



山西汾酒 (600809.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

再论汾酒势能与全国化潜力

投资逻辑

公司是 2016 年至今周期内规模跃升最快的酒企，我们认为其核心优势在于拥有开放且持续迭代的学习型组织。公司在行业发展过程中借鉴优秀的营销理念与打法并融会贯通，充分发挥了汾酒的品牌优势与香型差异化优势，直至当下渠道势能仍首屈一指。

两轮核心转型复盘：完成从战略战术到体制机制的变革。1) 2008 年前后公司推进品牌&渠道等系列变革，强化自营、推进渠道扁平化，从生产商角色逐步转型构筑自身营销框架。2) 2017 年起公司紧扣国企改革主线，系统推进体制机制改革，包括强化契约化管理、施行系统化授权、加码市场化激励等，有效补足营销短板。

产品与区域策略梳理：四轮驱动推进全国化。公司目前已形成“玻汾、老白汾、青花 20、青花 26/30 组合”的四轮驱动产品架构，省内主抓结构升级，省外以“玻汾+青花 20”组合高效外推。公司全国化始终沿着“山西—环山西—长江以南”的路径做涟漪式外拓，步步为营，按阶段、分梯度推进全国化，目前省外占比已超 60%，持续构建“一轮红日、五星灿烂、清香天下”市场布局。

践行复兴纲领，公司增长潜力充足。公司天花板不止于此，中期规模上看 500 亿+，具体拆解：1) 产品端：玻汾系列 120 亿，腰部老白汾&巴拿马 180 亿，青花 20&25 200 亿，青花 26&30 等高端品持续打开空间。2) 区域端：省内 >150 亿，环山西板块（京津冀、鲁豫、陕蒙）市占率上看 8%（180 亿），新兴板块（江浙沪皖、湘赣鄂、粤闽琼）市占率上看 4.5%（120 亿），薄弱板块（云贵川、黑吉辽等）市占率上看 2%（50 亿）。

投资建议：短期行业景气波动不改公司中长期稳中向好的发展态势，公司已形成根基扎实的基地市场与优势市场，相对竞争优势突出，品牌势能持续上行。目前公司估值处于周期底部区间，我们看好中期内需复苏对白酒消费情绪与消费力的传导，β改善带动成长性溢价可期、估值修复空间充裕，持续推荐。

盈利预测、估值和评级

我们预计 25~27 年归母净利分别 125.8/135.2/152.0 亿元，同比分别+2.8%/+7.5%/+12.4%；当前股价对应 PE 分别为 17.4X/16.1X/14.4X。参考可比公司估值，给予公司 25 年 21 倍 PE，对应目标价 216.58 元，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，禁酒令等政策风险，全国化外拓不及预期，食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：179.00 元

目标价 (人民币)：216.58 元

相关报告：

- 《山西汾酒公司点评：业绩稳健落地，强品牌势能驱动增长》，2025.4.30
- 《山西汾酒公司点评：Q3 业绩符合预期，经营质量扎实》，2024.10.31
- 《山西汾酒公司点评：Q2 产品节奏扰动，消费势能仍占优》，2024.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,928	36,011	37,296	39,998	44,033
营业收入增长率	21.8%	12.8%	3.6%	7.2%	10.1%
归母净利润(百万元)	10,438	12,243	12,582	13,523	15,204
归母净利润增长率	28.9%	17.3%	2.8%	7.5%	12.4%
摊薄每股收益(元)	8.6	10.0	10.3	11.1	12.5
每股经营性现金流净额	5.9	10.0	9.3	10.4	11.9
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.5%	35.2%	31.6%	29.9%	29.7%
P/E	27.0	18.4	17.4	16.1	14.4
P/B	10.1	6.5	5.5	4.8	4.3

