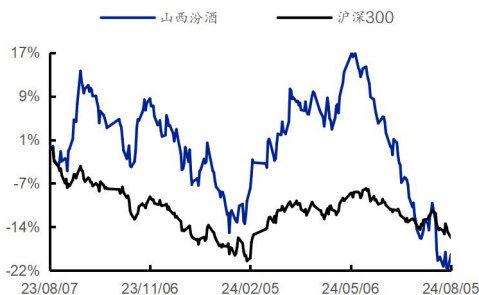


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

历尽千帆过，归来清香隽

——山西汾酒（600809）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
山西汾酒	-5.2%	-28.5%	-19.9%
沪深300	-2.6%	-7.2%	-16.8%

市场数据

市场数据	2024/08/05
当前价格(元)	183.42
52周价格区间(元)	173.20-273.68
总市值(百万)	223,765.84
流通市值(百万)	223,765.84
总股本(万股)	121,996.42
流通股本(万股)	121,996.42
日均成交额(百万)	1,653.25
近一月换手(%)	0.55

相关报告

《山西汾酒（600809）2023年报及2024年一季度报点评：收入跨越三百亿元，复兴道路势能强劲（买入）*白酒II*刘洁铭，秦一方》——2024-04-27
 《山西汾酒（600809）2023年三季度报点评：增长稳健，经营韧性仍强（买入）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-29

投资要点：

■ **中国酒魂，清香龙头。**“一杯汾清酒，半部华夏史”。汾酒是中国酿酒工艺、白酒香型的鼻祖，具备悠久的酿造历史和深厚的文化底蕴，上世纪八十年代就曾经行销全国，是当时销量排名第一的白酒品牌，被誉为“汾老大”，在全国范围内拥有广泛知名度。回顾公司历史，虽几经沉浮，但通过管理层一系列行之有效的改革举措，终守得云开见月明。山西汾酒是上一轮白酒上行周期开始（2016年）至今，市值涨幅最大、业绩增长领先的白酒公司。2016年初至2024年7月26日，公司总市值累计涨幅达到1233%，位列白酒上市公司第一。公司的收入和归母净利润，从2016年的44亿元/6亿元，分别上升至2023年的319亿元/104亿元，累计增速分别位于白酒上市公司第一/第二名。在整体宏观需求变化的情况下，公司业绩仍展现出强劲的增长韧性和抗周期波动能力，创造了“汾酒速度”。

■ **复盘公司的复兴之路，天时、地利、人和是实现“汾酒速度”的三大要素，其中人和是成功的关键：**

（1）天时：白酒行业的繁荣发展是公司复兴的重要外部条件。1）宏观经济复苏促进了白酒行业的消费升级。2016年以来，白酒行业走出了三公消费的低谷，大众消费承接了原来的政商务需求。并且随着我国居民人均可支配收入增速回升，白酒行业走出了价位升级和龙头集中的趋势。**2）次高端+光瓶酒双价格带扩容升级，青花+玻汾充分受益。**自2016年以来的白酒行业上升趋势中，300-500元价位增长较快，在整体次高端价格带中也占据主导地位。此外，百元以下的光瓶酒也充分受益于消费升级和人口代际的切换，从最初的5-10元升级至10-20元，2019年左右在玻汾引领下更上一层楼，升级至50元价位。光瓶酒由于单价低，价格带上移带来市场扩容弹性较大。**3）酱酒热带动白酒香型逻辑，香型差异化成为渠道营销热点。**2016年左右开始兴起的酱香热为消费者普及了白酒香型的差异，公司作为清香代表品牌，顺势扩张了消费群体，拓展了空白市场。

（2）地利：公司具备名酒基因，文化底蕴深厚，消费者认知较强，以山西和环山西基地市场为核心，以青花20和玻汾两大单品为利刃，借助品牌和品质优势向全国扩张。1）品牌文化优势：公司将汾酒文化提炼总结并且升华，围绕“中国酒魂定位”和“中国酒魂信仰”，将汾酒文化、品牌文化、文化遗产、企业文化、信仰营销有

机融合，开展多种品宣活动打造“汾酒 IP”。**2) 地理区位优势：**公司是黄河流域名酒龙头，在北方市场具有区位优势。作为山西省代表名酒，品牌影响力远超省内其他白酒品牌。山西和环山西市场经济复苏势头向好，长江以南的薄弱市场成为公司发展的潜力区域，省外产品量价齐升推动营收及占比不断增长；**3) 产品价格带布局优势：**从全国范围来看，400-500 元价位带，青花 20 品牌知名度高，品质过硬。玻汾在 50-60 元价格带具备较高性价比，降低了消费者尝试清香型白酒的门槛。公司以玻汾为利刃，切入清香型原本薄弱的市场，拓展清香消费群体，为次高端价位青花 20 的导入打下基础。

(3) 人和：国企改革，赋能复兴。2012-2015 年行业深度调整期内，公司和头部酒企茅五泸（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）的差距进一步加大，2016 年行业开始复苏，公司的业绩增速仍然低迷。百舸争流，不进则退，公司到了非改不可的地步。**1) 内部组织变革：**2017 年公司率先拉开山西国改的序幕，山西省国资委下放一系列审批权、人事任免权等，通过管理层签订责任状，实行组阁式聘任、引入华润战投、推出股权激励、推动集团资产上市、砍掉集团开发酒等系列举措，有效激发公司内部活力。**2) 外部组织变革：**公司的复兴需要经销商的大力支持，公司非常重视厂商关系，致力于打造厂商命运共同体。2016 年起，在白酒行业复苏的趋势下，经销商信心大增，公司顺势通过招募有实力的经销商布局薄弱市场，加快全国化渠道网络建设，实现了渠道快速裂变。截至 2023H1，公司在全国的可控终端数量从 2017 年的不足万家发展至超过 120 万家，6 年时间扩充 100 多倍。公司渠道政策与时俱进，精细化程度不断加深。**3) “人和”是成功的关键因素：**我们认为天时地利固然重要，但艰苦奋斗、敢于创新的企业家精神是公司国企改革卓有成效的关键。

- **看未来：乘势而上，加大力度布局高端价位带产品，做强腰部，长江以南市场贡献第二增长曲线。****行业层面：**白酒行业集中度不断提升，品牌分化趋势延续，大众消费更重视品牌力，我们认为公司强大的品牌力是支撑其长远发展的核心动力之一。次高端出现分化，300-500 元价格带有更大发展空间，公司核心大单品青花 20 精准卡位，在汾酒品牌势能的驱动下具备较好的增长潜力。**公司层面：1) 产品：**公司产品战略布局持续迭代。2023 年青花系列营收占比进一步提升至 46%，其中青花 20 充分受益于 300-500 元价格带扩容升级。长期来看，白酒行业消费升级的趋势仍然在延续，公司将青花系列基准线由 20 向 30 升级，增加产品区分度，提前布局千元价格带。中期来看，由于宏观需求承压，百元价格带仍然具备增长空间，公司加大腰部产品巴拿马+老白汾的布局；玻汾依靠品牌+品质优势筑基培育清香消费人群，预计未来整体将稳中有进。**2) 市场：**全国化布局稳步推进，长江以南市场贡献未来第二增长曲线。2022 年公司长江以南市场同比增长超 50%，2023 年以来，公司加大长江以南市场选商、优商、扶商工作力度，加大消费者互动，提高终端覆盖率。2023 年公司 10 亿元级市场已突破 7 个，长江以南核心市场同比增长超 30%。我们预计随着公司全国化布局推进，长江以南市场

将贡献新增长极。**3) 渠道:** 2023年10月起,公司全面推行新的渠道和控盘分利模式——“汾享礼遇”,通过数字化手段使得公司费用投放更加科学可控,赋能渠道管理水平,有效放大C端红利,保障产品价盘稳定的同时促进终端动销。

- **盈利预测和投资评级:** 我们认为公司是为数不多的能够同时在次高端、中高端和百元以下光瓶酒等各个价位均形成较大体量的全国化白酒公司,且汾酒强大的品牌力是其在白酒行业内卷激烈的存量时代保持有效增长的关键。随着青花系列产品结构升级,预计公司未来将进一步巩固并扩大其在次高端、光瓶酒双重价格带的竞争优势。市场渠道方面,随着公司在长江以南市场实现有效突破,愈发完善的全国化布局将助力公司行稳致远。我们维持公司盈利预测,预计公司2024-2026年营业收入分别为386.33/463.60/551.69亿元,归母净利润分别为130.81/159.95/192.80亿元,EPS分别为10.72/13.11/15.80元,对应PE分别为17/14/12倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 消费力下行抑制行业需求; 2) 市场竞争加剧导致费用提升; 3) 省外拓展或动销情况不及预期; 4) 经济大幅波动致高端白酒价格下滑,挤压次高端需求; 5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31928	38633	46360	55169
增长率(%)	22	21	20	19
归母净利润(百万元)	10438	13081	15995	19280
增长率(%)	29	25	22	21
摊薄每股收益(元)	8.56	10.72	13.11	15.80
ROE(%)	37	38	38	37
P/E	26.95	17.11	13.99	11.61
P/B	10.11	6.54	5.33	4.35
P/S	8.82	5.79	4.83	4.06
EV/EBITDA	19.45	11.91	9.75	7.98

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 中国酒魂，清香龙头	8
1.1、 历史沿革：几经沉浮，清香依旧	8
1.2、 产品矩阵丰富，覆盖主流价格带	12
2、 复盘实现“汾酒速度”的三要素：天时+地利+人和	14
2.1、 天时：宏观经济复苏，清香热正当时	16
2.1.1、 宏观经济复苏推动白酒消费升级	16
2.1.2、 次高端+光瓶酒双价格带扩容升级，青花+玻汾充分受益	16
2.1.3、 酱酒热带动香型差异化逻辑，汾酒品牌顺势传播	20
2.2、 地利：名酒基因加持，文化底蕴深厚，借助品牌和品质优势向全国扩张	21
2.2.1、 品牌文化优势：汾酒深厚的历史文化底蕴是名酒势能彰显的根源所在	21
2.2.2、 地理区位优势：黄河流域名酒龙头，省内外市场齐头并进	24
2.2.3、 产品价格带布局优势：核心产品所处价格带竞争优势显著	29
2.3、 人和：国改赋能，厂商共建	31
2.3.1、 改革原因：百舸争流，不进则退，白酒行业发展进入新阶段	31
2.3.2、 内部组织变革：破釜沉舟，背水一战，多措并举	33
2.3.3、 外部组织变革：“重商”底色，打造厂商命运共同体	36
2.3.4、 “人和”是成功的关键因素，汾酒精神代代相传	40
3、 看未来：乘势而上，加大力度布局高端价位带产品，做强腰部，长江以南市场贡献第二增长曲线	42
3.1、 白酒行业集中度提升，品牌效应更加凸显	42
3.2、 次高端出现分化，核心产品仍有扩容空间	42
3.3、 产品+市场+渠道多措并举，全国化进程加速	43
3.3.1、 产品层面：战略布局有的放矢，多价格带齐发力	43
3.3.2、 市场层面：全国化布局稳步推进，长江以南市场贡献未来第二增长曲线	47
3.3.3、 渠道层面：渠道精细化程度不断加深，汾享礼遇放大C端红利	49
4、 盈利预测与评级	51
5、 风险提示	52

图表目录

图 1: 汾酒博物馆	8
图 2: 汾酒老作坊博物馆	8
图 3: 2012-2016 年山西省煤炭产业利润总额增速大幅下滑	11
图 4: 2012-2016 年山西省 GDP 增速低于全国	11
图 5: 2012-2016 年山西省 GDP 增速低于头部白酒消费大省	11
图 6: 山西汾酒发展历程及营收增速	12
图 7: 白酒上市公司总市值排序 (亿元)	14
图 8: 2016 年至今白酒上市公司总市值涨跌幅排序	14
图 9: 2016-2023 年白酒上市公司营业总收入累计增速排序	14
图 10: 2016-2023 年白酒上市公司归母净利润累计增速排序	14
图 11: 2012-2023 年白酒上市公司营业总收入累计增速排序	15
图 12: 2012-2023 年白酒上市公司归母净利润累计增速排序	15
图 13: 山西汾酒上市以来与上证指数累计涨跌幅对比	15
图 14: 2016 年以来宏观经济走势	16
图 15: 2010-2023 年中国居民人均可支配收入及增速	16
图 16: 次高端白酒发展历程	17
图 17: 光瓶酒龙头产品迭代历程	17
图 18: 2013 年以来中国中低收入群体人均可支配收入不断提升	18
图 19: 2000 年以来中国餐饮人均消费水平不断提升	18
图 20: 2013-2024E 中国光瓶酒市场规模及增速	19
图 21: 汾酒的历史文化价值可以概括为“四个一”	21
图 22: 公司“中国酒魂”文化定位	22
图 23: 骨子里的中国·青花汾酒	22
图 24: “汾酒中国酒魂, 青花汾酒为高品质生活代言”海报	22
图 25: 第七届汾酒杏花节	23
图 26: 2023 汾酒封藏大典	23
图 27: 2019 年起公司销售费用率逐年下降	24
图 28: 广告费用增速放缓, 占营收比重稳定	24
图 29: 中国白酒主要产区及香型分布图	25
图 30: 2019 年山西省白酒市场竞争格局	26
图 31: 2016-2023 年公司山西省内营收及增速	26
图 32: 公司山西省内营收增速与山西省 GDP 增速具有一定相关性	26
图 33: 2016-2023 年公司山西省外营收及增速	28
图 34: 2016-2023 年公司山西省内外营收构成	28
图 35: 2016-2023 年公司山西省内外销量及增速	28
图 36: 2016-2023 年公司山西省内外吨价及增速	28
图 37: 次高端价格带主要产品	29
图 38: 献礼版玻汾发布	30
图 39: 公司光瓶酒主要产品矩阵	30
图 40: 2012-2016H1 中国煤炭价格指数 (CCPI) 呈现持续下滑趋势	31
图 41: 2012-2016 年公司营收、归母净利润及增速	31
图 42: 2012-2016 年山西省 GDP 年复合增速相对较低	31
图 43: 2012-2016 年头部酒企营收 (亿元)	32
图 44: 2012-2016 年头部酒企归母净利润 (亿元)	32

图 45: 2012-2016 年头部酒企总市值对比 (亿元)	32
图 46: 2012-2016 年头部酒企业绩 CAGR	32
图 47: 2017-2019 年公司三年国企改革进程	33
图 48: 公司股权结构 (截至 2024Q1)	35
图 49: 2012-2023 年公司销售人员数量、增速及占比	38
图 50: 2017-2023 年公司经销商数量及增速	38
图 51: 2019-2023H1 公司全国可控终端数量 (万家)	38
图 52: 2016-2023 年公司与龙头酒企经销商数量 (个) 对比	38
图 53: 2017-2023 年公司营收、归母净利润及增速	40
图 54: 公司改革及复兴纲领整体规划	41
图 55: 2015-2020 年次高端扩容了 3 倍, 2020-2025 年预计仍有 3 倍以上的扩容机会	43
图 56: 青花 20 全新升级	44
图 57: 青花 30 复兴版上市发布会	45
图 58: 青花 30 复兴版·华润 Ole' 首发签约仪式	45
图 59: 升级版老白汾 10 年	45
图 60: 老白汾 10 年在瓶标上全新原创的插画设计	45
图 61: 公司产能持续扩张, 产能利用率不断提升, 奠定增长基础	46
图 62: 公司全国化市场布局演变流程	48
图 63: “汾享礼遇” 模式的落地效果	50
图 64: 公司“汾享礼遇” 答谢会	50
表 1: 汾酒发展史	8
表 2: 五届全国评酒会白酒获奖情况	10
表 3: 2003-2012 年白酒行业背景	11
表 4: 公司产品矩阵	13
表 5: 不同白酒生产工艺新旧标规定对比	19
表 6: 白酒三大香型对比	20
表 7: 公司品牌文化政策梳理	23
表 8: 山西省概况及白酒消费情况	25
表 9: 2000 年以来主要白酒消费省份 GDP 复合增速情况	27
表 10: 山西省白酒市场分价格带主流产品	27
表 11: 2017-2023 年环山西各省/直辖市城镇居民人均可支配收入增速	27
表 12: 2016 年白酒企业营收、归母净利润及增速	32
表 13: 2017-2019 年汾酒集团经营目标要求及股份公司完成情况	34
表 14: 山西省国资委向汾酒集团董事会下放八项权利	34
表 15: 公司 2018 年股权激励解除限售要求及完成情况	36
表 16: 公司收购集团资产暨关联交易情况	36
表 17: 2016 年以来, 龙头酒企优化渠道模式和经销商数量	37
表 18: 公司渠道管理模式	39
表 19: 公司渠道政策梳理	39
表 20: 白酒行业及白酒上市公司整体增速	42
表 21: 公司产品策略梳理	43
表 22: 2023-2027 年光瓶酒竞争格局及发展趋势	46
表 23: 2010 年以来公司产储能扩建项目梳理	46
表 24: 公司长三角、珠三角五省“作战计划”	47
表 25: 公司全国化布局策略梳理	48

表 26: 分产品盈利预测 (百万元) 51

1、中国酒魂，清香龙头

“一杯汾清酒，半部华夏史”。汾酒拥有 6000 年酿造史，1500 年成名史，1300 年诗酒史，800 年蒸馏酒史，300 年品牌史，148 年企业史。2023 年公司收入跨越 300 亿元，实现营收/归母净利润分别为 319.28/104.38 亿元，在白酒上市公司中均排名第四，同比分别+21.80%/+28.93%。截至 2024 年 7 月 26 日收盘，公司总市值在白酒上市公司中排名第三。

图 1：汾酒博物馆



资料来源：汾阳市融媒体中心

图 2：汾酒老作坊博物馆



资料来源：公司官网

1.1、历史沿革：几经沉浮，清香依旧

汾酒的历史可以最早追溯到秦汉至魏晋南北朝时期。杏花村酿酒工艺在北魏时就形成了自己的风格，酿造出口感醇香、色泽清亮的清酒，因产于汾州，以“清”为特色，亲切称为“汾清酒”。《北齐书》十一卷，记载了北齐武成帝高湛与河南康舒王孝瑜赞赏汾清酒情节：“帝在晋阳，手敕之曰：‘吾饮汾清二杯，劝汝于邺酌两杯。其亲爱如此’。”汾酒因此成为史上最早、最权威、唯一载入《二十四史》的国家名酒，开启了汾酒 1500 年的名酒史。

表 1：汾酒发展史

时间	事件
1500 年前	北齐武成帝高湛在晋阳喝到汾酒后大为赞赏，在给儿河南康舒王高孝瑜的书信中写道“吾饮汾清二杯，劝汝于邺酌两杯”，汾清酒在当时已是宫廷御酒，后成为唯一被载入二十四史《北齐书》的国家名酒。
830 年前	大诗人杜牧在从并州（太原）返回长安时路过汾州，杏花村美酒激发了创作灵感写下了千古名篇“清明时节雨纷纷，路上行人欲断魂，借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”。让杏花村汾酒因此家喻户晓，成就了汾酒历史上的又一次辉煌。
1915 年	山西杏花村“义泉泳”酒坊选送的山西高粱汾酒在巴拿马万国博览会上荣获最高级别大奖——甲等大奖章，是参展中国白酒中唯一获得最高奖项的品牌白酒。
1949-1989 年	1949 年 5 月 20 日，山西省人民政府以 1.76 万元购买了晋裕公司和德厚成酒坊全部产业，于 6 月 1 日成立汾阳杏花村国营酒厂。

	<p>1949年9月，第一届中国人民政治协商会议上，杏花村汾酒厂生产的汾酒、竹叶青酒作为国宴用酒摆上了餐桌。汾酒因此成为新中国成立以来最早的国家庆典用酒。</p>
	<p>1952-1989年共举办五届全国评酒会，汾酒五次蝉联“中国名酒”称号，竹叶青酒连续三次荣获“中国名酒”称号。其中，第一次全国评酒会上，汾酒、茅台酒、泸州老窖、西凤酒被评为国家四大名酒，汾酒名列第一位。</p>
	<p>1986年1月3日，《经济参考》报道：“山西杏花村汾酒厂已经成为全国目前最大的名白酒生产基地”。1987年6月29日，新华社报道：“杏花村汾酒在全国有四最：一是每年的出口量最大，等于全国其他名酒出口量的总和；二是名酒率最高，达99.97%，全国每斤名酒中就有杏花村汾酒厂的半斤；三是成本最低，因而也就价廉物美；四是得奖最多”。</p>
	<p>1988年5月，经省政府批准，以山西杏花村汾酒厂为核心企业，组建了杏花村汾酒集团，升格为国家大型一档企业。</p>
	<p>1991年，杏花村汾酒厂跃居全国最大工业企业第92位，在全国食品饮料行业里名列榜首，被称为“汾老大”。</p>
	<p>1993年8月15日，山西杏花村汾酒厂改组为杏花村汾酒（集团）公司。12月22日，山西杏花村汾酒（集团）公司拿出优质资产组建了山西杏花村汾酒厂股份有限公司，并于1994年1月6日在上海证券交易所挂牌交易上市，成为山西省第一家公开发行上市的股份制企业，也是国内白酒企业第一家上市公司。</p>
1990-1999年	<p>1994年，汾酒开始研发青花汾酒。1997年，经过三年设计与研发，最终定型后正式上市。</p>
	<p>1998年2月16日，竹叶青酒荣获卫生部颁发的《保健食品批准证书》，成为国家名酒中唯一的保健食品。</p>
	<p>1998年4月16日，国家技术监督局在京召开新闻发布会，公布：汾酒、竹青酒各项指标全部符合国家、行业标准的要求，宣告轰动全国的“98毒液案”与汾酒无关。</p>
	<p>2004年7月，杏花村汾酒作坊遗址被列为山西省重点文物保护单位，2006年被评为国家级重点文物保护单位，2012年列入世界文化遗产预备名单。</p>
2000-2009年	<p>2004年12月，“国藏汾酒”被中国国家博物馆收藏，是迄今唯一被收藏的中国名酒。</p>
	<p>2006年，杏花村汾酒酿制技艺正式列入我国第一批非物质文化遗产。</p>
	<p>2017年2月23日，山西省国资委与汾酒签订了国企改革首份“军令状”，打响了山西国资国企改革的“第一枪”。这份“军令状”要求汾酒2017年至2019年，酒类收入同比增长目标分别为30%、30%和20%，三年酒类利润同比增长目标均为25%。</p>
2010-2019年	<p>2018年2月3日，汾酒集团与华润创业举行战略合作签约仪式。汾酒集团向华润旗下华创鑫睿转让山西汾酒股权，占总股本的11.45%，共计51.6亿元。此次混改改变了山西汾酒股独大的局面，汾酒混改迈出历史性的一步。</p>
	<p>2019年12月11日，汾酒股份公司召开临时股东大会，宣告汾酒整体上市取得了关键性成果。自此，汾酒成为了山西第一家，也是白酒行业第一家整体上市的公司。</p>
	<p>2021年6月7日，山西汾酒股价最高达503元/股，位居山西板块第一、白酒行业板块第二，在A股4325家上市公司中名列第九，达到2016年（酒实施“三年改革”前）的20倍以上。汾酒改革取得的显著成效，得到了资本市场的充分认可和持续青睐。</p>
2020年至今	<p>2022年3月16日，汾酒2030技改工程原酒产储能扩建项目（一期）正式立项，该项目投资91亿元，占地1932亩，建成后预计将新增年产原酒5.1万吨，新增原酒储能13.44万吨。</p>
	<p>2022年5月19日，在“践行汾酒复兴纲领，全方位推动汾酒高质量发展”大会上，确立“123”汾酒复兴总纲领，明确汾酒复兴第一阶段“八大纲领”。</p>

