益	330	499	100	100	100
长期股权投资	80	94	94	94	94	资产减值及公允价值变动	4	0	0	0	0
资产总计	36686	44096	54989	67531	79900	其他收入	(32)	(77)	(88)	(88)	(88)
短期借款及交易性金融负债	9	345	0	0	0	营业利润	10873	14224	17603	21605	25332
应付款项	2948	2893	3509	4096	4691	营业外净收支	3	(19)	0	0	0
其他流动负债	11890	11908	14609	16842	19116	利润总额	10876	14205	17603	21605	25332
流动负债合计	14846	15147	18118	20938	23807	所得税费用	2719	3747	4401	5401	6333
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	61	20	25	31	36
其他长期负债	94	674	674	674	674	归属于母公司净利润	8096	10438	13177	16173	18962
长期负债合计	94	674	674	674	674	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	14941	15821	18792	21612	24481	净利润	8096	10438	13177	16173	18962
少数股东权益	425	438	453	472	490	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	21321	27837	35743	45447	54928	折旧摊销	201	253	259	287	313
负债和股东权益总计	36686	44096	54989	67531	79900	公允价值变动损失	(4)	(0)	0	0	0
						财务费用	(37)	(8)	(253)	(528)	(688)
						营运资本变动	(5366)	(14842)	10877	(1189)	(1144)
						其它	44	13	15	19	18
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	经营活动现金流	2972	(4138)	24328	15289	18149
每股收益	6.64	8.56	10.80	13.26	15.54	资本开支	0	(502)	(167)	(662)	(823)
每股红利	1.80	3.31	4.32	5.30	7.77	其它投资现金流	4971	1009	0	0	0
每股净资产	17.48	22.82	29.30	37.25	45.02	投资活动现金流	4967	494	(167)	(662)	(823)
ROIC	52.5%	41.2%	49.0%	59.7%	61.6%	权益性融资	0	0	0	0	0
ROE	38.0%	37.5%	36.9%	35.6%	34.5%	负债净变化	0	0	0	0	0
毛利率	75.36%	75.31%	76.05%	76.40%	76.58%	支付股利、利息	(2196)	(4032)	(5271)	(6469)	(9481)
EBIT Margin	40%	43%	45%	46%	47%	其它融资现金流	1509	4283	(345)	0	0
EBITDA Margin	41%	44%	46%	47%	48%	融资活动现金流	(2884)	(3782)	(5616)	(6469)	(9481)
收入增长	31%	22%	20%	18%	15%	现金净变动	5055	(7426)	18545	8157	7845
净利润增长率	52%	29%	26%	23%	17%	货币资金的期初余额	6146	11201	3775	22320	30477
资产负债率	42%	37%	35%	33%	31%	货币资金的期末余额	11201	3775	22320	30477	38322
股息率	0.8%	1.4%	1.9%	2.3%	3.4%	企业自由现金流	0	(5000)	23906	14168	16753
P/E	34.9	27.1	21.5	17.5	14.9	权益自由现金流	0	(717)	23751	14564	17269
P/B	13.3	10.2	7.9	6.2	5.1						
EV/EBITDA	27.9	21.4	17.2	14.3	12.4						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032