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

引言.....	4
一、历史转型复盘：完成从战略战术到体制机制的变革.....	4
1.1 2008 年：重塑秩序，推进品牌、产品、渠道等维度的营销转型.....	4
1.2 2017 年：破除体制机制桎梏，推进品牌内生势能加速释放.....	5
二、践行汾酒复兴，产品四轮驱动下推进全国化 2.0.....	11
2.1 产品策略：四轮驱动架构已成型，加码文化营销拔升品牌高度.....	11
2.2 区域策略：涟漪式外拓，构建“一轮红日、五星灿烂、清香天下”布局.....	19
三、盈利预测与投资建议.....	24
四、风险提示.....	28

图表目录

图表 1：1998、2008 年公司营业收入阶段性下滑.....	4
图表 2：1998、2008 年公司归母净利率阶段性回落.....	4
图表 3：白酒板块重点标的 2008~2012 年收入&利润端复合增速梳理.....	5
图表 4：2016 年山西原煤产量明显回落.....	6
图表 5：2012~2015 年煤炭价格持续回落.....	6
图表 6：汾酒集团《2017 年度经营目标考核责任书》中年度考核指标及权重.....	6
图表 7：汾酒集团《三年任期经营目标考核责任书》中 2017~2019 年考核指标及权重.....	7
图表 8：汾酒集团《2017 年度经营目标考核责任书》中权力下放、激励机制方面内容梳理.....	7
图表 9：公司 2018 年限制性股票激励计划梳理.....	8
图表 10：2018 年山西汾酒混改进程梳理.....	9
图表 11：2020 年公司少数股东损益大幅降低.....	9
图表 12：2019~2020 年公司关联交易明显改善（亿元）.....	9
图表 13：汾酒集团整体上市相关进程梳理.....	10
图表 14：白酒板块重点标的 2016~2019 年收入&利润端复合增速梳理.....	10
图表 15：2001~2008 年公司产品策略梳理.....	12
图表 16：2023 年公司新增租赁合同，使用权资产及租赁负债余额大幅提升.....	13
图表 17：2023 年末公司租赁负债余额明细（亿元）.....	13
图表 18：2009~2013 年公司产品策略梳理.....	13
图表 19：2014~2018 年公司酒类业务分产品营收（亿元）.....	14
图表 20：2016~2018 年公司低价白酒营收增速相对较高.....	14
图表 21：2015~2019 年公司产品策略梳理.....	15



图表 22:	2020~2024 年青花系列营收及增速测算.....	16
图表 23:	2024 年青花系列内部产品结构拆分预测.....	16
图表 24:	2020~2024 年腰部产品营收及增速测算.....	17
图表 25:	2020~2024 年玻汾品系营收及增速测算.....	17
图表 26:	2018~2024 年公司成品酒产能梳理.....	18
图表 27:	2018~2024 年公司库存情况梳理.....	18
图表 28:	2020 年至今公司产品策略梳理.....	18
图表 29:	2002~2024 年公司省内外营收占比梳理.....	19
图表 30:	公司 2024 年分区域营收及市占率测算.....	20
图表 31:	2017~2021 年公司全国化成果梳理.....	21
图表 32:	2001 年至今公司市场布局策略梳理.....	21
图表 33:	2016~2024 年公司省内外经销商数量梳理.....	22
图表 34:	2016~2024 年公司省内外经销商平均营收梳理.....	22
图表 35:	2003~2024 年公司前五大客户销售占比梳理.....	22
图表 36:	2015~2024 年公司渠道策略及成果梳理.....	22
图表 37:	青花 20 批价近期表现平稳.....	23
图表 38:	青花 20 与老白汾 10 已导入扫码红包.....	23
图表 39:	2020~2024 年清香白酒市场规模持续增长.....	24
图表 40:	2024 年清香白酒各产区规模梳理.....	24
图表 41:	2016 年至今公司营业收入复合增速位于行业领先水平.....	25
图表 42:	2021 年至今公司相较 SW 白酒指数超额收益复盘.....	25
图表 43:	2011~2016 年白酒指数、全 A 综指走势及关键事件梳理.....	26
图表 44:	2015~2021 年白酒内部各子板块累计涨跌幅梳理.....	26
图表 45:	公司所处吕梁是清香白酒核心产区，围绕产区、产品力的营销大有可为.....	27
图表 46:	公司汾酒主品牌中期规模空间测算.....	27
图表 47:	目前公司 forward PE 处于 2016 年至今约 2%分位，中枢约 35X.....	28
图表 48:	公司及可比标的盈利预测.....	28