资料来源：公司官网，国海证券研究所

1949-1993年：中国名酒，清香龙头。汾酒自建国初期以来，凭借其成本低、技术好和产量高的优势，引领白酒长达40年之久。1952-1989年举办的五届全国评酒会中，汾酒五次蝉联“中国名酒”称号，竹叶青酒连续三次荣获“中国名酒”称号。据云酒头条报道，上世纪80年代，汾酒的市场份额已超过整个国内

白酒市场的 50%，其出口量全国第一，相当于其他名酒的出口量总和。据酒经报道，在上世纪七十年代末到八十年代，国内白酒销量中，每卖 1 斤白酒，汾酒占半斤，被称为“汾老大”。1994 年 1 月 6 日，山西汾酒在上海证券交易所挂牌交易上市，成为国内白酒企业第一家上市公司。

表 2：五届全国评酒会白酒获奖情况

名称	时间	地点	白酒国家类名酒
第一届全国评酒会	1952 年 7 月	北京	茅台酒，汾酒，泸州老窖特曲酒，西凤酒
第二届全国评酒会	1963 年 1 月	北京	五粮液，古井贡酒，泸州老窖特曲，全兴大曲酒，茅台酒，西凤酒，汾酒，董酒
第三届全国评酒会	1979 年 8 月	大连	茅台酒，汾酒，五粮液，剑南春，古井贡酒，洋河大曲酒，董酒，泸州老窖特曲
第四届全国评酒会	1984 年 5 月	太原	茅台酒，汾酒，五粮液，洋河大曲，剑南春，古井贡酒，董酒，西凤酒，泸州老窖特曲，全兴大曲，双沟大曲，特质黄鹤楼，郎酒
第五届全国评酒会	1989 年 1 月	合肥	贵州茅台酒，山西汾酒，四川五粮液，江苏洋河大曲，四川剑南春，安徽古井贡，贵州董酒，陕西西凤酒，四川泸州老窖特曲，四川全兴大曲，江苏双沟大曲，武汉黄鹤楼酒，四川郎酒，湖南武陵酒，河南宝丰酒，河南宋河粮液，四川沱牌曲酒

资料来源：青岛酒文化博物馆，国海证券研究所

1994-2001 年：战略选择失误，发展受挫。1988 年 7 月，国家统一放开 13 种名酒价格，实行市场调节，泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒等推出了“名酒变民酒”运动，降价策略短期内让公司获益匪浅，成为 90 年代前期第一个销售额破亿元、利润破千万元的酒企，但同时也错失了布局高端化的先机。1998 年山西朔州假酒案对于山西酿酒产业造成较大负面影响。由于涉事酒企名称相近，公司亦遭受无辜牵连。2001 年 5 月 1 日起，国家调整酒类产品消费税计税办法，粮食、薯类白酒由从价定率计算应纳税额调整为实行从量定额和从价定率相结合的复合计税办法，酒企税负进一步提高，低端产品占比高的酒企影响更大。内忧外患下，公司发展遭受较大挫折，很快被茅台、五粮液等长期坚持提价策略的酒企超越。

2002-2007 年：优化产品，发力省外。2002 年 4 月，经山西省政府授权，在原山西杏花村汾酒（集团）公司基础上改组成立了山西杏花村汾酒集团有限责任公司。2004 年年底公司推出“国藏汾酒”系列，加大中高档产品的市场开发力度，并形成了以“国藏汾酒、青花瓷汾酒、老白汾酒”为代表的中高端强势品牌。同时加强营销整合，拓展国内、国际市场，逐步加大省外市场的投放力度。2006 年杏花村汾酒酿制技艺正式列入我国第一批非物质文化遗产，“竹叶青”商标获中国驰名商标。

2008-2012 年：高管换届，深化改革。2009 年 12 月，李秋喜接任公司董事长一职，对产品和营销体系进行了大刀阔斧的改革。公司调整营销组织机构，强化对营销队伍的管控，加强汾酒文化和产品宣传力度，实施“文化营销”战略，塑造品牌价值。同时积极推进品牌与产品整顿规范工作，坚持以自营产品为主的指导思想，按照“优胜劣汰、扶大去小”的原则，调整优化品种和产品结构。2012 年，公司积极变革渠道管理，进一步推进渠道扁平化，扩展以点带面团购渠道，尝试建立以厂方主导的“厂商共建”市场运作模式，稳步推进电商网购新渠道，市场网络和终端建设趋向扎实。

表 3：2003-2012 年白酒行业背景

特征		黄金十年，量价齐升
发展状况		2011 年，我国白酒制造业营收达到 3746.7 亿元，是 2002 年的 8 倍；2003-2011 年，行业营业收入增速年复合平均值达 27.34%。
影响因素	宏观因素	固定资产投资加速增长，推动了 GDP 高速增长。2003-2011 年，我国固定资产投资完成额 CAGR 为 26.51%，GDP CAGR 为 10.8%。
	行业因素	经济发展带动政商务消费需求增加，白酒的社交文化本质得到彰显，次高端产品快速涌现。
	企业因素	以贵州茅台、五粮液、泸州老窖·国窖 1573 为代表的高端白酒实现了量价齐升，并通过品质、价格双方面的提升，加强了消费者对品牌的认可度。以口子窖为代表的酒店盘中盘、以洋河为代表的消费者盘中盘、以老白干为代表的联营体等创新渠道模式，提升了运营效率。2005 年，贵州茅台净利润首次登顶行业。

资料来源：微酒，国海证券研究所

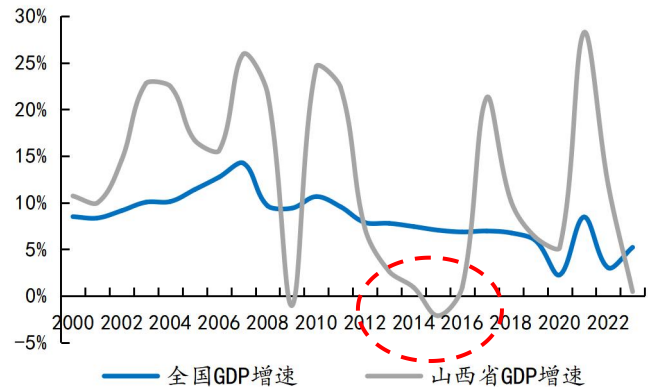
2012-2016 年：行业收缩，二度受挫。2012 年底的“三公消费”禁令下，白酒行业迎来了史上最大一轮调整期，行业面临渠道高库存和经济增长放缓的内外双重利空。叠加山西省经济支柱煤炭行业景气度下滑影响，2012-2016 年山西省 GDP 增速显著低于全国及头部白酒消费大省，公司业绩再度受挫。

图 3：2012-2016 年山西省煤炭产业利润总额增速大幅下滑



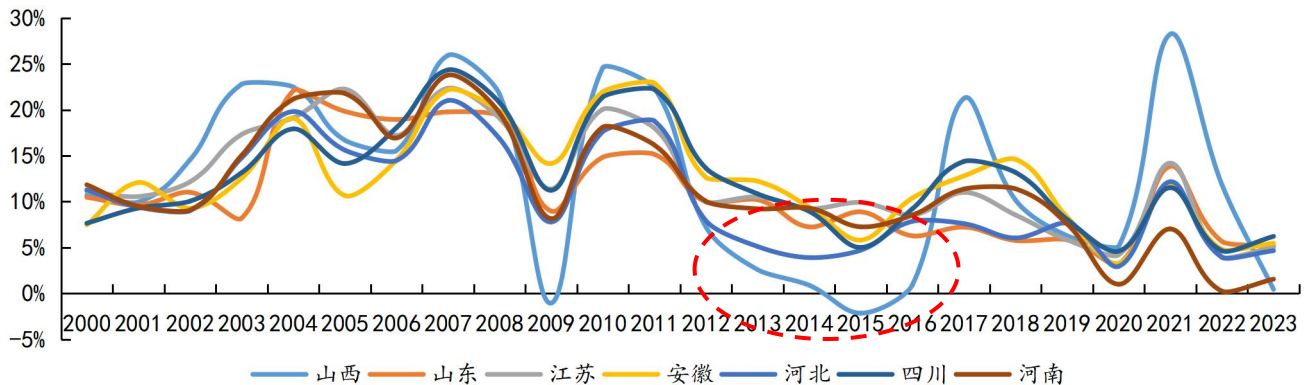
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：2012-2016 年山西省 GDP 增速低于全国



资料来源：Wind，国海证券研究所

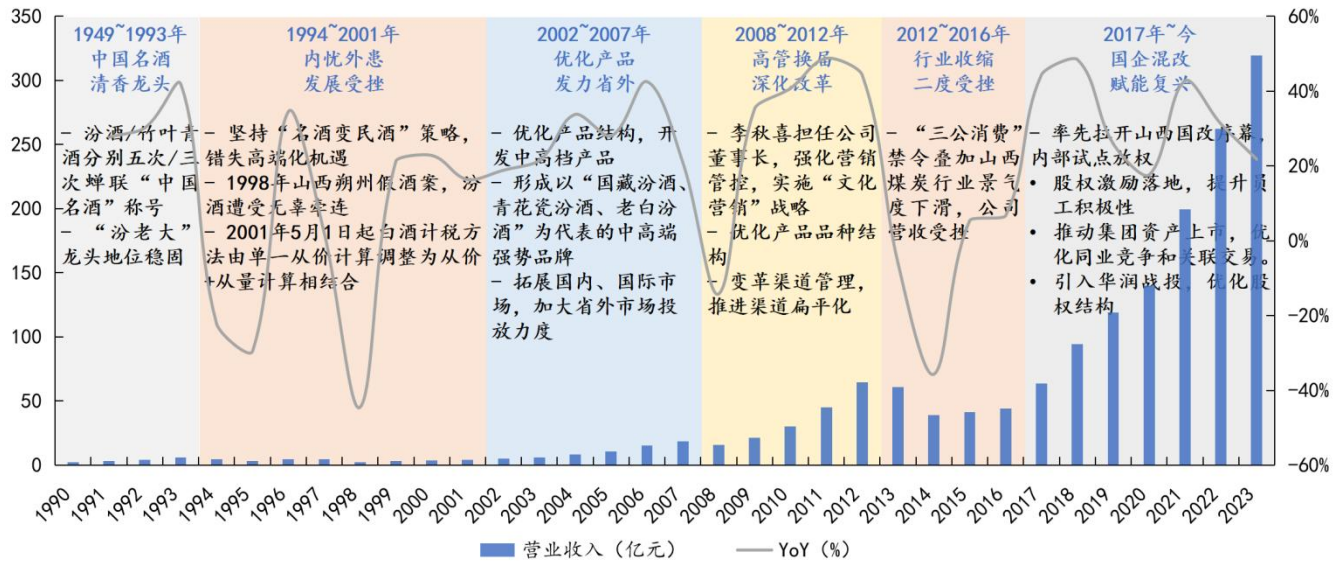
图 5：2012-2016 年山西省 GDP 增速低于头部白酒消费大省



资料来源：Wind，国海证券研究所

2017年至今：国企混改，赋能复兴。2017年公司拉开山西省国企改革序幕。2018年公司通过引入华创鑫睿进一步优化股权结构，同时陆续进行优质酒类资产收购以减少同业竞争和关联交易。2019年初公司开展股权激励计划，大幅提升员工积极性。公司三年国企改革成果颇丰，营收利润增长显著。公司“一轮红日、五星灿烂、清香天下”的市场结构逐步形成。

图 6：山西汾酒发展历程及营收增速



资料来源：Wind，同花顺 iFind，公司官网，公司公告，酒经，酒度 VOL，糖酒快讯，每日经济新闻，微酒，21 世纪经济报道，山西科技报新媒体，世界晋商网，国海证券研究所

1.2、产品矩阵丰富，覆盖主流价格带

三大产品条线品类齐全，青花系列行稳致远。目前，公司拥有三大主要产品条线：汾酒、系列酒（杏花村）、配制酒（竹叶青），产品种类丰富，产品价格覆盖高端、次高端、中低端、光瓶酒等主流价位带。其中核心产品青花汾酒系列目前已形成了青花 20 筑底，青花 30·复兴版在千元价格带支撑，青花 40、青花 50 向超高端发展的产品矩阵。巴拿马系列、老白汾系列不断强化，是公司发力“腰部”的主流大单品。玻汾作为全国光瓶酒市场中的代表性大单品，承担了培育清香消费人群的筑基作用。

表 4：公司产品矩阵

产品分类	产品系列	产品名称	产品规格	零售价 (元/瓶)	产品图片	
汾酒	青花	青花 50	55 度 500mL	4598		
		青花 40	55 度 500mL	2099		
		青花 30·复兴版	53 度 500mL	1099		
		青花 20	53 度 500mL	488		
		青花 25	42 度 475mL	458		
	巴拿马	巴拿马 20	53 度 475mL	389		
		巴拿马 10	53 度 475mL	268		
		巴拿马基础版	53 度 475mL	169		
	老白汾	老白汾封坛 15	53 度 475mL	185		
		老白汾 10 年	53 度 475mL	150		
		老白汾醇柔	53 度 475mL	108		
	玻汾	献礼版玻汾	53 度 500mL	111		
		黄盖玻汾	53 度 475mL	65		
	系列酒 (杏花村)	X	X18	53 度 500mL	498	
		金质	金质 20	53 度 500mL	690	
金质 3			53 度 500mL	79		
金标		光瓶	53 度 450mL	58		
配制酒 (竹叶青)	青瓷	青瓷 10	38 度 500mL	258		
	-	玫瑰汾酒	40 度 225mL	148		
	-	金象竹	38 度 500mL	118		
	-	玻竹	38 度 475mL	50		
	-	传承竹	45 度 500mL	53		

资料来源：京东，国海证券研究所（注：单价为 2024 年 7 月 28 日京东标价）

2、复盘实现“汾酒速度”的三要素：天时+地利+人和

山西汾酒是上一轮白酒上行周期开始（2016年）至今，市值涨幅最大、业绩增长领先的白酒公司。2023年，公司营收/归母净利润分别为319.28/104.38亿元，同比增速分别为21.80%/28.93%，增速均在头部5家白酒上市公司中排名第一。2016年1月1日-2024年7月26日，公司总市值涨幅为1233%，位列白酒上市公司第一，截至2024年7月26日收盘，公司总市值位列白酒上市公司第三；2016-2023年，公司营收/归母净利润累计增速分别为625%/1625%，增速分别位于白酒上市公司第一/第二名，展现出优秀的业绩增长弹性。

图7：白酒上市公司总市值排序（亿元）

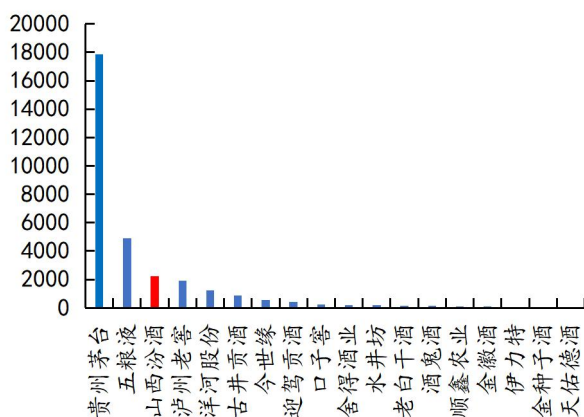
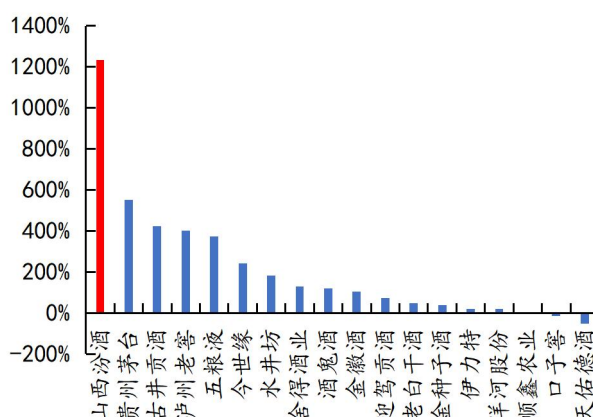


图8：2016年至今白酒上市公司总市值涨跌幅排序



资料来源：Wind，国海证券研究所（注：数据截至2024年7月26日收盘）

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：数据截至2024年7月26日收盘，由于金徽酒上市日期为2016年3月10日，采用上市首日总市值）

图9：2016-2023年白酒上市公司营业总收入累计增速排序

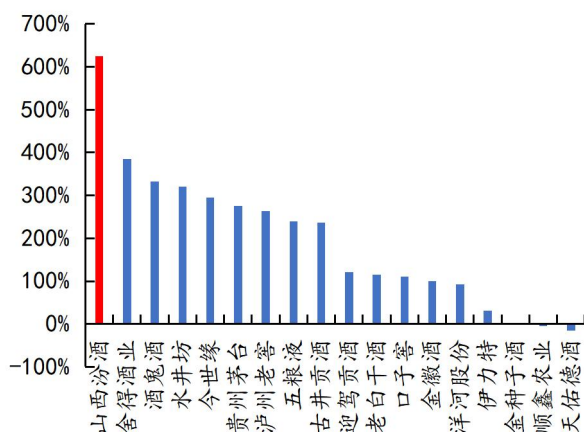
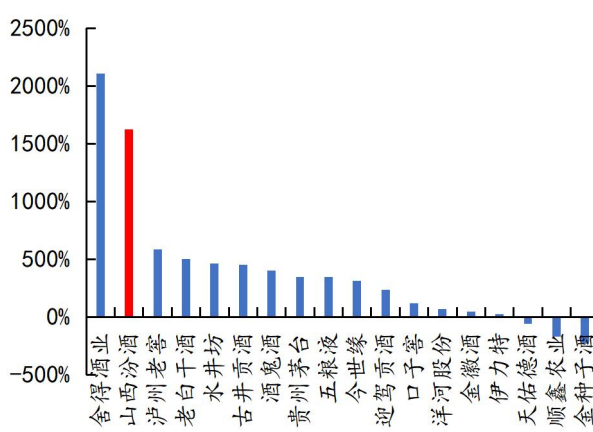


图10：2016-2023年白酒上市公司归母净利润累计增速排序

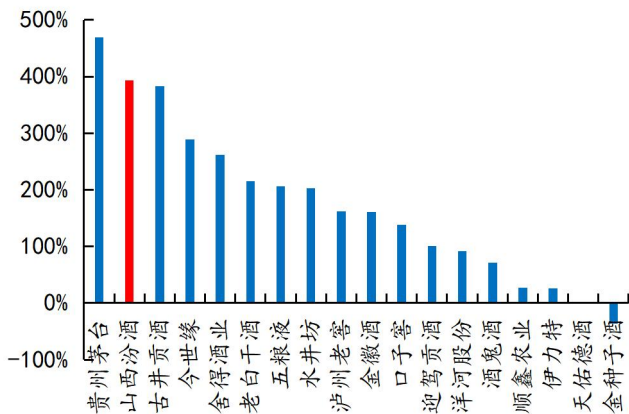


资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

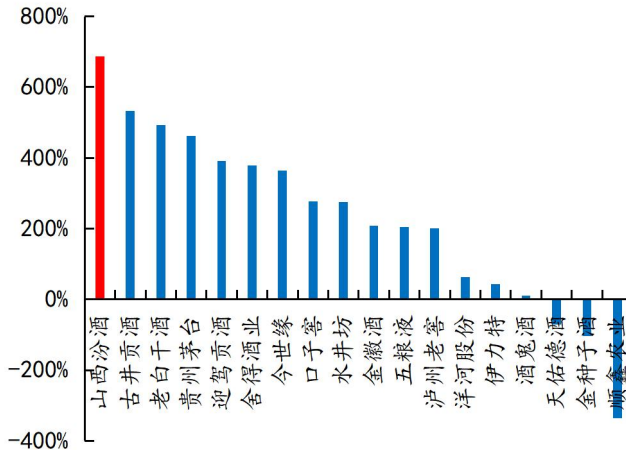
相较 2012 年白酒行业业绩高位时期，公司营收利润增幅仍处于领先地位。若与 2012 年上一轮白酒行业辉煌时期相比，公司 2012-2023 年营收/归母净利润累计增幅分别位于第二/第一位，创造了“汾酒速度”。