引言

公司是 2016~2024 年营业收入与归母净利增速最快的上市酒企，也是 2016 年至今股价涨幅最高的酒企。即使当前行业景气承压，多地渠道反馈公司品牌势能仍在上行。

本文首先回顾了公司战略层面的两次重要变革：2008 年前后的变革使公司由生产商转向营销体系构建；2017 年起的变革让公司突破体制机制桎梏，推进营销市场化并确立文化营销主线。其次，本文从战术层面梳理了产品与区域策略的演进，公司在迭代中已找到稳健且高效的全国化路径，品牌认知持续提升。

我们认为，公司核心优势在于守正创新，拥有开放且持续迭代的学习型组织。历届管理层勇于突破，在白酒行业发展过程中不断借鉴先进的营销思路与打法，充分发挥公司老名酒的品牌优势、清香型的差异化优势，持续看好“中国酒魂，清香世界”愿景的逐步实现。

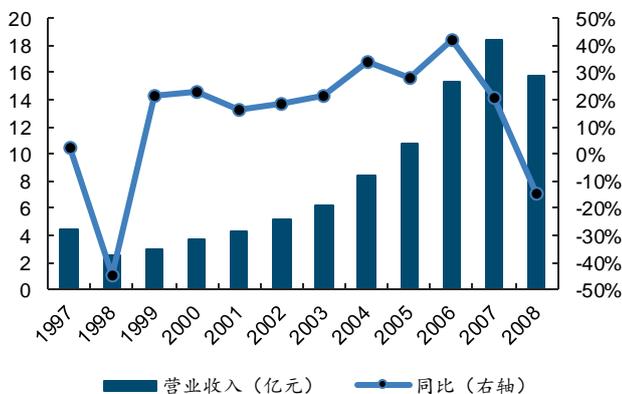
一、历史转型复盘：完成从战略战术到体制机制的变革

1.1 2008 年：重塑秩序，推进品牌、产品、渠道等维度的营销转型

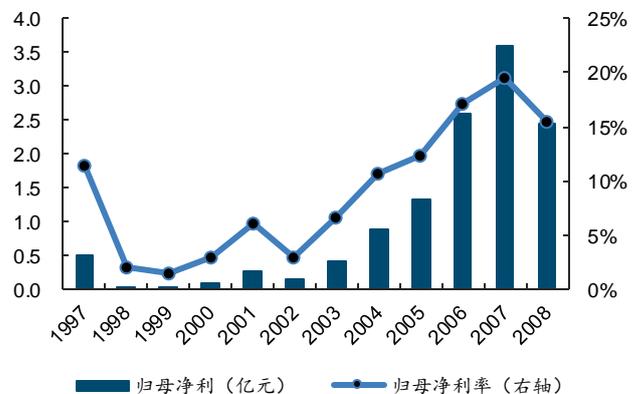
公司于 2008 年前后围绕品牌、渠道等维度推进系列变革，该节点标志着公司开始构筑自身营销框架、由白酒生产商的角色逐步转型。回溯此前公司的发展状态，1998 年爆发于山西朔州区域的食品安全事件对公司经营发展造成显著扰动，当年公司营收同比-45%、归母净利同比-90%，归母净利率骤降至 2%。

同期，五粮液自 1996 年起推出 OEM 授权贴牌模式，借势加速扩张，1996、1997 年其营业收入分别同比+43%、+68%。置身此产业背景，公司于 1999 年积极实施重点品牌的买断经营、经营重拾增长动能。2000 年公司提出“营销创新年”，工商联合开发模式逐步成型，充分借力渠道开展品牌与产品推广。依托此，公司营收规模自 1998 年的 2.5 亿元增长至 2007 年的 18.5 亿元、期内 CAGR 约 25%。

图表1：1998、2008 年公司营业收入阶段性下滑



图表2：1998、2008 年公司归母净利率阶段性回落



来源：I find，国金证券研究所

来源：I find，国金证券研究所

公司依托工商联合开发框架，以相对粗放的大流通模式进行渠道运作，外埠持续扩张中在 2007 年横生枝节：1) 省外核心市场河南的市场秩序受到假酒、跨区域窜货等冲击，渠道商积极性受挫、消费者品牌认知亦被削弱；2) “鸿运老白汾”的开发商恒利源因私造假酒被查处，公司品牌形象再受牵连。叠加同期全球金融危机等外部风险事件的冲击，2008 年公司营业收入同比-14%，归母净利同比-32%，公司亟需厘清发展思路。

2008 年，郑开源出任销售公司总经理（销售公司成立于 2002 年，股份公司持股 60%、集团持股 40%）；2009 年，李秋喜就任股份公司董事长，郑开源升任股份公司副总经理。伴随管理层大面积更迭，新任管理层全面启动营销改革，并与盛初咨询开展合作、助力公司营销体系重塑。具体而言：

- 产品端：强化自营产品主导权，削减工商联合开发品占比

1) 股份公司及汾酒集团启动工商联合开发品“瘦身”行动，2009 年前后、汾酒相关品牌数量由 1000 个以上削减至约 300 个。

2) 确立“自营产品为主、开发产品为辅”的产品策略，2009 年时明确提出“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。”

3) 厘清“老白汾+青花瓷+国藏汾酒”的产品架构，理顺各品系价格定位及流通端价格体系。2008年3月公司对部分产品提价约8%，4月对部分高端陈酿汾酒提价30%、部分中低端汾酒提价10%。

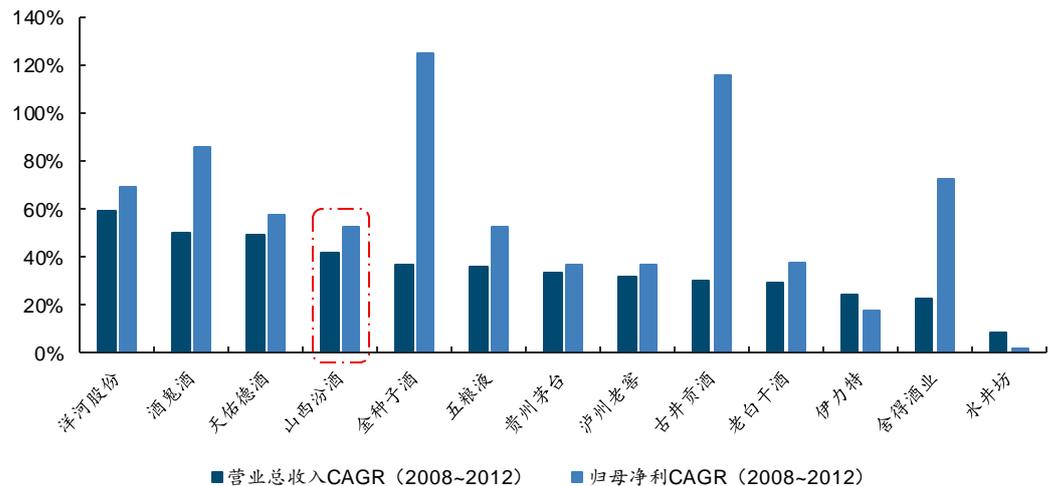
● 渠道端：梳理经销商体系，推进渠道扁平化

公司在渠道端的变革可概括为粗放式向精细化运营转型，省内外共同推进渠道扁平化，其中省外设立8个销售大区、缩短管理半径，省内则强化销售团队的主观能动性、加大销售团队对渠道运营管理的触及。同时，公司在恢复流通市场秩序过程中也对经销商体系进行梳理、优化经销商结构。

彼时，公司也推进了人事、劳动、薪酬等方面的制度改革，例如集团层级对部分处级干部开展岗位竞聘等，为后一轮体制机制的系统性变革奠定基础。回溯来看，在2010年初经销商大会上，李秋喜董事长明确“到2015年汾酒荣获巴拿马金奖100周年之际实现百亿发展目标，到2020年实现200亿元”的中长期发展规划，因此公司也加大了对产能建设的重视，原酒产储能等基础设施建设为公司此后做高端化、突破规模瓶颈构筑基石。