图 11：2012-2023 年白酒上市公司营业总收入累计增速排序



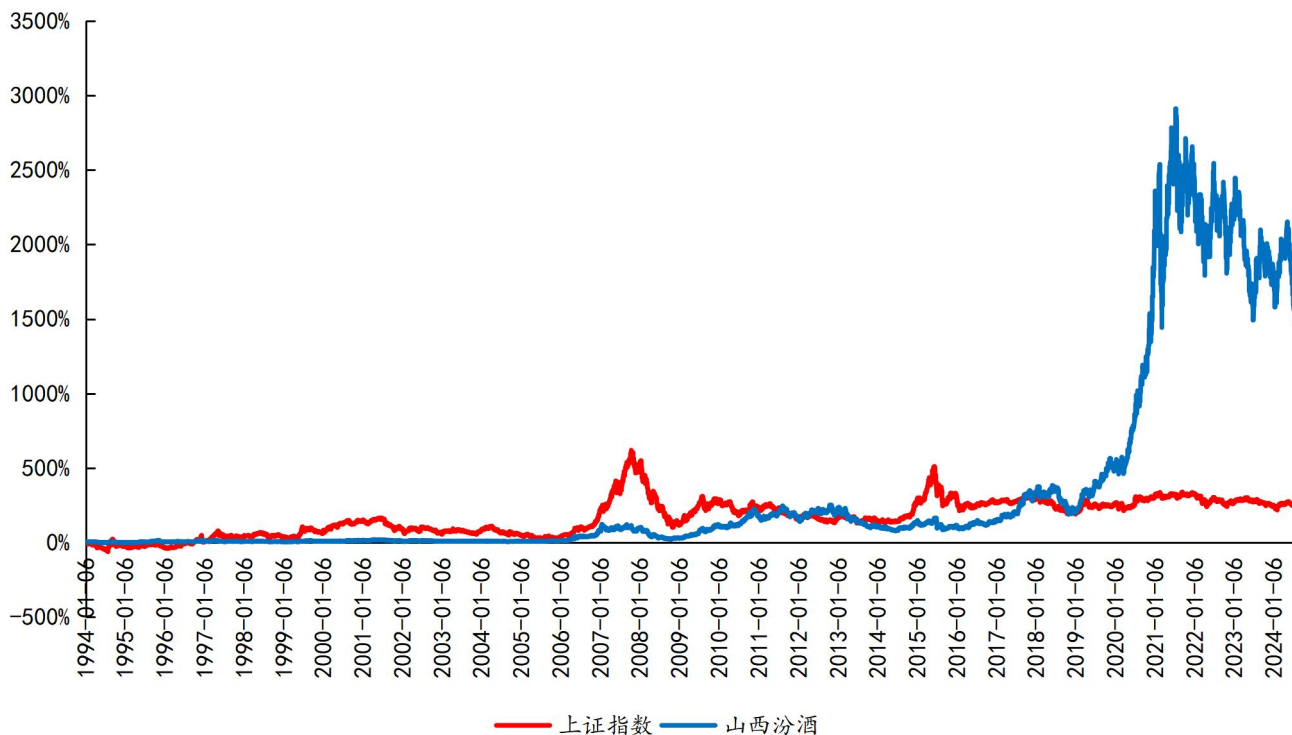
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12：2012-2023 年白酒上市公司归母净利润累计增速排序



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 13：山西汾酒上市以来与上证指数累计涨跌幅对比



资料来源：Wind，国海证券研究所（数据截至 2024 年 7 月 26 日收盘，股价计算方式采用前复权（现金分红））

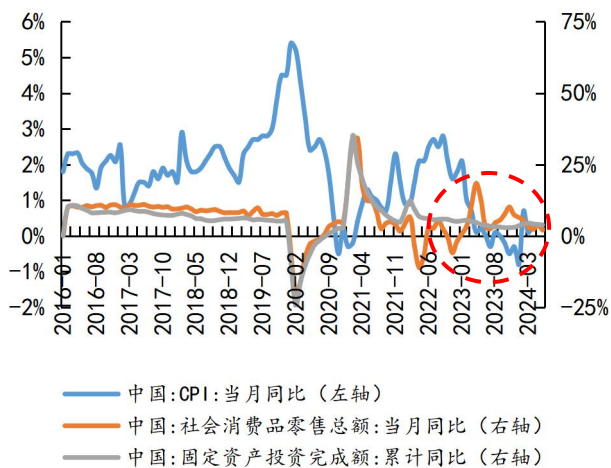
2.1、天时：宏观经济复苏，清香热正当时

2.1.1、宏观经济复苏推动白酒消费升级

宏观经济恢复是白酒行业发展的外部催化剂。宏观经济环境的持续改善和回暖推动了白酒行业向积极的方向发展。具体来看，2016-2020年，国内固定资产投资完成额累计同比增速、社零总额同比增速整体保持平稳，CPI同比增速稳中有进，疫情期间虽受到一定影响，后又迅速调整回正。2023年以来，社零总额同比增速始终维持正值。2024年以来，CPI同比增速触底反弹，宏观经济整体呈现持续复苏态势。

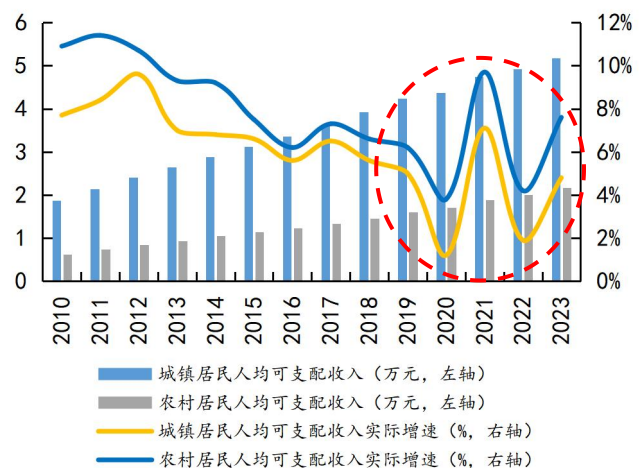
居民人均可支配收入不断提升，夯实消费升级基础。即使疫情以来宏观经济面临一定压力，人均可支配收入增速仍稳中向好，奠定了白酒行业消费升级的基础。2023年全国城镇/农村居民人均可支配收入分别为5.18/2.17万元，实际同比增速分别回升至4.8%/7.6%。

图 14：2016 年以来宏观经济走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 15：2010-2023 年中国居民人均可支配收入及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

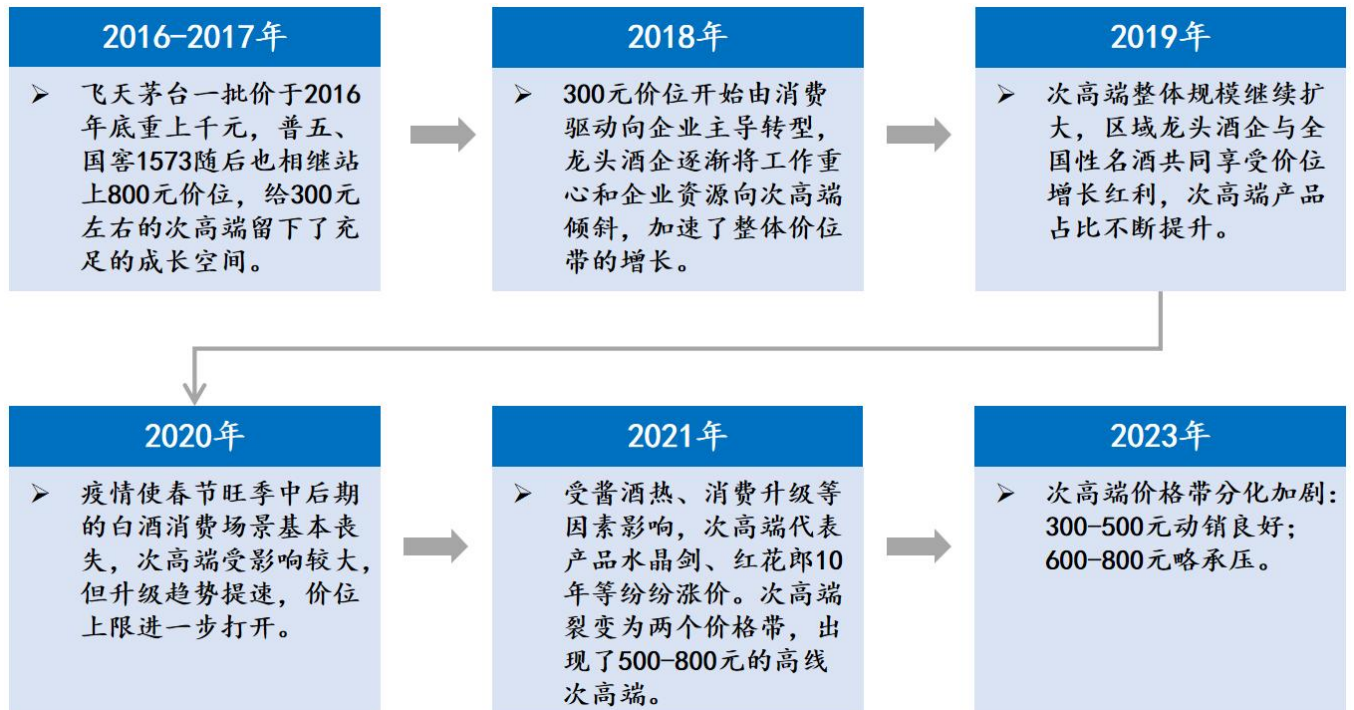
2.1.2、次高端+光瓶酒双价格带扩容升级，青花+玻汾充分受益

次高端价格带升级扩容趋势延续。回顾白酒行业历史，次高端崛起始于2017年。2015年行业触底后，2016-2017年回暖复苏，茅台一批价于2016年底重上千元，五粮液、国窖1573也站上800元价位，给300元左右的次高端留下了充足的成长空间。2018年是次高端新一轮发展的元年，300元价位开始由消费驱动向企业主导转型，本身就拥有成熟管理经验和销售优势的龙头酒企逐渐将工作重心和企业资源向次高端倾斜，加速了整体价位带的增长。

2019年次高端整体规模继续扩大，区域龙头酒企与全国性名酒共同享受价位增长红利。2020年初突发的新冠疫情使春节旺季中后期的白酒消费场景基本丧失，次高端受影响较大，但升级的趋势反而提速，次高端价位上限进一步打开。2020-2021年，受酱酒热、消费升级等因素的影响，次高端代表产品如水晶剑、

红花郎 10 年等纷纷涨价，次高端裂变为两个价格带，出现了 500-800 元的高线次高端。2023 年随着宏观需求的疲弱，600-800 元高线次高端承压，而 300-500 元动销表现更好。

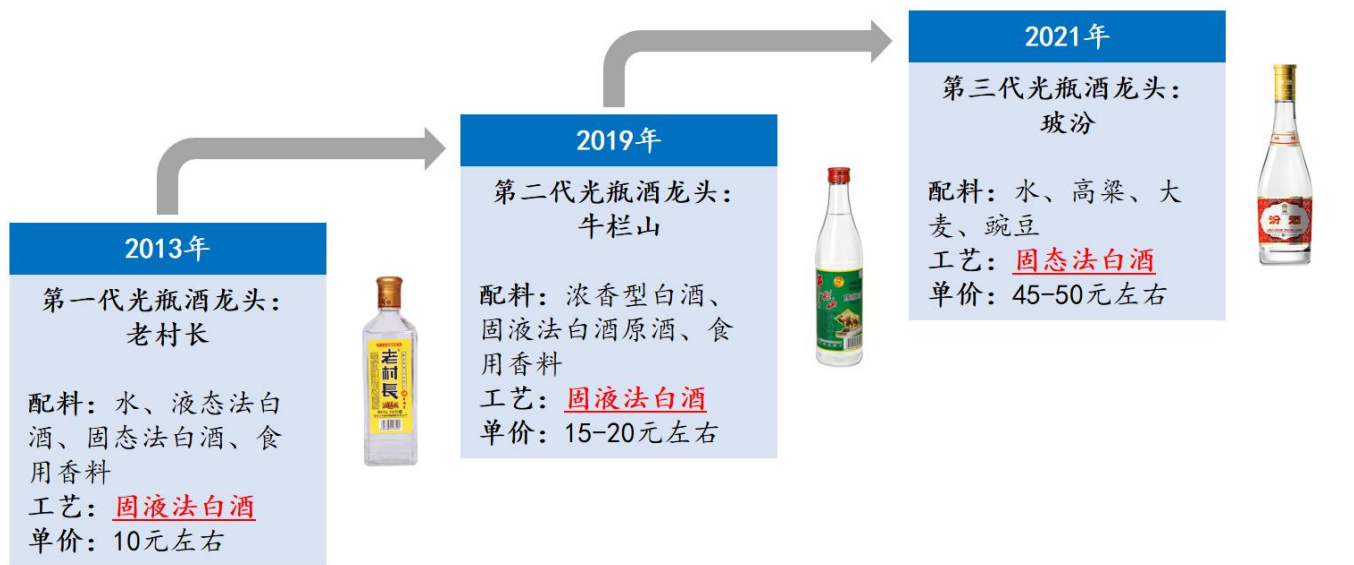
图 16：次高端白酒发展历程



资料来源：华夏酒报，云酒头条，国海证券研究所

受益于消费升级和人口代际变迁，光瓶酒价格带不断上移。此前，光瓶酒产品价格区间在 5-10 元/瓶，主要以老村长，黑土地等东北酒为主。近几年来，光瓶酒的主流价格带由 10-20 元快速升级至 40-50 元左右。

图 17：光瓶酒龙头产品迭代历程



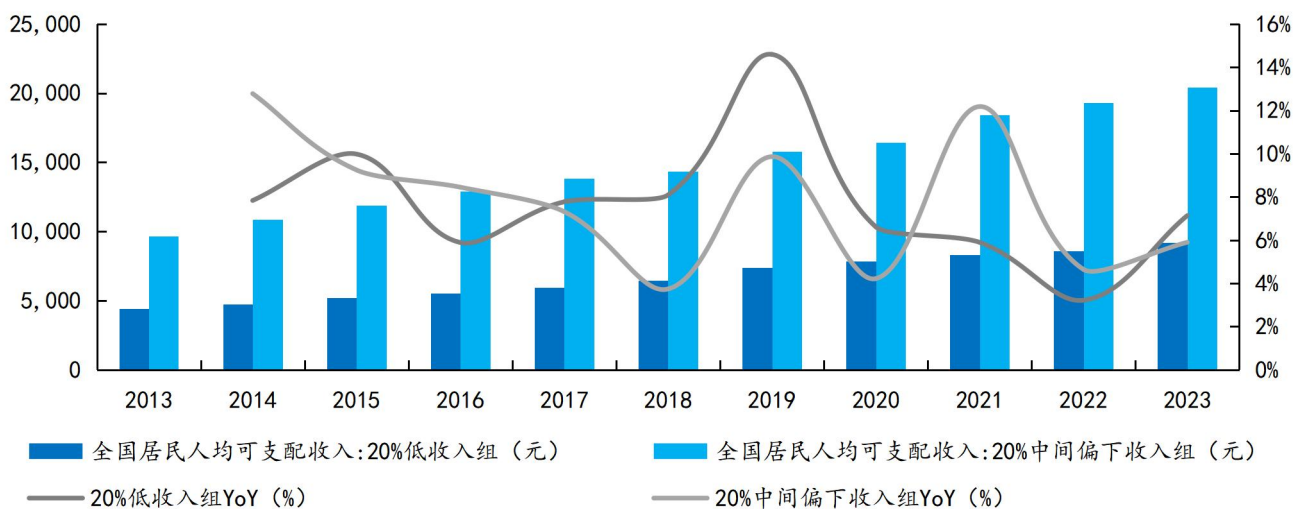
资料来源：酒业家，京东，中国食品报客户端，大家酒评，国海证券研究所

我们分析主要有以下三方面因素：

1) 人口代际变迁，消费观念发生变化。光瓶酒的消费群体不断年轻化，80后90后开始进入饮酒年龄。他们更注重产品品质，消费更加理性，光瓶酒抢占一部分百元盒装酒的市场。

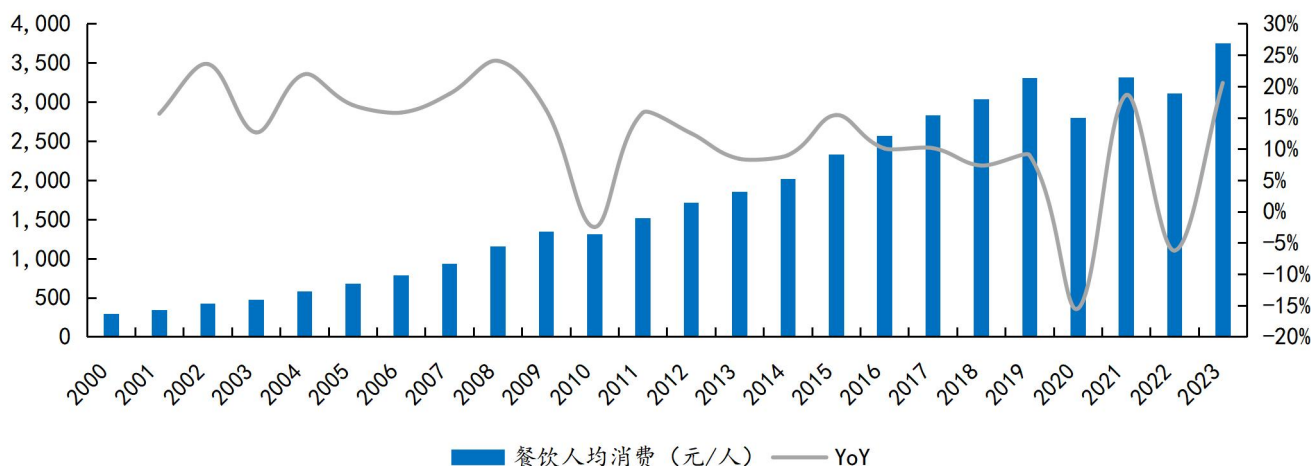
2) 我国中低收入群体收入水平不断提高，餐饮人均消费水平上移。2013-2023年，20%低收入组/20%中间偏下收入组居民人均可支配收入不断提升，CAGR均接近8%。2000-2023年，中国餐饮人均消费金额不断提升，CAGR为11.7%，2023年已超过3700元。

图 18：2013 年以来中国中低收入群体人均可支配收入不断提升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 19：2000 年以来中国餐饮人均消费水平不断提升



资料来源：Wind，国海证券研究所

3) 白酒新标对白酒分类和原料提出了更严格的要求。2021年，市场监管总局（国家标准委）发布了新修订的饮料酒、白酒相关国家标准 GB/T15109-2021《白酒工业术语》、GB/T17204-2021《饮料酒术语和分类》，并于2022年6月1日起正式实施。新标规定：固态法白酒中不得使用食用酒精和食品添加剂；液态法白酒和固液法白酒可以使用食用酒精，但必须是谷物食用酿造酒精，不得添加其他原料发酵食用酒精（如薯类）和食品添加剂，否则将会被分类至配制酒。

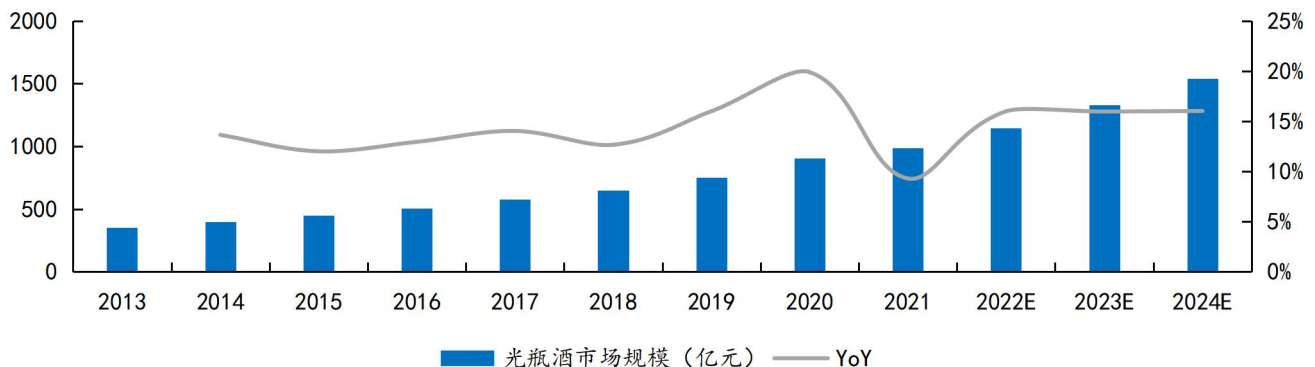
表 5：不同白酒生产工艺新旧标规定对比

类型	新定义	旧定义
固态法白酒	以粮谷为原料，以大曲、小曲、麸曲等为糖化发酵剂，采用固态发酵法或半固态发酵法工艺所得的基酒，经陈酿、勾调而成的，不直接或间接添加食用酒精及非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质，具有本品固有风格特征的白酒。	以粮食为原料，采用固态（半固态）糖化、发酵、蒸馏，经陈酿、勾兑而成，未添加食用酒精及非白酒发酵产生的呈香呈味物质，具有本品固有风格特征的白酒。
液态法白酒	以粮谷为原料，采用液态发酵法工艺所得的基酒，可添加谷物食用酿造酒精，不直接或间接添加非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质，精制加工而成的白酒。	以含淀粉、糖类的物质为原料，采用液态糖化、发酵、蒸馏所得的基酒（或食用酒精），可用香醅串香或用食品添加剂调味调香，勾调而成的白酒。
固液法白酒	以液态法白酒或以谷物食用酿造酒精为基酒，利用固态发酵酒醅或特制香醅串蒸或浸蒸，或直接与固态法白酒按一定比例调配而成，不直接或间接添加非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质，具有本品固有风格特征的白酒。	以固态法白酒（不低于30%）、液态法白酒勾调而成的白酒。

资料来源：大连市场监管局，国海证券研究所

光瓶酒由于单价低，价格带上移带来市场扩容弹性大。我们认为，由于光瓶酒单价较低，若消费价格上升10元-20元，或将贡献可观的市场容量扩增。以牛栏山、红星、山西汾酒为代表的全国性名酒，依靠过硬的产品品质和全国化的品牌影响力，开创了光瓶酒大单品时代。牛栏山将大众光瓶消费档位提升到了15-20元，红星凭借一款蛰伏了十多年的八年陈酿把档位再次拉升到了30元。2019年，山西汾酒的超级大单品玻汾开启了50元以上高线光瓶的新时代。根据中国酒业协会数据，2013-2021年中国光瓶酒市场规模由352亿元增长至988亿元，CAGR为13.8%，远高于白酒行业整体销售收入复合年均增长率2.3%。

图 20：2013-2024E 中国光瓶酒市场规模及增速



资料来源：中国酒业协会，华经产业研究院，国海证券研究所

2.1.3、酱酒热带动香型差异化逻辑，汾酒品牌顺势传播

据云酒头条报道，在过去较长的一段时间里，浓香占据着全国白酒主流消费 70% 以上的市场份额。2016 年以后随着消费升级加快，以茅台为代表的酱酒企业开始快速起势，凭借其厂区优势明显、生产周期长、品质过硬和产品结构优的特点，获得了众多渠道客户和新中产消费者的青睐，对于 300 元以上的传统中高端浓香盒酒市场形成了较大的冲击。

我们分析“酱酒热”的背后主要有以下三点原因：1) 茅台的溢出效应；2) 立足次高端价格带风口，满足价格升级下消费者对产品和品质的差异化选择需求；3) 酱酒高毛利的运作模式整合了渠道的积极性。酱酒热激发了消费者对于香型的关注度，有助于汾酒的品牌传播。相较于酱酒醇厚的口感，清香型白酒入口绵柔舒顺不刺激，味道清雅。在消费者被普及白酒的三大香型的时候，汾酒作为清香型的代表品牌，认知度和话题度会随之增加。再加上玻汾在全国的网点覆盖率不断上升，降低了消费者首次尝试清香的成本，帮助青花系列顺利切入清香型白酒原本薄弱的市场，完成消费者培育工作。

表 6：白酒三大香型对比

	清香型	浓香型	酱香型
酒体特征	清香纯正，具有优雅、谐调的复合香气，入口绵甜、香气悠长，其主要香气成分是乙酸乙酯、乳酸乙酯，清香型白酒的有害成分较少，汾酒尤为明显，含量远远低于国际食品安全标准，体现出汾酒最卫生、最干净的产品属性。	窖香浓郁，具有以己酸乙酯为主体香厚、纯正协调的复合香气，入口绵甜爽冽、香味协调、尾净味长。	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长，苯甲醛、4-乙基愈创木酚和酪醇等芳香族化合物总质量比其他香型白酒高。
原料	主要原料：高粱； 糖化发酵剂：清茬曲、红心曲、后火曲（高温曲）。	主要原料：1) 单粮：以高粱为主；2) 多粮：高粱、大米、糯米、小麦、玉米等搭配 糖化发酵剂：中高温曲。	主要原料：高粱； 糖化发酵剂：高温大曲。
工艺特点	采用地缸分离发酵，执行“清蒸清渣”、“一清到底”的工艺： “清蒸清渣”：将高粱和辅料分开蒸熟，加入酒曲进行第一次发酵，发酵的酒醅蒸酒后，不再配入新料，直接加入酒曲，再次发酵，将第二次发酵的酒醅蒸酒后，直接丢糟。 “一清到底”：原料清蒸、辅料清蒸、清渣发酵、清蒸馏酒。此工艺最大优点是采用地缸分离发酵方式，将土壤中的有害物质有效隔离，确保产品干净、纯正。	采用“混蒸续渣”，泥窖固态发酵的工艺生产，常用的方法有原窖法、跑窖法和老五甬法。该工艺的特点是，在混蒸过程中会将粮谷原料所含的各类物质带入酒中，酒醅会经多次配料，多次循环发酵，故称之为“万年糟”。	条石筑成的泥底窖池为发酵容器，采取高温堆积，两次投料，九次蒸煮，八次发酵，七次取酒的生产工艺。其工艺特点为“四高两长，一大一多”：“四高”为高温大曲、高温堆积、高温发酵、高温馏酒；“两长”为生产周期长、贮存时间长；“一大”指用曲量大；“一多”指多轮次发酵和蒸酒。
发酵期	约 28 天	60-90 天	1 年

贮藏期	1 年左右	1 年左右	4 年: 3 年贮藏, 勾兑再放 1 年
代表品牌	汾酒、黄鹤楼、宝丰、汾阳王等	五粮液、剑南春、泸州老窖、洋河、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、舍得、水井坊、仰韶等	茅台、郎酒、习酒、珍酒、国台酒、金沙酒、钓鱼台、潭酒、武陵酒、丹泉酒等

资料来源: 新华社, 郑州新闻广播, 财经国家周刊, 锦绣汾阳王, 酒教主, 华子龙酒厂, 科普中国, 江西东方盛礼, 巴适酒铺, 华润通, 新酿酒, 贵州酱酒网商城, 消费观察站, 酒经, 国海证券研究所

2.2、地利：名酒基因加持，文化底蕴深厚，借助品牌和品质优势向全国扩张

2.2.1、品牌文化优势：汾酒深厚的历史文化底蕴是名酒势能彰显的根源所在

文化源远流长，酿造历史悠久。1982 年杏花村遗址的发掘，证明了早在 6000 年前杏花村人就已经开始了酿酒活动，是中国迄今发现最早的谷物酿酒遗存之一。汾酒是史上最早、最权威、唯一载入《二十四史》的国家名酒。隋唐时期，大诗人杜牧途经酒乡杏花村所留下的“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”，更是成为流传至今的千古名句。1915 年，汾酒在巴拿马万国博览会上荣获甲等大奖章，成为获此殊荣的唯一中国白酒品牌。1949 年，山西杏花村汾酒厂成立，汾酒、竹叶青酒成为新中国第一届全国政治协商会议和开国大典国宴用酒。1952-1989 年举办的五届全国评酒会中，汾酒五次蝉联“中国名酒”称号，竹叶青酒连续三次荣获“中国名酒”称号。1986 年汾酒厂已经成为当时全国最大的名白酒生产基地，被誉为“汾老大”。

图 21：汾酒的历史文化价值可以概括为“四个一”



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

品牌文化战略定位清晰，赋予产品深厚文化底蕴。早在白酒深度调整期，公司高层领导就提出了一个简单而又重要的战略命题: 汾酒是什么? 汾酒怎么做? 通

通过对汾酒历史文化的通盘研究,公司给出了汾酒的定位:中国酒魂——国酒之源、清香之祖、文化之根。2016年,又提出了“骨子里的中国”这句品牌传播的口号。青花汾酒所展现出的“骨子里的中国”,对外既能以高端形象体现国家文化的气派与高度;对内又能于细微之处体现中国人的内涵与品性。青花汾酒向外发现并输出了东方元素之美——高贵、大气、典雅;向内发现并输出了中国人品之美——清香、内敛、深情。这是一种渗透于骨子里的民族品格,历久弥新,品味绵长。

图 22: 公司“中国酒魂”文化定位



资料来源:浙江杏花村平台

图 23: 骨子里的中国·青花汾酒



资料来源:杏花村酒网

2020年9月,青花30·复兴版上市发布会于北京居庸关长城举行。青花30·复兴版是公司布局千元价格带的重要产品。为此,公司提出了新的品牌宣传语“青花汾酒为高品质生活代言”。青花30·复兴版将器物、色彩、书法、国画、篆刻这五种中式典型元素集于一身,且一气呵成,充分体现出中国文化的成熟高雅与包罗万象,成为中国白酒美学的代表,彰显出青花汾酒30·复兴版的独特魅力。汾酒与“高品质生活”的联系体现在,一方面汾酒是高品质生活的一种外在呈现,三五好友、家人聚会,一杯汾酒尽显幸福生活;另一方面,汾酒代表的中国酒魂精神,也是高品质生活的一种精神追求。

图 24: “汾酒中国酒魂,青花汾酒为高品质生活代言”海报



资料来源:公司官网

文化营销赋能品牌价值，多种品宣活动打造汾酒 IP。2017 年，公司对“骨子里的中国·青花汾酒”进行全方位的升级打造，借助全国性平台的影响力立体传播汾酒文化。2018 年，公司积极实施“走出去”传播战略，开展“汾酒全球行”系列活动。2019 年，公司举办“行走的汾酒”和汾酒封藏大典营销活动。2020 年，公司确定了“中国酒魂，活态为魂”的新文化战略定位。2022 年，公司在全国范围内举办了形式多样的品牌宣传活动，打造了独具特色的汾酒 IP。2023 年，“汾酒+文旅”进一步深度融合，公司举办了“汾酒杏花节”、“中国杏花村国际酒业博览会”、“汾酒封藏大典”等多个品牌活动，通过文旅、纪录片、歌舞剧等多种形式展现汾酒文化的活态化、时代化、产业化和品牌化。2024 年春节期间，汾酒与抖音短视频平台跨界联合，发起“#我们都爱汾酒”抖音挑战赛，活动上线仅三天播放量就突破 4.2 亿次，1 月 29 日—2 月 8 日的 11 天内播放量突破 6.3 亿次，这背后正是汾酒名酒势能的集中展现和文化势能的创新绽放。

图 25：第七届汾酒杏花节



资料来源：汾酒集团

图 26：2023 汾酒封藏大典



资料来源：中国发展网

表 7：公司品牌文化政策梳理

时间	品牌政策
2017	对“骨子里的中国·青花汾酒”进行全方位的升级打造，借助全国性平台的影响力立体传播汾酒文化；策划实施了《朗读者》系列活动、“汾酒号”系列活动、古法工艺展示系列活动、上海酒交会汾酒现酿温饮等多种形式的主题活动；与汾阳市政府联合成功举办 2017 山西（汾阳·杏花村）世界酒文化博览会。汾酒封藏大典营销活动荣膺由中国人民大学商学院发起的首届“金牛角”最具品牌活动大奖。
2018	公司积极实施“走出去”传播战略，开展“汾酒全球行”系列活动，先后参与巴菲特股东大会中美投资人酒会、哈佛中国论坛、波兰国际食品展、中美企业峰会、中俄品质对话等一系列国际性交流活动；协助吕梁市政府成功申办第 20 届比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛，实现了汾酒品牌在国际舞台上的更高站位，打造“国际汾”品牌形象；以文化营销为引领，按照“品质、文化、历史”三位一体的文化传播方式，成功举办“行走的汾酒”、第二届世界酒文化博览会等活动；出版《汾酒收藏》《名人说汾酒》等文献资料，与央视《国家记忆》《对话》栏目以及凤凰卫视、北京卫视等媒体的多个品牌栏目进行深度合作，全方位、多角度地传播汾酒好声音。
2019	品牌文化推广方面，公司举办“行走的汾酒”和汾酒封藏大典营销活动，开展“开国第一宴”宴会用酒纪念活动等系列庆典活动，参加中国国际进口博览会，助力全国二青会等大型活动，持续提升汾酒“文化+品质”影响力。根据《2019 中国 500 最具价值品牌》显示，汾酒品牌价值达 377.27 亿元，较三年改革初期 2017 年增加 214.44 亿元，排名上升 76 位，进步速度为全国第一。
2020	文化战略定位方面，公司确定了“中国酒魂，活态为魂”的新战略定位，为汾酒发展指明了方向。杏花村汾酒老作坊及酿造区入选第四批国家工业遗产名单，成为汾酒活态的新名片，“活态文化”战略得到进一步发展。品牌文化提升方面，

公司以“中国酒魂信仰管理体系”为指引，持续沉淀品牌价值，将汾酒“文化”与“品质”深度融合，举办了汾酒封藏大典、“行走的汾酒 2020”文化大巡展等活动，协助汾阳市政府举办第四届（汾阳·杏花村）世界酒文化博览会，参加春糖、秋糖交易会、第十五届中国国际酒业博览会、山西品牌丝路行线上行等活动，高频多点展示汾酒形象。

2021

2021年，公司先后参加104届春季糖酒会、105届秋季糖酒会、首届消博会、中部博览会、国际进口博览会等众多大型展览活动，成功举办“青花汾酒40·中国龙”上市发布会、“2021年汾酒封藏大典”，高频展示汾酒形象，高站位、高密度加强品牌宣传，为汾酒文化复兴注入新的活力。积极开展与国际品牌的跨界联名合作，与丹麦爱顿博格酒心巧克力联名推出“中国汾酒酒心巧克力”，与格鲁吉亚独格拉则葡萄酒联名推出“中格联名酒”，实现中西方文化融合。

2022

公司坚持文化自信，坚持以文化为品牌赋能，以文化凝聚人心，推动中华传统酒文化的创造性转化与创新性发展。公司始终坚持“文化+品质”的品牌传播理念，以“内容营销”为抓手，进一步创新品牌表达方式，融媒体传播连通线下精准场景投放，实现与目标圈层高频率、强内容互动。在全国范围内先后举办了“青花汾酒，梅好如初”“举杯赞盛世·对话酒安康”等形式多样的品牌宣传活动，打造了独具特色的汾酒IP。

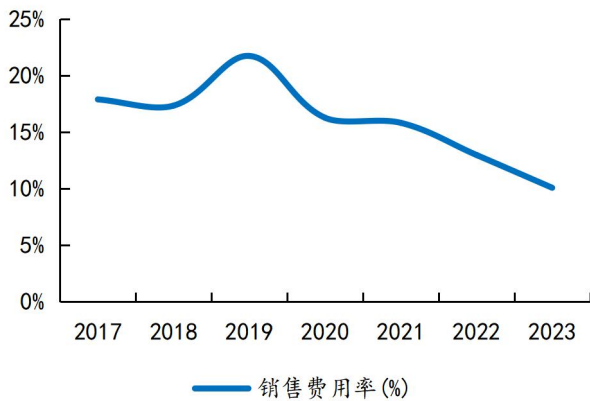
2023

制定《汾酒遗产保护总体规划》，推动申遗工作取得新进展。正式实施《中国酒业活态文化遗产团体标准》，树立了文化遗产新品类标杆。举办第六届杏花节，充分展现汾酒的深厚底蕴与文化魅力。与主流媒体深度合作，通过融媒体矩阵一体化传播汾酒声音，显著提高与消费者的互动频次。通过参展糖酒会、酒博会、消博会等，高平台、高密度增加品牌曝光。走进原粮基地、汾酒封藏大典等活动连续成功举办，品牌IP持续做优做强。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

我们认为名酒势能是公司快速攻城略地的重要原因。从蝉联五届“国家名酒”到白酒上市第一股，汾酒历史文化底蕴深厚，名酒基因不可复制。汾酒强大的名酒势能使其不需要过多进行消费者培育和广宣费用投入。例如公司核心大单品之一的玻汾，以光瓶酒形象入选名酒，数十年不改其质朴简约的形象，依靠着较为稳定的品质和口感，多年来已积累了一大批忠实的客户群体，可以实现“上架即动销”。

图 27：2019 年起公司销售费用率逐年下降



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 28：广告费用增速放缓，占营收比重稳定



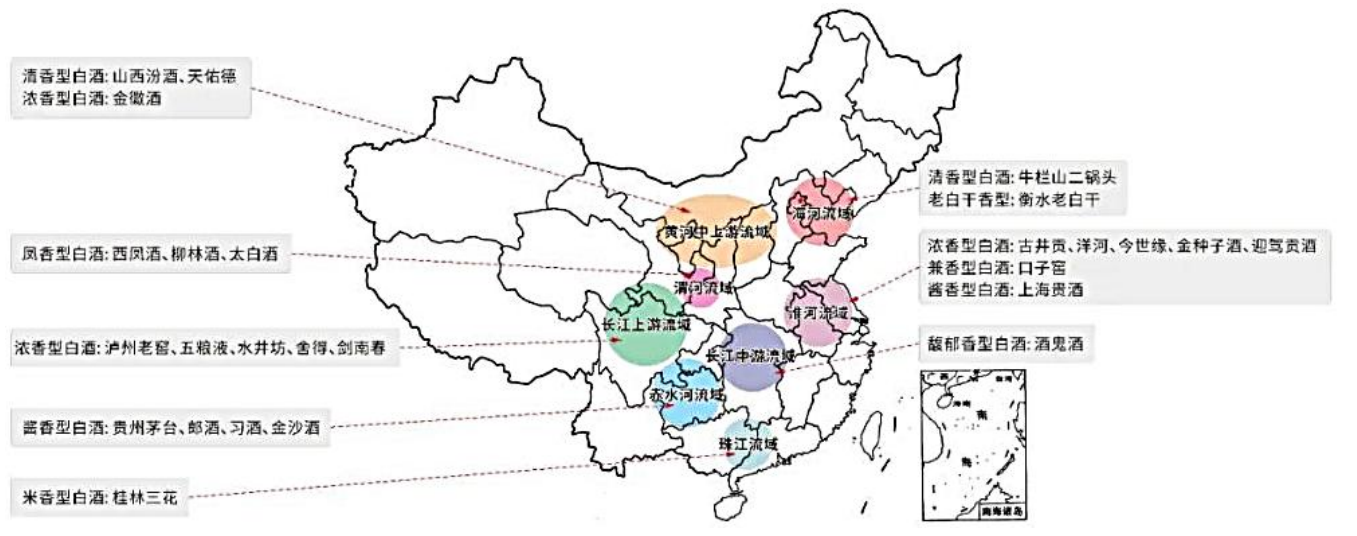
资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2.2、地理区位优势：黄河流域名酒龙头，省内外市场齐头并进

黄河流域名酒龙头，具备适宜的酿酒环境，在北方市场具备区位优势。黄河流域拥有悠久的酿酒历史，诞生了“四大名酒”其二——汾酒、西凤。但是南北相比，北方名酒明显少于南方，以八大名酒时期为例，北方代表只有汾酒和西凤，而南方则集中茅台、五粮液、剑南春、泸州老窖大曲、习酒以及洋河大曲等。以

汾酒为代表的“黄河名酒带”雄踞北方，靠近华北、西北等北方市场，具有区位优势。

图 29：中国白酒主要产区及香型分布图



资料来源：凤凰网

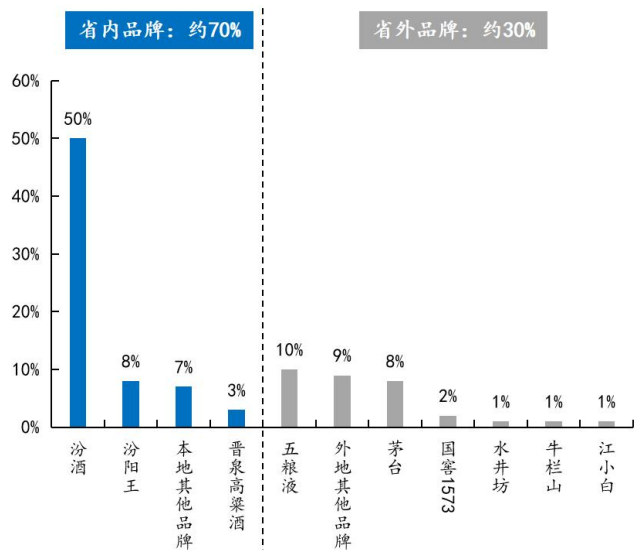
省内市场：山西省内一枝独秀，品牌影响力远超省内其他白酒品牌。据酒业家报道，汾酒在山西省内白酒市场中的份额居于首位，占比达 50%，其他山西产区的清香型白酒品牌也有一定市场份额，但相对较小。2023 年公司实现省内营收 120.84 亿元，同比+20.41%，省内品牌地位强势，未来可以进行持续的产品结构升级。

表 8：山西省概况及白酒消费情况

指标	内容
宏观经济及人口情况	2023 年山西 GDP 总量 25698.18 亿元，常住人口 3465.99 万人，人均 GDP 约 7.40 万元，低于全国平均水平。
收入及消费水平	2023 年山西城镇居民人均可支配收入 4.13 万元，人均消费支出 2.45 万元；农村居民人均可支配收入 1.77 万元，人均消费支出 1.37 万元。山西城镇居民/农村居民人均可支配收入和人均消费支出均低于全国平均水平。
白酒产量	2023 年吕梁市白酒产量 28.1 万千升，同比增长 25.8%。“十四五”期末吕梁白酒产业目标为：白酒产能达到 60 万吨，产量达到 50 万千升，白酒及相关产业产值突破 500 亿元，建成世界级清香型白酒核心产区；储酒规模达到 40 万吨；建成 35 万亩有机高粱基地；酒旅融合发展取得突破性进展；规上企业达到 50 户。
白酒消费特征	山西白酒市场规模接近 300 亿元，目前主流消费价格带在 80-120 元之间，清香型白酒占据省内 70% 的市场份额。从消费度数上来看，山西白酒消费主流度数为：中高价位白酒在 45-53 度，中低价位白酒 39-42 度。山西白酒消费的主流群体在 35-45 岁之间，随着消费不断升级，80 后、90 后消费群体也在扩大，未来白酒呈现年轻化发展趋势。

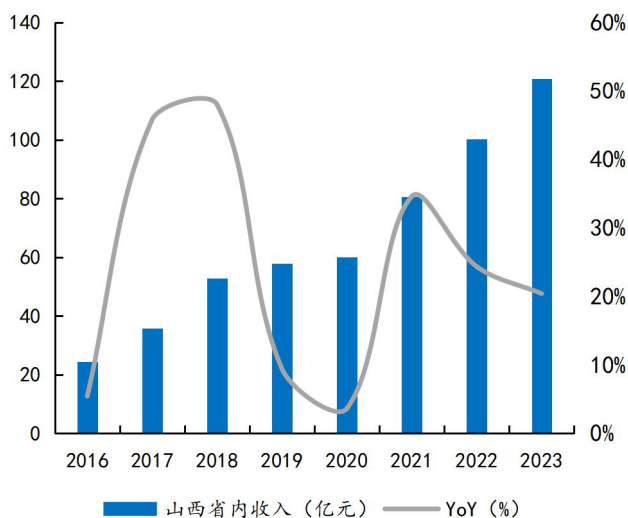
资料来源：中国政府网，山西省人民政府，吕梁市政府，北京商报，酒业家，乐酒圈，国海证券研究所

图 30：2019 年山西省白酒市场竞争格局



资料来源：乐酒圈，国海证券研究所

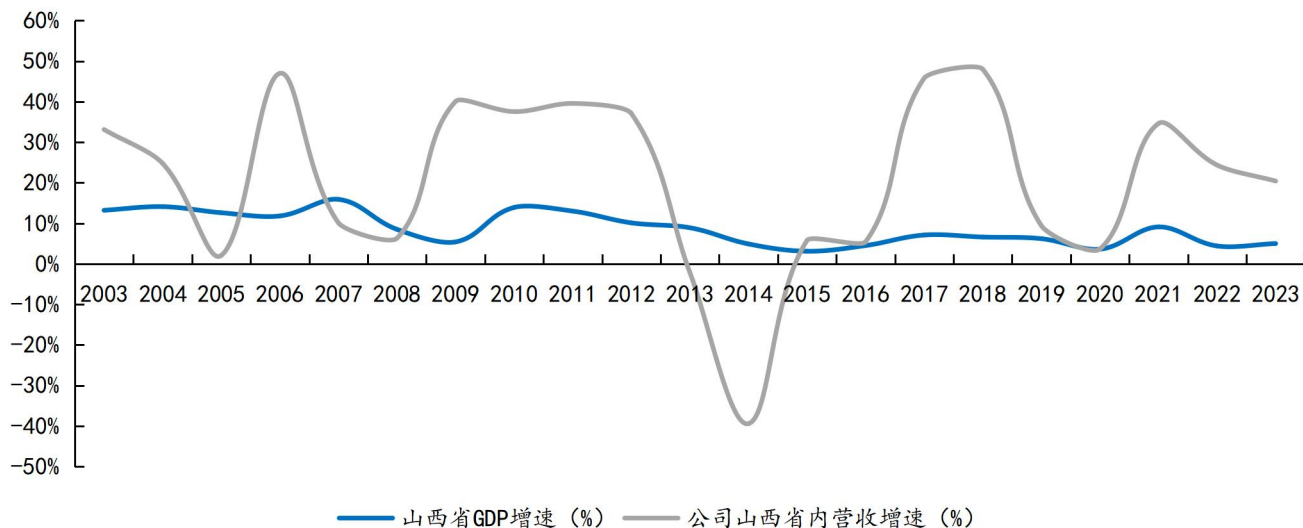
图 31：2016-2023 年公司山西省内营收及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

山西省内经济复苏给汾酒创造了良好的外部发展环境。我们观察山西省 GDP 与公司山西省内营收变化趋势发现，两者呈现一定的相关性。2019-2023 年，山西省 GDP CAGR 为 10.95%，增速为主要白酒消费省份中最高，省内宏观经济的复苏为公司发展创造了良好的外部条件。

图 32：公司山西省内营收增速与山西省 GDP 增速具有一定相关性



资料来源：Wind，国海证券研究所

表 9：2000 年以来主要白酒消费省份 GDP 复合增速情况

省份	2000-2012	2012-2015	2015-2019	2019-2023
山西	16.62%	0.44%	9.41%	10.95%
内蒙	17.32%	7.34%	7.37%	9.37%
陕西	18.72%	8.17%	9.56%	6.98%
山东	14.71%	8.78%	6.28%	6.89%
江苏	16.54%	9.89%	8.47%	6.77%
四川	16.25%	8.25%	11.18%	6.72%
安徽	15.89%	9.12%	11.51%	6.30%
广东	14.86%	9.44%	9.64%	5.87%
河北	14.33%	4.58%	7.29%	5.87%
湖南	16.06%	10.40%	8.73%	5.81%
湖北	16.69%	10.33%	10.62%	5.28%
河南	15.66%	8.59%	9.71%	2.43%

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：按 2019-2023 年 CAGR 排序）

公司在山西省内次高端和光瓶酒价位带优势显著，逐步发力高端市场。整体来看，公司覆盖高、中、低价位全系列产品，在山西省内各价格带表现突出，优势明显，省内其他品牌基本无法与之竞争。

表 10：山西省白酒市场分价格带主流产品

价格带	省内品牌		省外品牌
	山西汾酒	其他省内品牌	
800 元以上	青花 30·复兴版、青花 40、青花 50	/	茅台、五粮液、泸州老窖
300-800 元	青花 20、巴拿马系列	汾阳王清雅系列	水井坊、剑南春
100-300 元	老白汾 10/20	汾阳王古法手工酿造系列	洋河、泸州老窖系列、金六福
100 元以下	玻汾系列、杏花村系列	汾阳王、梨花春、晋泉高粱白、黎侯宴、潞酒、羊羔酒、吕梁山、老传统	江小白、衡水老白干、牛栏山

资料来源：乐酒圈，京东，国海证券研究所

省外市场：环山西经济复苏势头向好，长江以南薄弱市场重点布局。2017 年以来，环山西 7 省/直辖市的城镇居民人均可支配收入保持了良好的增长，居民消费能力回升，经济复苏势头向好。

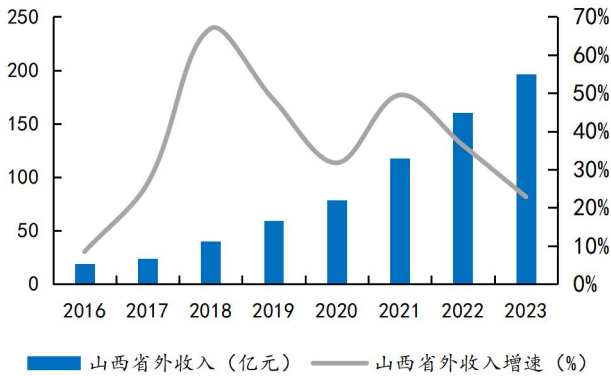
表 11：2017-2023 年环山西各省/直辖市城镇居民人均可支配收入增速

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
河北	8.1%	8.0%	8.4%	4.3%	6.7%	5.4%	5.7%
北京	9.0%	8.9%	8.6%	2.4%	7.8%	3.1%	5.5%
陕西	8.3%	8.1%	8.3%	4.9%	7.5%	4.2%	5.4%
内蒙古	8.2%	7.4%	6.5%	1.4%	7.3%	5.4%	5.1%
山东	8.2%	7.5%	7.0%	3.3%	7.6%	4.2%	5.1%
全国	8.3%	7.8%	7.9%	3.5%	8.2%	3.9%	5.1%
天津	8.5%	6.7%	7.3%	3.3%	8.0%	2.9%	4.4%
河南	8.5%	7.8%	7.3%	1.6%	6.7%	3.7%	4.0%

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：按 2023 年增速由高到低排序）

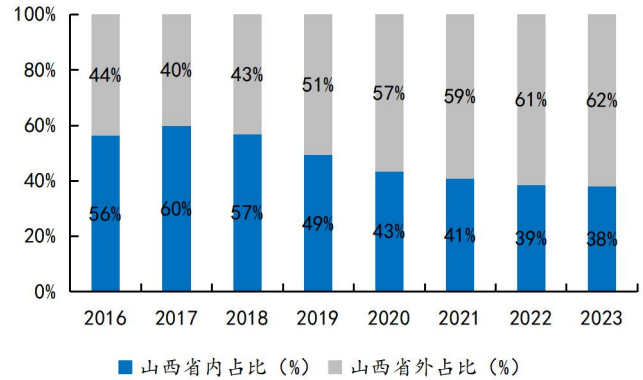
省外产品量价齐升，带动营收占比不断提升。自 2017 年起，公司省外营收增速持续保持 20% 以上的高增长，省外营收占比不断提升，2023 年已达到 62% 左右。拆分量价关系来看：1) 量：2016 年至今公司省外产品销量基本维持 20% 以上的高速增长，且增速大部分年份都高于省内，自 2020 年起公司省外销量已超越省内；2) 价：自 2018 年起，省外吨价逐年递增，2019-2023 年，公司省外吨价大多维持 10% 以上的增长，与省内吨价增速不断接近。未来随着公司全国化布局推进及省外产品结构优化，我们预计省外市场贡献度将进一步提高。

图 33：2016-2023 年公司山西省外营收及增速



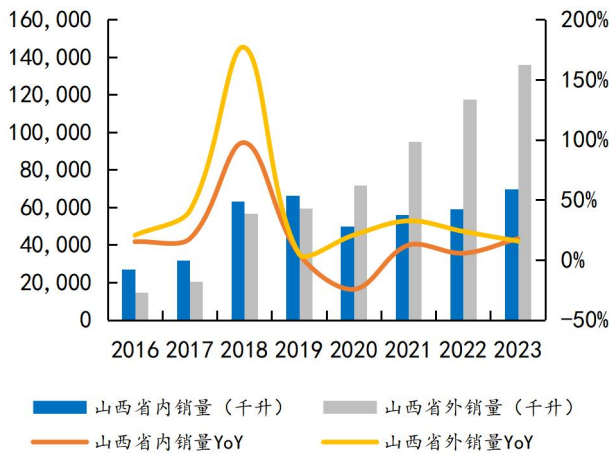
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 34：2016-2023 年公司山西省内外营收构成



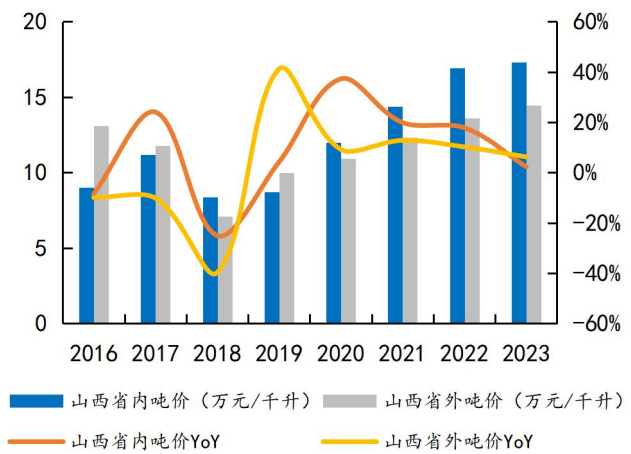
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 35：2016-2023 年公司山西省内外销量及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 36：2016-2023 年公司山西省内外吨价及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

由北向南，长江以南的薄弱市场成为公司发展的潜力区域。在白酒行业，中高端市场是各大酒企盈利核心，而以长三角、珠三角为核心的南方市场则又是中高端酒水消费的主战场。公司走出山西，稳固京、津、冀、豫、鲁、陕等环山西市场后，挥师南下则成为公司新的增长引擎。2019 年年初，公司明确提出要加速拓展省外市场，重点要“过长江、破华东、占上海”。2019 年 12 月，“汾酒·竹叶青长三角珠三角重点市场营销工作推进会”在三亚召开，公司对长江以南市场的新一轮拓展布局，江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 省份 35 城被汾酒划定

为长江以南核心市场重点布局，确立三年平均增速超 50% 的目标，创造长江以南增长极。

2.2.3、产品价格带布局优势：核心产品所处价格带竞争优势显著

2017 年以来，青花 20 和玻汾增速迅猛，贡献了公司主要增长：

青花 20：400-500 元价格带唯一清香型全国名酒，品类竞争优势突出。目前全国次高端 400-500 元价格带的主要参与者有：水晶剑、青花 20、国缘四开、古 16、品味舍得、酒鬼红坛、红花郎 10 年、臻酿八号等。分香型来看，剑南春水晶剑属于该价格带浓香型白酒的领头羊和开拓者，是这个价格带的全国性大单品，2023 年销售额预计超 160 亿元。而汾酒青花 20 作为该价格带唯一清香型全国名酒，也具备全国化的品牌影响力，性价比优势突出。据名酒观察报道及我们测算，2023 年青花 20 营收规模已接近 90 亿元，正稳步向百亿元大单品的目标迈进。

图 37：次高端价格带主要产品



资料来源：京东，国海证券研究所（注：价格为 2024 年 7 月 24 日京东标价）

玻汾：开辟百元以下光瓶酒空档价位，凭借高性价比引流清香消费人群。曾经 50-60 元价位带的产品大多还属于盒装酒范畴，玻汾则通过汾酒的品牌影响力，为光瓶酒品类成功开辟出了一个新的价格空间，在 50 元价位带具备非常强的性价比优势。与其他全国化品牌不同，汾酒对玻汾的品牌赋能是直接的，对比其他名酒品牌旗下的光瓶酒产品，虽然采用了企业品牌名称，但是在自身的高端化过程中，多数启用了新的分品牌，品牌传播层面已经很难赋能给光瓶酒。汾酒的工艺和产能也支持光瓶酒放量。与以往采用固液法制造的光瓶酒不同，玻汾采用纯粮固态发酵法，保证了较高的酒体品质。公司以玻汾为利刃，切入清香型白酒原本薄弱的市场，为次高端价位青花 20 的导入打下基础。据公司公告及微酒，2023

年，以玻汾为主的其他酒类营收为 85.4 亿元，未来玻汾亦有望成为公司的另一款百亿级大单品。

图 38：献礼版玻汾发布



资料来源：酒说

图 39：公司光瓶酒主要产品矩阵



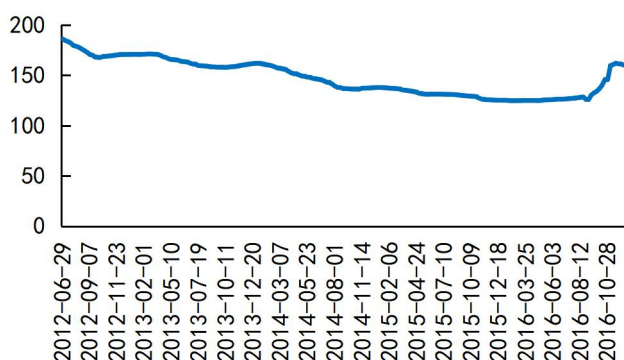
资料来源：酒说

2.3、人和：国改赋能，厂商共建

2.3.1、改革原因：百舸争流，不进则退，白酒行业发展进入新阶段

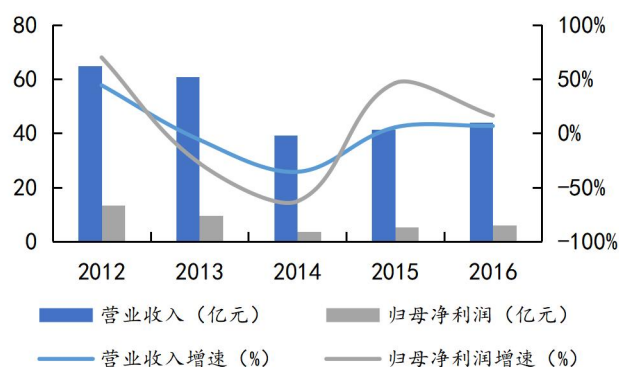
内忧外患，业绩承压。2012年的“三公消费”禁令下，白酒行业迎来了史上最大一轮调整期，行业面临渠道高库存和经济增长放缓的内外双重利空，公司省外扩张计划受阻。叠加2012年起煤炭行业景气度下滑，影响山西省内经济复苏，公司省内营收受挫。2013和2014年，公司营收分别为60.87亿元和39.16亿元，同比分别下滑6.04%和35.67%；2015-2016年，公司营收增速回正，但仍处于低位水平。

图 40：2012-2016H1 中国煤炭价格指数 (CCPI) 呈现持续下滑趋势



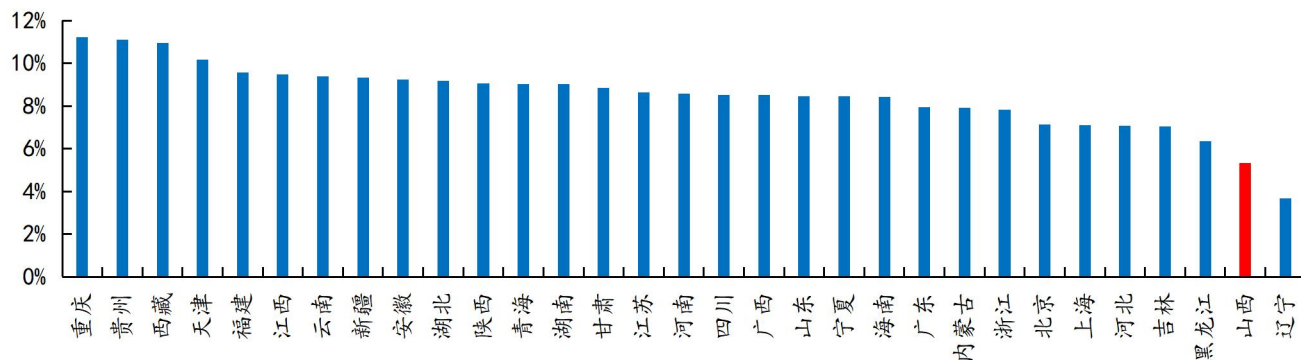
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 41：2012-2016 年公司营收、归母净利润及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 42：2012-2016 年山西省 GDP 年复合增速相对较低

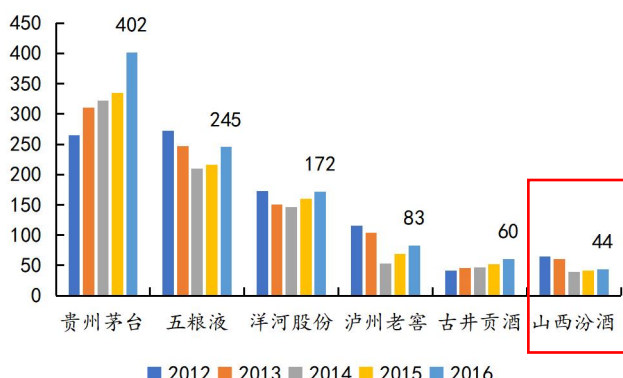


资料来源：Wind，国海证券研究所

行业由调整走向复苏，公司与龙头酒企的差距进一步拉大。2012-2015 年行业深度调整期内，山西汾酒和头部酒企茅五泸（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）的差距进一步加大。2014 年公司营收、归母净利润被古井贡酒超越。2016 年，白酒行业逐步走向复苏，消费升级和行业分化成为两大核心趋势。五粮液，洋河股份、泸州老窖，古井贡酒等龙头公司业绩逐步走出反转，恢复增长，而山西汾酒

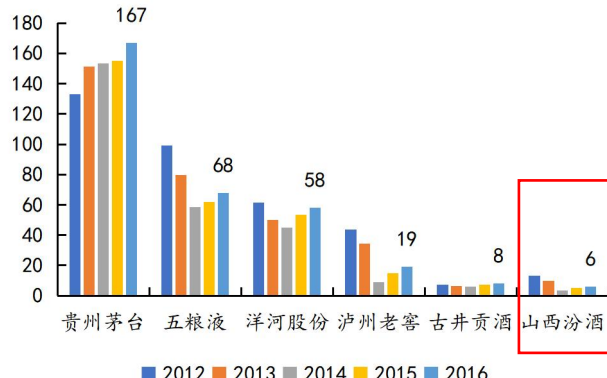
的收入和利润增速较慢，差距进一步拉大。如果不抓住这轮行业发展机遇，奋起直追，公司将难回白酒第一阵营。

图 43: 2012-2016 年头部酒企营收 (亿元)



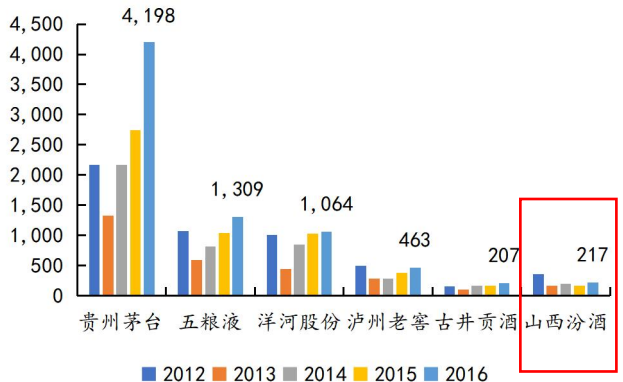
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 44: 2012-2016 年头部酒企归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 45: 2012-2016 年头部酒企总市值对比 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 总市值为当年 12 月 31 日收盘数据)

图 46: 2012-2016 年头部酒企业绩 CAGR

公司名称	2012-2016 年 CAGR		
	营业总收入	归母净利润	总市值
贵州茅台	11%	6%	18%
五粮液	-3%	-9%	5%
洋河股份	0%	-1%	1%
泸州老窖	-8%	-19%	-2%
古井贡酒	9%	3%	7%
山西汾酒	-9%	-18%	-12%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 12: 2016 年白酒企业营收、归母净利润及增速

公司名称	营收 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY
水井坊	11.8	37.6%	2.2	155.5%
舍得酒业	14.6	26.4%	0.8	1024.8%
泸州老窖	83.0	20.3%	19.3	30.9%
贵州茅台	401.6	20.1%	167.2	7.8%
顺鑫农业	112.0	16.2%	4.1	9.6%
古井贡酒	60.2	14.5%	8.3	15.9%
五粮液	245.4	13.3%	67.8	9.9%
口子窖	28.3	9.5%	7.8	29.4%
酒鬼酒	6.5	8.9%	1.1	22.6%
金徽酒	12.8	8.0%	2.2	33.8%
洋河股份	171.8	7.0%	58.3	8.6%

山西汾酒	44.0	6.7%	6.1	16.2%
天佑德酒	14.4	5.4%	2.2	-6.4%
今世缘	25.5	5.3%	7.5	10.1%
老白干酒	24.4	4.4%	1.1	47.7%
迎驾贡酒	30.4	3.8%	6.8	28.8%
伊力特	16.9	3.4%	2.8	-1.8%
金种子酒	14.4	-16.9%	0.2	-67.3%

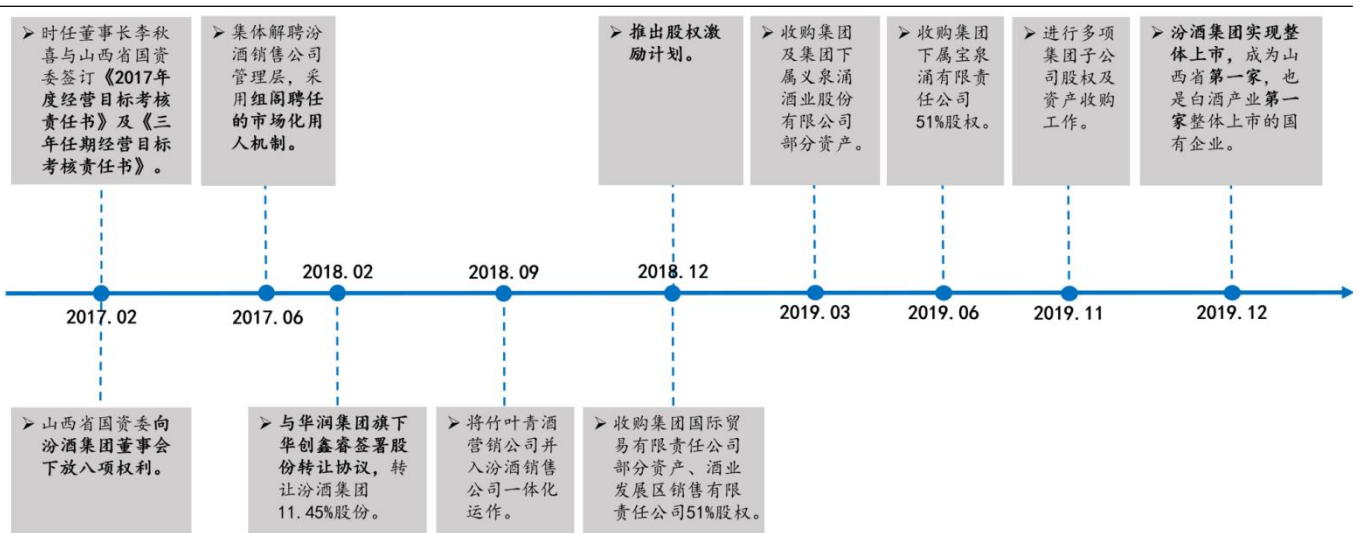
资料来源：Wind，国海证券研究所（注：按 2016 年营收增速由高到低排序）

直面短板，先破后立。在行业收缩调整和公司业绩承压的大背景下，“发展动力不足、内生活力不强、市场开拓不够”成为公司内部需要面对的“三大短板”，公司管理层意识到进行改革的迫切性和必要性。2017 年的山西省，国有企业改革已经到了“非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行”的历史关口。汾酒集团身先士卒，主动担当“改革先锋”，展开了为期三年的改革行动。时任汾酒“掌舵者”的李秋喜，更是立下了“完不成任务，就引咎辞职”的“军令状”。

2.3.2、内部组织变革：破釜沉舟，背水一战，多措并举

1) **破釜沉舟，签订目标责任书。**2017 年 2 月 23 日，公司与山西省国资委签订《2017 年度经营目标考核责任书》以及《三年任期经营目标考核责任书》，标志着山西省国企改革序幕的拉开。根据考核责任书要求，汾酒集团 2017/2018/2019 年收入（酒类）增长目标分别为 30%/30%/20%；三年利润（酒类）增长目标分别为 25%/25%/25%。公司业绩考核和高管及企业工资总额预算直接挂钩。

图 47：2017-2019 年公司三年国企改革进程



资料来源：公司公告，同花顺 iFind，山西晚报，微酒，太原新闻网，酒业家，证券时报，中国基金报，国海证券研究所

表 13：2017-2019 年汾酒集团经营目标要求及股份公司完成情况

时间	汾酒集团目标要求				汾酒股份公司完成情况			
	酒类营收 (亿元)	YoY	酒类利润		酒类营收 (亿元)	YoY	酒类利润	
			总额 (亿元)	YoY			总额 (亿元)	YoY
2017	66.50	30%	10.48	25%	60.37	37%	13.83	50%
2018	86.45	30%	13.10	25%	93.82	55%	21.74	57%
2019	103.74	20%	16.38	25%	118.80	27%	28.45	31%

资料来源：同花顺 iFind，太原新闻网，国海证券研究所

高目标严要求，拿不下任务就走人。现在看来，当时签订的军令状顺利达成，但是回到彼时，2016 年白酒行业 A 股上市公司营收平均同比增速为 10.8%，公司 2015 年和 2016 年的营收同比增速仅为 5.4% 和 6.7%，在签订目标的前一个月，2017 年 1 月 20 日的汾酒集团三届六次职代会上，公司提出的保底目标是酒类主业收入增长 15%，因此公司和山西国资委签订的目标并不是一个很轻易达到的目标，经营管理层面临着很大的压力。2017 年 2 月 23 日，李秋喜与山西省国资委签订目标考核责任书五天后，汾酒集团就与下属 11 家酒类营销单位签订目标考核责任书。

2) 山西省国资委权力下放，激发公司内部改革活力。推行目标责任考核制之始，汾酒集团就开始按照山西国企改革“根上改、制上破、治上立”的要求进行全面系统的顶层设计。在给汾酒集团定出目标的同时，山西省国资委把原由省国资委代表省政府行使的若干项权力，授予汾酒集团董事会行使。不仅可使汾酒集团充分享有经营自主权，大大缩短决策链条，更可使汾酒集团激发内部的改革创新活力，以全新姿态参与市场竞争。

表 14：山西省国资委向汾酒集团董事会下放八项权利

序号	下放权利内容
1	决定公司的经营方针和投资计划；
2	决定公司的年度财务预算方案、决算方案；
3	决定转让公司财产（其中：转让所持企业产权（股份）事项，国家另有规定的，依照其规定）；
4	决定公司除发行公司债券外的融资计划；
5	决定公司的资产减值准备核销；
6	备案公司批准的经济行为涉及的资产评估项目；
7	决定所出资企业合并、分立、解散、改制、设立公司、增加或者减少注册资本，人工成本、履职待遇和业务支出事项（其中：企业增资和涉及上市公司国有股权管理事项，国家另有规定的，依照其规定）；
8	董事会行使对总经理、副总经理、总会计师、总工程师、总经济师解聘权、业绩考核权和薪酬管理权。

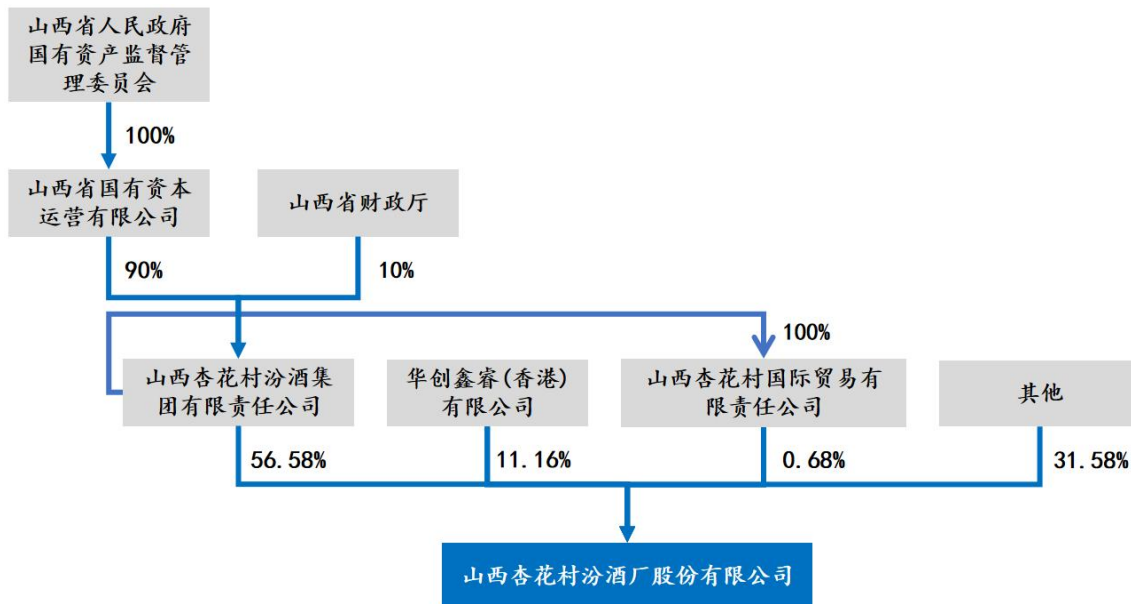
资料来源：太原新闻网，国海证券研究所

3) 组阁式聘任，撬动最难突破的“人事权”，引入市场化薪酬体系。国企改革，难度最大的一环在于人事制度的改革。汾酒是老国企，又地处农村，子弟员工多，人事上做加法容易，做减法难。2017 年 6 月，汾酒销售公司召开党员干部大会，宣布集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级以上领导干部的职务，采用组阁聘任的用人机制。组阁制天然具有一种向心力、凝聚力，这样的团队内耗最低，具有很强的执行力。营销系统自我开刀后，在集团公司层面，汾酒通过机关作风评议活动，推行末位淘汰。通过改革，汾酒的激励和约束机制得以建立，

产生了新一届年富力强、思维活跃、经验丰富、敢于担当的班子成员，整个企业展现出了空前的活力和动力，运行效率大幅提高。

4) 引入华润战投，优化股权结构。截至2017年底，公司第一大股东汾酒集团持有上市公司69.97%的股权，持股比例之高，位列当时上市国有白酒企业之首。国有企业第一大股东持股比例过高，容易出现上市公司治理缺乏平衡，管理层代理问题突出等问题。为了完善股权结构，2018年2月3日，汾酒集团与华润集团旗下华创鑫睿签署股份转让协议。2018年6月，汾酒集团完成与华创鑫睿的股份过户。截至2024Q1，公司第一大股东为汾酒集团，持股比例为56.58%，第二大股东为华创鑫睿，持股比例为11.16%。自2018年汾酒集团与华润创业战略合作以来，华润以其先进的公司治理经验、强大的市场运营能力、卓越的人才资源优势赋能汾酒，促进了汾酒信息化建设和数字化转型，也促进了汾酒管理的提升、市场的拓展与公司治理的优化。

图 48：公司股权结构（截至 2024Q1）



资料来源：公司公告，同花顺 iFind，国海证券研究所

5) 股权激励落地，提升员工积极性。2018年12月，公司推出股权激励计划（草案），拟按19.28元/股的价格，向397名激励对象授予不超过650万股限制性股票，其中首次授予590万股。激励对象具体包括：公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员。解禁要求为：2019/2020/2021年营收增速较2017年分别不低于90%/120%/150%。公司2019/2020/2021年实际营收较2017年增速分别为97%/132%/231%，均超额达成股权激励解禁要求。

表 15：公司 2018 年股权激励解除限售要求及完成情况

时间	股权激励解禁要求			完成情况		
	营收不低于 (亿元)	同比 2017 年 增速不低于	YoY	营收 (亿元)	同比 2017 年 增速	YoY
2019	114.71	90%	22%	118.80	97%	27%
2020	132.82	120%	16%	139.90	132%	18%
2021	150.94	150%	14%	199.71	231%	43%

资料来源：公司公告，同花顺 iFind，国海证券研究所

6) 推动集团资产上市，优化同业竞争和关联交易。公司自 2018 年起陆续进行了十余次集团优质酒类资产的收购工作，标的公司涵盖：汾酒集团酒业发展区销售有限责任公司、国际贸易有限责任公司、义泉涌酒业股份有限公司、汾酒集团有限责任公司等多家公司，标的资产涉及股权、房屋建筑物、机器设备、土地使用权等。通过收购酒类资产，公司实现了整合优化销售业务链，进一步提升了公司市场竞争力和盈利能力，提升了白酒产能，减少了同业竞争和关联交易。

表 16：公司收购集团资产暨关联交易情况

公告日期	标的公司	标的资产	交易金额 (万元)
2018.12.04	山西杏花村国际贸易有限责任公司	子公司股权等	9,282.75
2018.12.14	山西杏花村汾酒集团酒业发展区销售有限责任公司	51%股权	12,232.10
2019.03.06	山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司	子公司股权等	9,945.04
2019.03.06	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	房屋建筑物、构筑物及机器设备	891.03
2019.06.20	山西杏花村汾酒集团宝泉涌有限责任公司	51%股权	2,575.70
	山西杏花村汾酒销售有限责任公司	10%股权	25,817.84
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	90,042 平方米土地使用权, 房屋建筑物	12,024.47
	山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司	房屋建筑物、机器设备	230.02
2019.11.26	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	9,275 平方米土地使用权	213.33
	山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司	10%股权	1,194.95
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂	100%股权	19,725.12
	山西杏花村汾酒集团宝泉福利有限责任公司	房屋建筑物、机器/电子/运输设备	1,415.57
2020.11.19	山西杏花村汾酒集团酒业发展区股份有限公司	51%股权	26,520.85

资料来源：公司公告，国海证券研究所

7) 砍掉集团开发酒，带“汾”字产品一律收回。2019 年 6 月，公司宣布汾牌将由开发模式全面转换为定制模式及自营销售。公司对于带有“汾”字的产品，都要收回，2019 年 8 月之前要全部完成品牌梳理。集团开发酒是由汾酒集团方面授权一部分有资金、有资源的个人或公司，自行设计酒瓶和外包装，由汾酒集团灌装酒水后，被授权方将“杏花村”商标和汾酒集团公司的名字印在外包装上进行销售。我们认为，公司砍掉开发品牌，虽然会短期减少业绩，但是有助于公司聚焦大单品，提升品牌影响力和美誉度，并且为谋求集团整体上市打下基础。

2.3.3、外部组织变革：“重商”底色，打造厂商命运共同体

“晋商”是山西发展中重要的历史篇章，晋商文化和汾酒历史交相辉映。对于汾酒来讲，经销商是整条产业链的重要核心组成部分。汾酒的复兴之路，靠公司自己的队伍是不够的，需要厂商同心，齐心协力共发展。

经销商扩容正当时：白酒渠道赚钱效应显著，头部酒企经销权更显稀缺。2016年酱酒热兴起，酱酒高毛利的运作模式整合了渠道的积极性，吸引大量经销商及业外资本大量涌入，经销商盈利效应显著。行业龙头茅五泸（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）均借助行业高景气完成了对过去遗留问题的梳理，组织架构和渠道模式更加变扁平化和直达终端，更加注重优化经销商和开发品牌数量。

表 17：2016 年以来，龙头酒企优化渠道模式和经销商数量

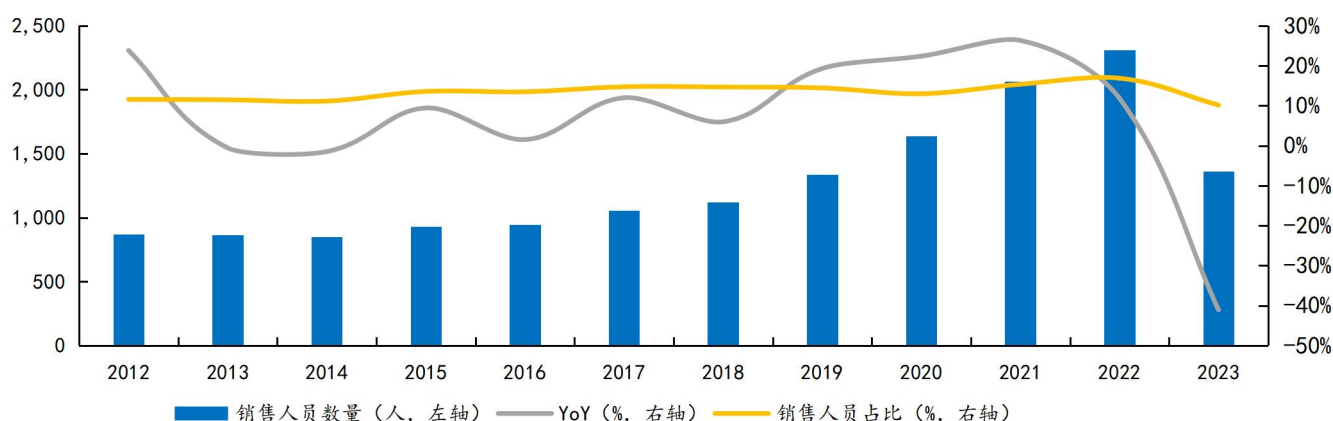
公司名称	事件
贵州茅台	2016 年茅台非标产品的占比快速提升。
	2017 年茅台集团推进品牌“双十”战略，要求每家子公司保留的品牌数不超过 10 个，每个品牌的条码数不超过 10 个。
	2018 年 10 月，集团提出“双五”规划的概念，继续推动渠道扁平化改革，减少开发代理品牌以及经销商数量，加大直销渠道投放。
	2018-2023 年，茅台经销商数量由 3102 家减少至 2186 家，直销占比由 5.9% 大幅提升至 45.7%。
五粮液	对总经销实行严格管理，2016 年优化了一半左右的总经销，对剩下的品牌推行 7 级管理方式，同时明确了“1+4”自营品牌。
	2019-2023 年，五粮液经销商数量保持平稳增长。
泸州老窖	2015H2 至 2017Q1，开发产品条码数量从 8700 个精简为 430 多个。
	2019-2023 年，泸州老窖经销商数量由 2464 家减少至 1814 家。

资料来源：各公司公告，微酒，界面新闻，国海证券研究所

汾酒顺势加快全国化渠道网络建设。自 2016 年起，汾酒凭借其稀缺的名酒血统，一方面自身扩大招商规模，另一方面承接了其他龙头酒企的优质经销商。在快速扩充经销商队伍的过程中，公司收获了例如泰山名饮、人人大、龙泉等全国知名大商，在这些大商的加盟下，公司在全国大部分市场的销量和品牌影响力都实现了跨越式的发展。2019 年 8 月，公司开启了以长江以南市场为重点的省外市场战略突围，市场拓展迈入了崭新的发展篇章。

全国化战略布局下，公司实现渠道快速裂变。2017-2019 年，公司销售人员数量由 1058 人增长至 1337 人，经销商数量由 1268 家增长至 2489 家。截至 2023H1，公司在全国的可控终端数量从 2017 年的不足万家发展至超过 120 万家，6 年时间扩充了 100 多倍，实现了渠道快速裂变。

图 49：2012-2023 年公司销售人员数量、增速及占比



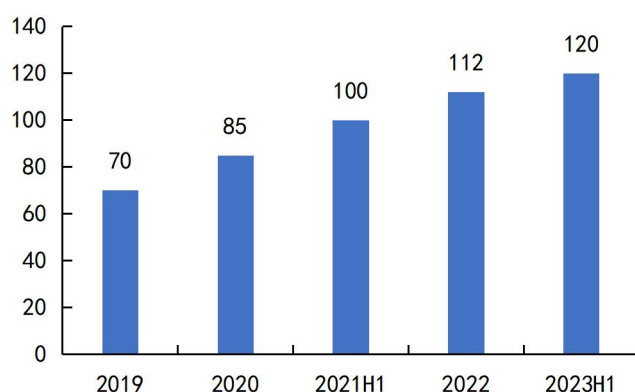
资料来源：公司公告，同花顺 iFind，国海证券研究所（注：2023 年公司销售人员数量大幅减少系公司对员工专业类别进行调整并重新统计）

图 50：2017-2023 年公司经销商数量及增速



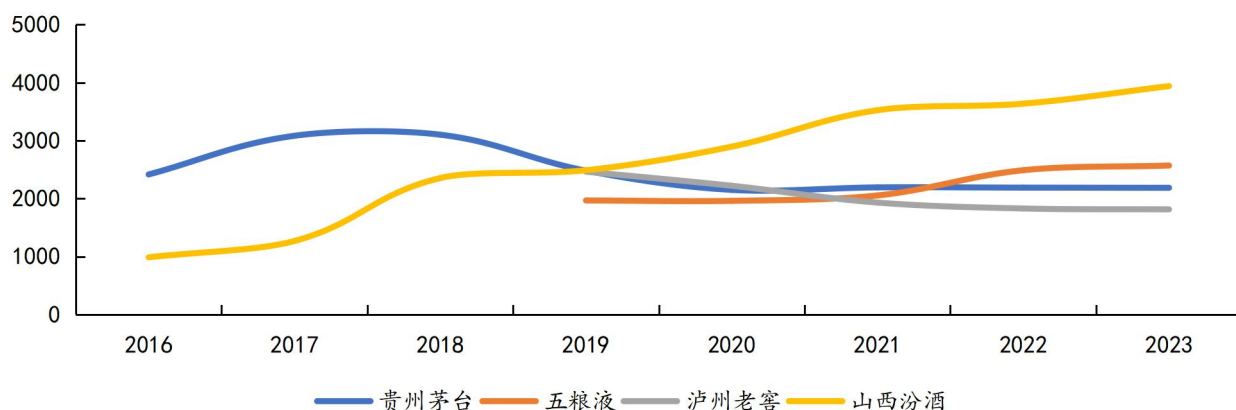
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 51：2019-2023H1 公司全国可控终端数量 (万家)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 52：2016-2023 年公司与龙头酒企经销商数量 (个) 对比



资料来源：各公司公告，国海证券研究所（注：五粮液经销商数量不包含五粮浓香经销商）

公司对快速增加的经销商和终端网点进行管理，离不开几大具体措施：

表 18：公司渠道管理模式

措施	说明
渠道扁平化	实行“厂商 1+1 渠道”模式，通过厂商 1+1 模式来实现直控终端，即在当地招有实力的经销商，厂商派出一定数量的销售人员对其进行监督和管理。与此同时，公司大力拓展线上+线下，店内+店外营销模式，2020 年逐步搭建起“31 个省区+10 个直属管理区”营销组织架构。2023Q4 公司成立青花 30 事业部和数据部，2024Q2 新建青花 20、老白汾、玻汾项目小组，提拔市场一线优秀销售管理干部担任成员。
管理数字化	为了持续拓展终端网点，公司曾引入华润高端技术人才，用数字化手段改造传统渠道，全面上线公司渠道动销系统、“汾享会”系统、汾酒防伪数字验证系统，致力于精细化运营渠道。通过数字化系统，对经销商实现过程考核和大数据分析，将过去大商模式下打包给经销商的费用按照用途进行精细化，并进行紧密的监管，避免过去费用被经销商套用的问题，大幅改善了费用投放效率，对渠道进行精准激励。
严格实行配额制	对全系列产品的销售配额制管理，对重点管控的青花汾、玻汾等实行精细化分级管理。渠道价格体系顺畅，让渠道的每一个环节都有利润。

资料来源：酒业家，晋融社，国海证券研究所

公司渠道政策与时俱进，精细化程度不断加深。2016 年，公司加快渠道下沉，“一百双千”工程有效落地；2017-2018 年，公司积极创新营销模式，成立混合所有制合资联销公司，组建浙江经销商联合运营平台；2019-2021 年，公司加快推进营销信息化建设，全面提升线上渠道营销能力，在各大电商平台运营水平稳居行业前列。2022 年以来公司持续加大资源投放、深化渠道布局、创新管理模式，经销商结构进一步优化，渠道精细化管理程度不断加深，实现了终端动销可视化溯源管理。

表 19：公司渠道政策梳理

时间	渠道政策
2016	加快渠道下沉，“一百双千”工程有效落地，全省 1100 多个乡镇全面覆盖，夯实渠道基础；优化市场资源配置，细化费用管控，费用聚焦重点区域、重点渠道、重点产品，实现费用精准投入；聚焦重点市场，推动营销创新，在陕西市场启动营销改革试点，整合优势资源，精耕局部市场；强化终端打假，开展各类专项整治行动 190 余次，维护了市场秩序，净化了市场环境。
2017	积极创新营销模式，逐步形成了“以入股优质企业成立混合所有制公司、联合区域经销商成立大平台公司和以产品系列为主体成立的混合所有制合资联销公司”新模式；优化产品结构，实行“半控价、全控价”和“价费分离”的价格管控模式，实现了主销产品的顺价销售；将竹叶青酒营销公司并入汾酒销售公司进行一体化运作，实现了两大品牌协同发展；成立了汾牌系列酒营销公司，初步实现个性化品牌集中管理与系统运营；创新打假模式，开通投诉举报直通窗口，净化了市场环境，营造了安全的营销环境。
2018	组建浙江经销商联合运营平台，采取不入股仅参与管理的方式进行合作，在营销体制改革创新上迈出了坚实的一步；汾酒银号项目正式启动，开启以“银票”兑换发售老酒的新营销模式；组建青花汾酒、巴拿马汾酒等四个大单品攻关项目组，提升了精细化营销水平；国际市场拓展迅猛，海外免税店扩展到 174 家，基本涵盖了亚洲和非洲主要机场，并开辟了英国、菲律宾、安哥拉等新市场；成立全国名优酒企打假协作联盟，加大市场整治力度，加强警企合作，进一步维护了产品的市场秩序。
2019	渠道管控方面，公司对全系列产品的销售配额制管理，实行精细化分级管理；数字化改造传统渠道，全国市场可控终端网点数量突破 70 万家。同时，公司拓展线上+线下，店内+店外营销模式，电商渠道全年累计粉丝达到 302.79 万人，较上年同期增长 321.71%，业绩收入 2.91 亿元，增长速度居行业前列。
2020	渠道管控方面，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，营销

精细化管理水平大幅提升，全国市场可控终端网点数量突破 85 万家；加快线上渠道建设，创新推动直播带货等线上销售新模式，**京东汾酒官方旗舰店增速超过 100%，天猫汾酒官方旗舰店增速超过 60%**；制定了《汾酒商超渠道发展规划》，借助数据化管理，增强了汾酒专业化运营能力。

2021

深耕线下渠道，发力电商平台。持续提升终端基础设施建设质量，提高精细化管理水平，推动经销商结构优化与分级，增强优质经销商培育，渠道和终端掌控能力进一步加强。全面提升线上营销能力，稳步推进线上品牌运营，公司产品在各大电商平台运营水平稳居行业前列，在 618、双 11 等大型活动中，**京东汾酒官方旗舰店在白酒品牌旗舰店中排名第一，天猫汾酒官方旗舰店排名第三，实现量价齐升**，与实体渠道实现有效融合。竹叶青酒传统盘迅速扩大终端规模，创新盘覆盖全国 300 多个城里社区。

2022

持续加大资源投放、深化渠道布局、创新管理模式，经销商结构进一步优化，**全国可掌控终端数量突破 112 万家**，渠道精细化管理程度不断加深，实现了终端动销可视化溯源管理。持续巩固拓宽全球销售网络，以汾酒文化、工艺、品牌国际史为主要内容，持续进行海外市场消费者培育，海外市场建设稳步推进，覆盖 50 多个国家和地区。

2023

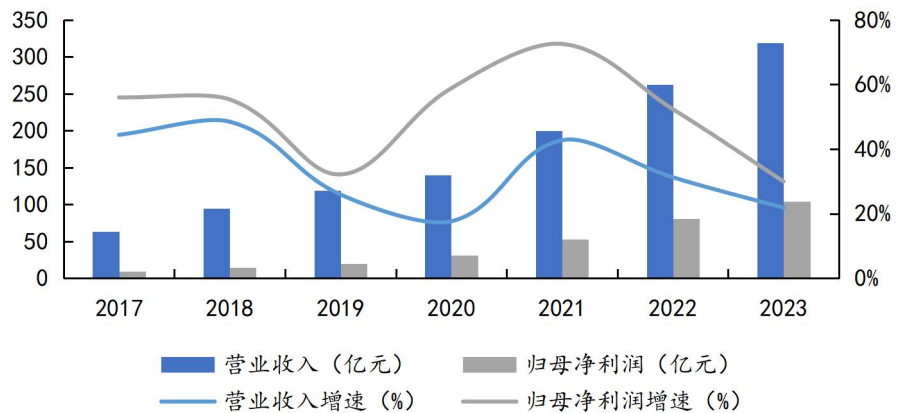
2023 年上半年，公司紧抓终端建设维护，强化终端管理与拓展，优化经销商队伍，进一步提升市场管理水平，报告期内**全国可控的终端数量达 120 万家**，渠道和终端的掌控能力进一步加强。2023 年 10 月起，汾酒全面推行新的渠道模式和控盘分利模式——“汾享礼遇”，与广大终端分享发展成果，让积极陈列、秩序良好、努力拓展的终端实现最大收益，获得了渠道合作伙伴的一致认可。“双十一”期间，各主流电商平台官方旗舰店销量稳居行业前三，在抖音平台实现白酒品牌直播销量行业第一。

资料来源：公司公告，中报酒业，酒业家，青花汾白酒代理加盟，国海证券研究所

2.3.4、“人和”是成功的关键因素，汾酒精神代代相传

国改成果颇丰，营收利润增长显著。2017 年是签订目标考核后的首年，当年营收同比增长高达 44.42%，归母净利润增长 56.02%。2019 年公司营收为 118.93 亿元，首次迈入百亿元大关，相比 2017 年接近翻番。随后仅用了两年的时间，到 2021 年公司营收相比 2019 年几乎再次翻番，达到 199.71 亿元，同比增长 42.75%。2023 年公司营收正式迈入 300 亿元大关，实现营收/归母净利润分别为 319.28/104.38 亿元，同比分别+21.80%/+28.93%，保持了高速增长。2017-2023 年公司营收/归母净利润累计增速分别为 429%/1006%，增速分别位于白酒上市公司第一/第二名，国企改革卓有成效。

图 53：2017-2023 年公司营收、归母净利润及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

谋事在天，成事在人。我们认为，汾酒之所以成为今天的汾酒，天时、地利因素固然重要，但是在企业发展的每一个关键点，最重要的因素是“人”。艰苦奋斗、敢于创新，勇于担当的企业家精神是汾酒国企改革卓有成效的关键。如果没有一代又一代汾酒人艰苦卓绝的努力，也不会有汾酒所积累下来的深厚品牌文化资产。

图 54：公司改革及复兴纲领整体规划



资料来源：Wind，汾酒集团，云酒头条，微酒，国海证券研究所

3、看未来：乘势而上，加大力度布局高端价位带产品，做强腰部，长江以南市场贡献第二增长曲线

3.1、白酒行业集中度提升，品牌效应更加凸显

白酒行业市场份额向龙头品牌集中。2023年，18家白酒上市公司营收、利润总额占行业整体比重均过半，分别达到54%和92%，且增速远高于行业整体水平。上市公司内部也开始出现分化趋势，高端+次高端区域龙头合计营收/利润总额占行业整体的比重分别为49%/89%，行业头部集中效应愈发显著。

表 20：白酒行业及白酒上市公司整体增速

时间	规模以上白酒企业数量(个)	白酒行业整体绝对值			白酒行业整体增速			白酒上市公司增速	
		产量(万千升)	营收(亿元)	利润总额(亿元)	产量	营收	利润总额	营收	利润总额
2016	1578	1358	6126	797	3.2%	10.1%	9.2%	13.1%	11.1%
2017	1593	1198	5654	1028	6.9%	14.4%	35.8%	29.4%	43.9%
2018	1445	871	5364	1251	3.1%	12.9%	30.0%	27.3%	33.0%
2019	1176	786	5672	1404	-0.8%	8.2%	14.5%	16.0%	17.6%
2020	1040	741	5836	1585	-2.5%	4.6%	13.4%	6.7%	12.6%
2021	965	715	6033	1701	-0.6%	18.6%	33.0%	19.5%	18.2%
2022	963	671	6627	2202	-5.6%	9.6%	29.4%	16.8%	21.1%
2023	-	449	7563	2328	-2.8%	9.7%	7.5%	15.5%	18.2%
2021Q1	-	201	-	-	22.5%	-	-	24.8%	18.0%
2022Q1	-	202	-	-	4.7%	-	-	22.4%	27.3%
2023Q1	-	148	-	-	-19.0%	-	-	15.8%	18.7%
2024Q1	-	126	-	-	6%	-	-	14.9%	15.7%

资料来源：国家统计局，中国酒业协会，金融界，证券市场周刊市场号，Wind，国海证券研究所（注：国家统计局统计的行业数据为规模以上企业数据，每年规模以上企业统计口径有变化，增速仅供参考）

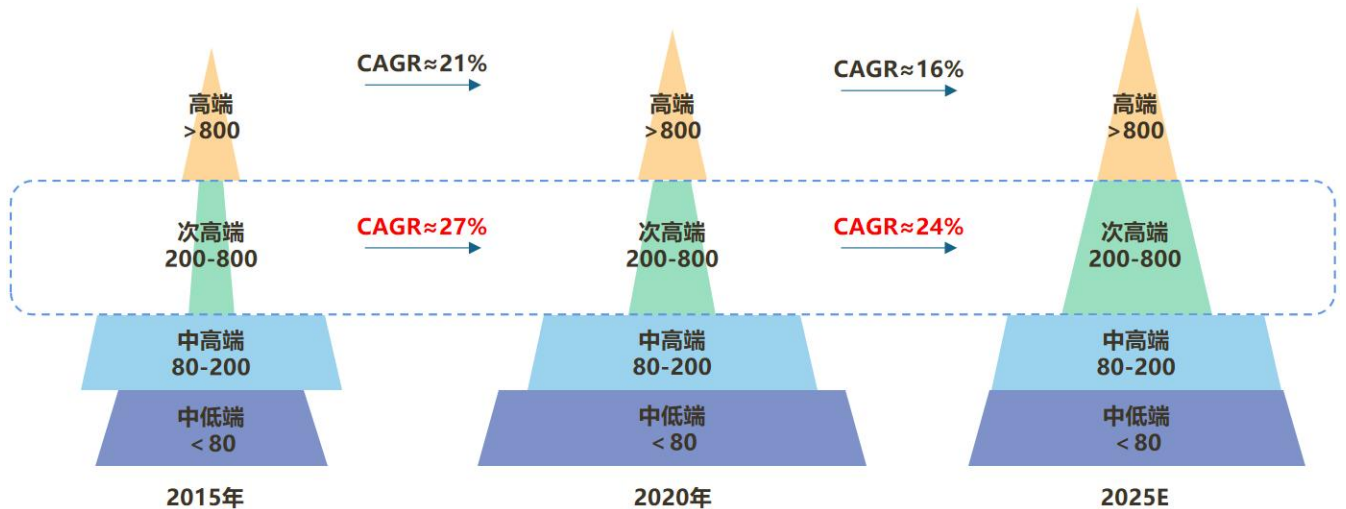
白酒行业品牌分化趋势延续，大众消费更重视品牌力。目前白酒行业品牌分化加剧，商务需求或受宏观经济影响表现不及预期，但大众消费价格带韧性较强，表现优于商务消费，因此白酒的品牌效应更加凸显，消费者会更加倾向于购买在这个价位带上品牌力强、性价比高的产品。对于汾酒而言，公司作为“汾老大”的品牌力已经过了历史长河的考验，例如玻汾以光瓶酒形象入选名酒，数十年来依靠着稳定的品质和口感成为光瓶酒中的“硬通货”，青花20已成为次高端白酒中的代表性大单品。我们认为汾酒强大的品牌力是支撑其长远发展的核心动力之一。

3.2、次高端出现分化，核心产品仍有扩容空间

次高端出现分化，300-500元价格带有更大发展空间。我们认为消费升级是一个长期的过程，短期宏观经济的波动只会影响消费升级的速度，而不会改变其方向，次高端将持续兑现增长弹性。中期来看，300-500元价格带在大众需求支撑下动

销良好、继续保持快速增长。而 600-800 元的高线次高端短期受宏观经济需求疲软的压力较大。我们认为公司核心大单品青花 20 精准卡位 300-500 元价位带，在汾酒品牌势能的驱动下具备较好的增长潜力，未来将继续作为公司营收增长的中坚力量。

图 55：2015-2020 年次高端扩容了 3 倍，2020-2025 年预计仍有 3 倍以上的扩容机会



资料来源：Wind，国海证券研究所（注：图中各价格带单位为元，CAGR 为收入规模）

3.3、产品+市场+渠道多措并举，全国化进程加速

3.3.1、产品层面：战略布局有的放矢，多价格带齐发力

产品战略持续迭代，青花系列基准线由 20 向 30 升级。自 2016 年公司首次提出主导产品采取“抓两头，稳中间”的策略至今，公司产品战略持续迭代。2021 年公司进一步提出“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，进一步调整产品结构。2022 年公司提出产品发展两条基线：一是以青花 20 为发展基准线，向上提升青花 30、青花 40 产品的档次和规模；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。在 2023 年 11 月举办的“2023 青花汾酒发展论坛”上，时任股份公司总经理助理、销售公司总经理的张永踊表示：“随着消费升级和产品结构升级，青花汾酒将持续推动青花系列的基准线由青花汾酒 20 向青花汾酒 30·复兴版升级转变。”公司在 2023 年报中提出：2024 年，玻汾在清香培育市场增加投放，在成熟市场以稳量为主；百亿大单品青花 20 进行突破；青花 30 及以上产品要形成“三位一体”模式，探索高品质生活场景文化、消费文化等。

表 21：公司产品策略梳理

时间	策略名称	策略内容
2016	“抓两头，稳中间”	青花系列、玻汾系列持续增长，老白汾系列力争稳步发展，同时要做好各系列产品的升级迭代，保证利润空间；通过高度聚焦营销资源和产品的瘦身，重点打造出一批超级大单品，实现规模和收入不断增长。
2019	“一控三提”方针	控量、提质、提价、提效，聚焦资源，持续坚持青花突破、玻汾稳中有升格局，带动巴拿马系列、老白汾系列产品的市场布局和推广。
2020	“抓两头，带中间”	针对青花系列，对青花 20、青花 30 两款主销产品分离运作，打造出高端化产品的全

新运作模式，报告期内，高端产品青花汾酒系列同比增长 30%以上，销售占比不断提升；针对巴拿马汾酒系列，全力推进巴拿马星火计划，梳理控价模式，筛选出核心市场整合发力，强化腰部产品发展；针对普通汾酒系列，坚持以终端突破、招商育商与推广标准动作的核心原则，山西市场强化渠道共建工程，省外市场聚焦打造新的重点市场，支持增量。

2021	“抓青花、强腰部、稳玻汾”	统筹产品布局，优化产品结构。进一步推进汾酒青花系列大单品战略，持续释放青花汾酒的头部效应，强化塑造腰部产品，推动青花系列等中高端产品稳步增长。
2022	“固根本、稳预期、利长远”	一是以青花 20 汾酒为发展基准线，向上提升青花 30、青花 40 产品的档次和规模，推动青花汾酒全系列产品市场占有率的重大突破；二是以玻汾为发展基准线，扩大清香消费群体，拉动老白汾等腰部产品的全面发展。
2023	青花基准线向 30 升级	持续推动青花系列基准线由青花 20 向青花 30·复兴版升级转变。
2024	践行市场纲领，着力推动品牌协同、科学营销	做好五方面工作：一是清香酒培育市场增加玻汾投放，持续营造清香白酒消费氛围，清香酒成熟市场玻汾以稳量为主，持续向上提升产品结构；二是青花 20 作为百亿大单品，必须“又快又好”进行更大突破；三是青花 30 及以上产品要形成“人力资源、物质资源、精神文化”三位一体模式，探索打造符合高品质生活场景文化、消费文化的成功发展模式；四是杏花村酒抓住“诗酒第一品牌”战略定位，向上突破，竹叶青酒以“消费端带终端”超前发展模式，做好消费者培育；五是科学做营销，用系统发展观进行全面复盘，实现营销工作的更大突破。

资料来源：公司公告，酒业家，国海证券研究所

青花 20 动销反馈良好，升级版正式面世，百亿大单品实现在即。据酒说报道，2024 年春节旺季期间，在其他次高端白酒普遍承压的情况下，部分市场青花 20 的动销表现和水晶剑一样，依然是 400-500 元价格带的大单品，消费者认可度高，过年礼赠和大众宴请用量较多。2024 年 6 月举办的汾酒销售公司经销商大会上，全新升级的青花 20 正式上市，不仅在外观包装设计上做出调整，而且在瓶盖内部嵌入了 RFID 芯片，支持 NFC 读取功能，全面加入汾酒“五码合一”系统，有利于公司进一步加强对渠道及价格体系的管控。我们认为青花 20 后续将充分受益于 300-500 元价格带的扩容升级，稳步朝着百亿大单品的目标迈进。

图 56：青花 20 全新升级



青花20瓶身设计以中国传统水墨风格为主。

青花20瓶盖运用靛青晕染手法，呈现出从青花到白瓷的自然过渡。

为增强瓶盖的安全性，增加了防拔钢圈。瓶盖内嵌RFID芯片，支持NFC读取功能。消费者可通过手机轻松查询产品的真伪、生产日期等信息，同时便于产品追溯管理。

资料来源：茂盛战略设计，国海证券研究所

青花 30·复兴版扛起汾酒高端化的大旗。青花 30·复兴版 2020 年 9 月推出，正式迈开了汾酒品牌高端化道路的第一步。汾酒 2023 年度股东大会上，公司提出在营销打法上要将青花 20 与青花 30 的包装做出明显区隔，在视觉感受上给予消费者更为清晰的认知。随着公司持续推动青花系列的基准线由青花汾酒 20 向青花汾酒 30·复兴版升级，我们认为青花 30 将在高端白酒市场为公司贡献新的增量。

图 57：青花 30 复兴版上市发布会



资料来源：汾酒销售公司

图 58：青花 30 复兴版·华润 Ole'首发签约仪式



资料来源：山西省酒业协会

巴拿马+老白汾：力挺腰部，集中发力。2023 年以来，白酒行业价格带分化进一步加剧。商务需求或受经济疲软影响，表现不及预期，但大众消费韧性较强，100-300 元价格带表现较好。公司腰部产品巴拿马+老白汾两大系列主要布局该价格带，有着突出的价位优势。据公司 2023 年股东大会，2024Q1 两大系列的产品增长符合预期，公司将成立专业化的指导小组，下半年会加大推广力度。2024 年 6 月的汾酒全国经销商大会上，公司推出了改造升级版老白汾 10 年、15 年、20 年以及老白汾醇柔。一直以来，公司在高端/次高端与高线光瓶酒市场收获颇丰，但腰部核心价格带却不温不火，本次大会突出公司做大做强腰部大单品的战略意图。我们认为今年老白汾将集中发力，叠加汾酒名酒势能，有望成为公司所有品类中增速最快的系列之一，亦有可能成为继青花、玻汾后着力打造的第三款（系列）超级单品。

图 59：升级版老白汾 10 年



资料来源：酒业家

图 60：老白汾 10 年在瓶标上全新原创的插画设计



资料来源：酒业家

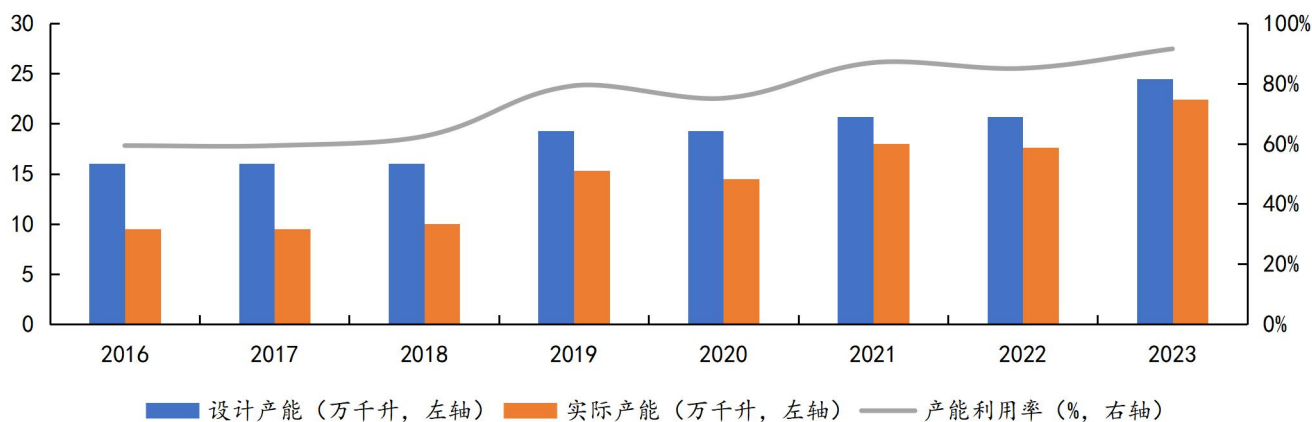
玻汾：依靠品牌+品质优势筑基培育清香消费人群，产能扩张奠定增长基础。当前光瓶酒赛道的竞争已从单一的拼渠道、拼组织的低层次竞争升级为品牌、品质、数字消费的全方面的资源性竞争。玻汾作为老牌光瓶酒的代表，从品牌力、产品力两个维度牢牢占据市场。白酒头部品牌前十名中，汾酒是最早完成5万吨级以上产能的名酒企业，也是最早进入10万吨级产能的公司之一。公司较大一部分产能投放给玻汾所处价位段，“主线产能”保障了玻汾的“主线品质”，而“主线品质”也将助力玻汾持续发挥筑基培育清香消费人群的作用。随着公司产能扩张，我们认为未来在公司整体控量的策略下，玻汾将呈现稳中有进的态势，如果放量，完全具备冲刺“百亿级”实力。

表 22：2023-2027 年光瓶酒竞争格局及发展趋势

价格带	50-80 元				100-150 元			
市场容量	1000 亿元				1000 亿元			
	份额	趋势	代表产品	优势	份额	趋势	代表产品	优势
浓香	35%	维稳	尖庄荣光	品牌集群	35%	增长	老窖黑盖	品牌集群
清香	50%	略降	玻汾	品牌+口感	35%	增长	献礼版玻汾	领袖品牌强大
酱香	3%	无增长	无	成本高无优势	10%	百元酱酒起势	/	品类性价比
融合兼香	12%	增长	绿西凤	香型风格融合	20%	增长	/	品牌集群

资料来源：云酒头条，白酒啤酒头条，国海证券研究所

图 61：公司产能持续扩张，产能利用率不断提升，奠定增长基础



资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 23：2010 年以来公司产储能扩建项目梳理

公告时间	预计投产时间	项目名称	项目投产后新增产能
2010 年 4 月	2011 年	3800 吨/年原酒技改项目	年增 65 度原酒生产能力 3825 吨
2012 年 4 月	2015 年	保健酒扩建项目	6 万吨/年商品竹叶青保健酒，6 万吨/年商品汾酒
2021 年 7 月	2023 年	新增原酒产能、储能项目	新增 1 万吨原酒产能项目，新增 5.88 万吨原酒储能
2022 年 3 月	2025 年	汾酒 2030 技改原酒产储能扩建项目（一期）	预计新增年产原酒 5.1 万吨，预计新增原酒储能 13.44 万吨

资料来源：公司公告，国海证券研究所

3.3.2、市场层面：全国化布局稳步推进，长江以南市场贡献未来第二增长曲线

全国化布局策略持续迭代，长江以南市场高速增长。2018 年公司提出“13320”市场布局。2019 年 12 月举行的“汾酒·竹叶青长三角珠三角重点市场营销工作推进会”上，公司制定了长三角、珠三角五省“作战计划”：江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 省 35 城被汾酒划定为长江以南核心市场重点布局，计划实现“三年平均增速超 50%”等目标。

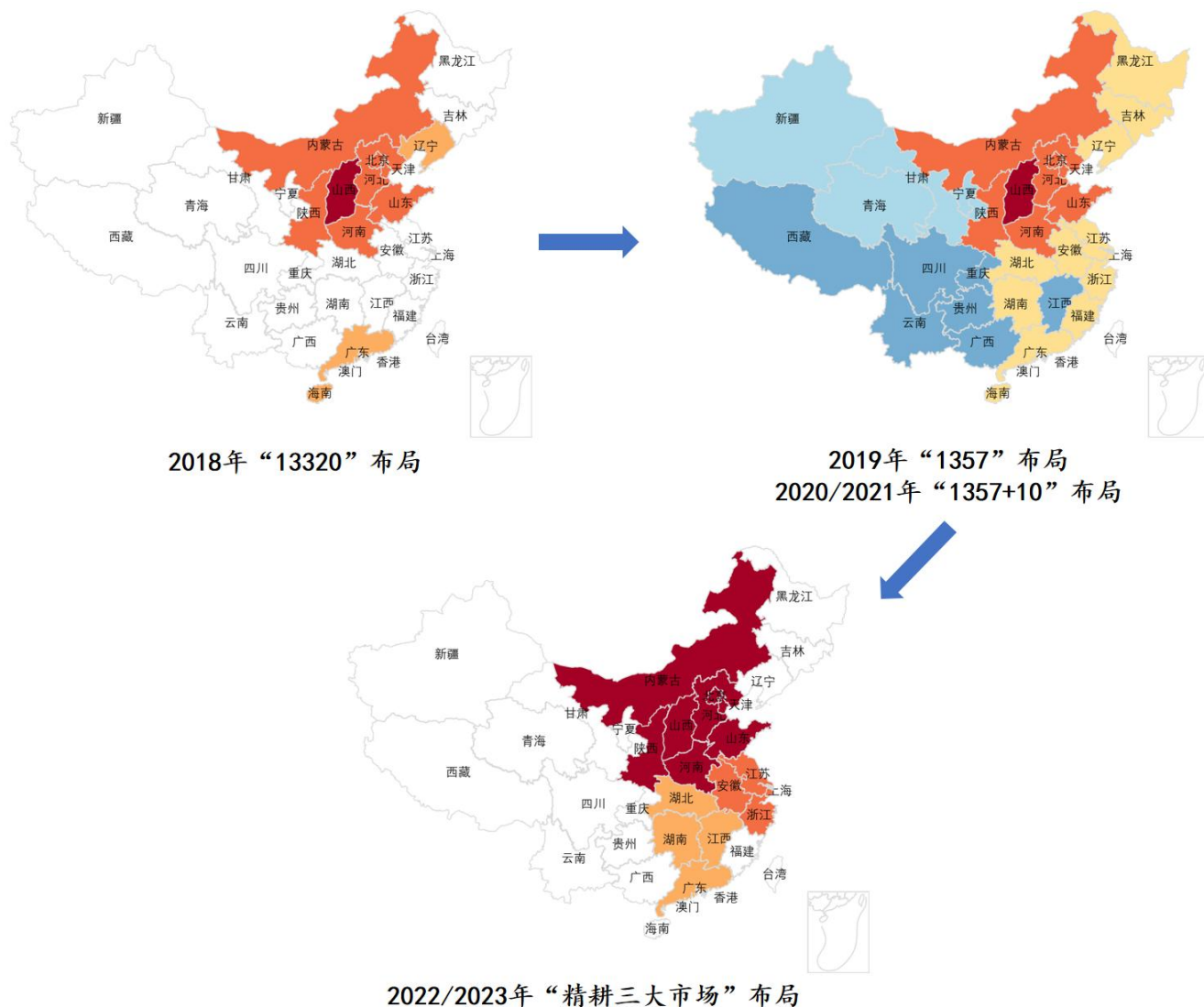
表 24：公司长三角、珠三角五省“作战计划”

市场	定位	计划内容
江苏	“一线白酒会战市场”	重点聚焦苏州、泰州、无锡、徐州、盐城、扬州等城市，构建据点、全面布商、培育核心产品，快速提高市场占有率。
上海	“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	“规模潜力市场”	聚焦杭州湖州、金华等城市，重点打造平台运作样板市场。
安徽	“品牌占位市场”	聚焦合肥、滁州等城市，稳步实现品牌渗透、招商建网的目标。
广东	“沿海经济发达市场”	聚焦广州、深圳、东莞、珠海四大核心市场，以基础建设、招商育商为切入点，通过圈层培育渗透围攻，拉动品牌在大湾区崛起。

资料来源：云酒头条，国海证券研究所

2019-2021 年，公司相继提出“1357”以及升级版的“1357+10”市场战略。其中“1、3”是巩固山西+京津冀、鲁豫、陕内蒙古等山西和环山西的传统势力范围，“5”的核心目标是加大拓展江浙沪皖、粤闽琼、两湖、东北、西北等五大区域，“7+10”则是加快川、滇、渝、桂、黔、赣、藏 7 个机会型市场拓展速度，以及布局 10 个直属管理区。2022 年公司提出要持续优化市场布局，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”，为汾酒全国化市场布局奠定扎实基础。

图 62：公司全国化市场布局演变流程



资料来源：公司公告，酒业家，酒说，证券市场周刊，君度商业观察，国海证券研究所

表 25：公司全国化布局策略梳理

时间	策略名称	策略内容
2018	“13320”	<p>“1”：指山西大本营市场；</p> <p>第 1 个“3”：指豫鲁板块、内蒙陕西板块、华北板块；</p> <p>第 2 个“3”：指辽宁、广东、海南 3 个亿元以上市场，广东以高价位青花为突破口，深圳也是汾酒的进攻点，这些区域 2018 年已新增 198 家经销商，接下来会和深圳经销商进行品牌合作；</p> <p>“20”：指其他 20 个市场，在每个区域的小规模市场打大规模战役，已经有很好的成效，比如新疆乌鲁木齐、宁夏银川、湖北襄阳等地，深耕细分市场后，和消费者的沟通更加精准和科学。</p>
2019	“1357”	<p>在巩固“1+3 板块”（即山西市场、京津冀板块、鲁豫板块、陕蒙板块）市场的基础上略有增长，适度加大“5 小板块”（江浙沪皖板块、粤闽琼板块、两湖板块、东北板块、西北板块）市场的拓展力度，加快 7 个机会型市场（四川、云南、重庆、广西、贵州、江西、西藏）的拓展速度。</p>

2020/2021	“1357+10”	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（安阳、信阳、驻马店、青岛、菏泽、唐山、邯郸、榆林、蒙东、深圳）”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，长江以南核心市场增速均超50%，江、浙、沪、皖、粤等市场实现高速增长，省外市场占比持续上升。
2022/2023	精耕“三大市场”	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（山西+环山西）、华东（长三角）、华南（珠三角+两湖+江西）这“三大市场” ，全方位、全要素统筹专项资源，激活内生动力，保持汾酒在三大市场的品牌优势，为汾酒全国化市场布局奠定扎实基础。

资料来源：公司公告，酒业家，酒说，证券市场周刊，君度商业观察，国海证券研究所

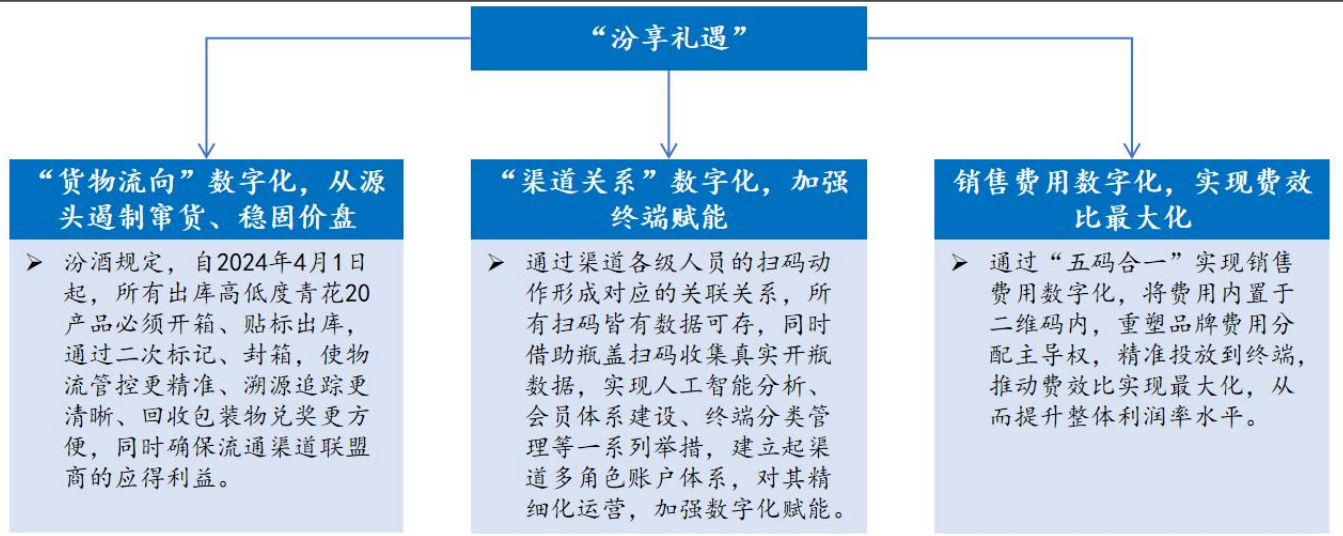
长江以南市场将贡献公司未来第二增长曲线。2023年以来，公司加大长江以南市场选商、优商、扶商工作力度，加大消费者互动，提高终端覆盖率，长江以南核心市场高速增长。在广东等重点市场，青花系列持续破圈，在山西人固定圈层之外，更多走入商务宴请场景，随着全国化市场拓展，汾酒带动“清香热”进一步延展。据公司公告及酒业家报道，2023年公司10亿元级市场持续增加，已突破7个，其中：**1）核心省外市场：2023年河南、山东营收已超20亿元；2）长江以南核心市场：2023年同比增长超30%。**我们预计随着公司全国化布局推进，长江以南市场将以高增速贡献新增长极。

3.3.3、渠道层面：渠道精细化程度不断加深，汾享礼遇放大C端红利

“汾享礼遇”放大C端红利，数字化手段赋能渠道管理水平。公司坚持长期主义，维护渠道价盘，保护各环节渠道利润是未来保持高质量发展的重要举措。2023年10月起，公司全面推行新的渠道模式和控盘分利模式——“汾享礼遇”，获得了渠道合作伙伴的一致认可。在该模式下，酒厂每季度会对合作经销商的销售情况进行收集整理，数字化上传至终端，再逐一针对性给予补贴，并规定下季度利润细则。此举意在统一全国汾酒价格，阻断异地卖酒乱象，将市场主动权攥回酒厂。为保障该模式的规范推进，汾酒与美团、顺丰等第三方企业达成合作，确认经销商与烟酒店等上报数据的真实性，再借助瓶盖扫码收集真实开瓶数据，从而实现人工智能分析、会员体系建设、终端分类管理等一系列举措。

我们认为，“汾享礼遇”是在五码合一的基础上，通过数字化手段使得公司费用投放更加科学可控，降低厂商博弈成本，更好地服务C端消费者，有效保障了公司产品价盘稳定并促进终端动销。

图 63：“汾享礼遇”模式的落地效果



资料来源：数字化星球，国海证券研究所

图 64：公司“汾享礼遇”答谢会



资料来源：酒食汇，新天园广告，国海证券研究所

4、盈利预测与评级

我们认为公司是为数不多的能够同时在次高端、中高端和百元以下光瓶酒等各个价位均形成较大体量的酒企，且汾酒强大的品牌力是其在白酒行业内卷激烈的存量时代保持有效增长的关键。未来 3-5 年我们继续看好次高端扩容升级大趋势，随着青花系列产品结构升级推动量价齐升，预计公司未来将进一步巩固并扩大其在次高端、光瓶酒双重价格带的竞争优势。市场渠道方面，公司将进一步深化并引领全国“清香热”浪潮，随着公司在长江以南市场实现有效突破，愈发完善的全国化布局将助力公司行稳致远。我们维持公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 386.33/463.60/551.69 亿元，归母净利润分别为 130.81/159.95/192.80 亿元，EPS 分别为 10.72/13.11/15.80 元，对应 PE 分别为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。

表 26：分产品盈利预测（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
汾酒	30,109	36,652	44,193	52,814
YoY	25%	22%	21%	20%
配制酒	1,200	1,326	1,476	1,628
YoY	-20%	11%	11%	10%
系列酒	434	460	486	512
YoY	-15%	6%	6%	5%
其他业务	185	195	204	215
YoY	7%	5%	5%	5%
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,928	38,633	46,360	55,169
YoY	22%	21%	20%	19%
营业成本	7,884	9,225	10,885	12,736
YoY	22%	17%	18%	17%
归母净利润	10438	13,081	15,995	19,280
YoY	29%	25%	22%	21%
毛利率	75.3%	76.1%	76.5%	76.9%

资料来源：Wind，国海证券研究所

5、风险提示

- 1) **消费力下行抑制行业需求。**购买力下降时消费者可能会减少非必需品的支出，白酒作为一种可选消费品，在经济压力增大时往往首先受到影响，消费者可能会减少饮酒的频率和数量，从而导致白酒行业的总需求下降。
- 2) **市场竞争加剧导致费用提升。**当下白酒市场竞争加剧，公司为维持或扩大市场份额，不得不增加广告宣传和渠道返利力度，从而导致营销费用增加。
- 3) **省外拓展或动销情况不及预期。**公司省外扩张可能面临地产酒品牌竞争，营销和销售团队的执行力度不够等问题，导致产品在省外市场的知名度和销量未达到预期水平，整体业绩受到影响。
- 4) **经济大幅波动致高端白酒价格下滑，挤压次高端需求。**经济的剧烈波动导致了高端白酒市场的价格出现下滑，不仅影响公司高端产品的销售，同时也可能会对次高端白酒产品需求产生挤压效应。
- 5) **食品安全风险。**食品安全问题曾对白酒行业产生显著影响，若再发生新的食品安全事件，公司业绩可能会遭受影响。

附表：山西汾酒盈利预测表

证券代码：	600809				股价：	183.42	投资评级：	买入	日期：	2024/08/05
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值		2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标					
ROE	37%	38%	38%	37%	EPS		8.56	10.72	13.11	15.80
毛利率	75%	76%	77%	77%	BVPS		22.82	28.05	34.44	42.21
期间费率	14%	14%	14%	14%	估值					
销售净利率	33%	34%	35%	35%	P/E		26.95	17.11	13.99	11.61
成长能力					P/B		10.11	6.54	5.33	4.35
收入增长率	22%	21%	20%	19%	P/S		8.82	5.79	4.83	4.06
利润增长率	29%	25%	22%	21%						
营运能力					利润表（百万元）					
总资产周转率	0.79	0.80	0.81	0.84	营业收入	2023A	2024E	2025E	2026E	
	82505.88	74165.4	59095.2	66391.1	营业收入	31928	38633	46360	55169	
应收账款周转率		9	7	1	营业成本	7884	9225	10885	12736	
存货周转率	0.74	0.72	0.72	0.72	营业税金及附加	5832	6568	7881	9379	
偿债能力					销售费用	3217	4057	4636	5517	
资产负债率	36%	35%	30%	27%	管理费用	1202	1545	1867	2096	
流动比	2.28	2.42	2.81	3.18	财务费用	-8	-8	-12	-14	
速动比	0.36	0.63	0.87	1.18	其他费用/（-收入）	88	89	113	135	
					营业利润	14224	17663	21642	26097	
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-19	2	-5	-5	
现金及现金等价物	3825	8172	12347	18003	利润总额	14205	17665	21637	26092	
应收款项	0	1	1	1	所得税费用	3747	4508	5564	6721	
存货净额	11573	13876	16222	18991	净利润	10459	13157	16072	19370	
其他流动资产	19210	20598	20531	21278	少数股东损益	20	77	77	91	
流动资产合计	34608	42646	49101	58273	归属于母公司净利润	10438	13081	15995	19280	
固定资产	1926	2166	2381	2570	现金流量表（百万元）					
在建工程	829	1056	1345	1644	经营活动现金流	7225	12519	13705	16695	
无形资产及其他	6638	7062	7814	8569	净利润	10438	13081	15995	19280	
长期股权投资	94	109	121	134	少数股东损益	20	77	77	91	
资产总计	44096	53039	60762	71191	折旧摊销	604	681	687	729	
短期借款	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	
应付款项	2893	3075	3326	3538	营运资金变动	-2881	-1017	-2428	-2658	
合同负债	7029	8499	7418	7613	投资活动现金流	-10220	-3440	-4450	-3350	
其他流动负债	5224	6060	6742	7193	资本支出	-482	-1771	-1949	-1977	
流动负债合计	15147	17634	17486	18344	长期投资	-10094	-2171	-3132	-2124	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他	356	502	631	752	
其他长期负债	674	674	674	674	筹资活动现金流	-4432	-6889	-8200	-9800	
长期负债合计	674	674	674	674	债务融资	0	-187	0	0	
负债合计	15821	18308	18160	19018	权益融资	0	0	0	0	
股本	1220	1220	1220	1220	其它	-4432	-6702	-8200	-9800	
股东权益	28275	34730	42603	52173	现金净增加额	-7426	2190	1055	3545	
负债和股东权益总计	44096	53039	60762	71191						

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。