得益于行业β上行以及公司内外部改革成效释放，2008~2012年间公司营业收入、归母净利润CAGR分别达42%、53%，在行业内表现亮眼。整体而言，经过此轮改革，驱动公司实现持续成长的核心要素基本成型，包括推进文化营销战略拔升品牌高度、厘清产品架构、推进渠道扁平化等。

图表3：白酒板块重点标的2008~2012年收入&利润端复合增速梳理



来源：I find, 国金证券研究所

1.2 2017年：破除体制机制桎梏，推进品牌内生势能加速释放

自2017年起，公司紧扣国有企业改革主线、系统化推进体制机制变革，从根本上破除桎梏，以市场化运营思维对传统国企发展范式进行赋能，持续激活公司作为老牌名酒酒企所蕴蓄的内生势能、增强产业竞争力。后视视角来看，公司乘新一轮白酒景气度上行之势，大踏步践行“汾酒复兴”宏图，逐步实现“三分天下有其一”的发展蓝图。

回溯来看，公司彼时能抓住国企改革的契机也源于多重内外部机遇的碰撞：

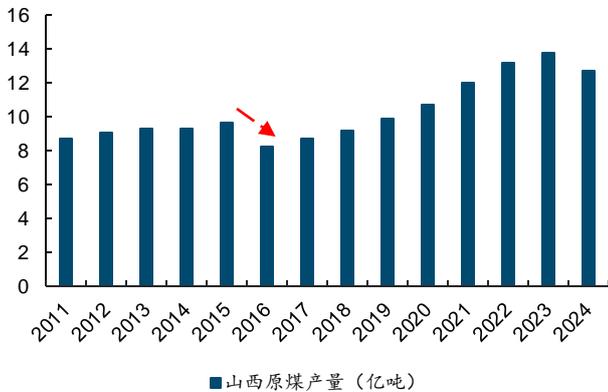
1) 山西省彼时产业结构相对单一，“一煤独大”、“一股独大”等特征显著。2016年2月，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，煤炭行业去产能倒逼山西加快产业结构优化。同年召开的山西省第十一次党代会上明确指出：“山西国企改革已经到了非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行的历史关口”。由此，2017年山西省内国企改革工作步伐提速。

2) 从白酒产业层面来看，产业景气度自2016年起逐步恢复，主要源于：1. 地产周期上行，棚改货币化安置加速，泛商务需求改善预期渐起。2. 房价上行催生居民端财富效应。3. 居民收入提升带动消费情绪回暖，大众消费升级成为主叙事逻辑。同时，白酒行业具备“完全竞争领域”的特征，此前已有老白干酒、沱牌舍得等上市白酒酒企国企改革案例。

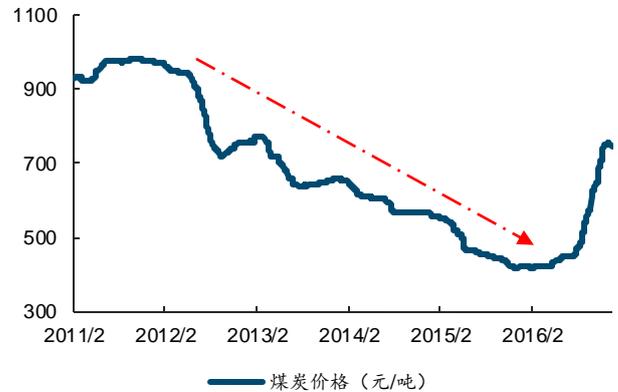


3) 公司层面，汾酒兼具“轻资产、无亏损、盘子小”的优势，管理层勇于担当、锐意进取。时任汾酒集团董事长李秋喜曾主导前述 2008 年前后公司的系列变革，此次也主动请缨，率先成为山西国企国资改革试点。

图表4: 2016 年山西原煤产量明显回落



图表5: 2012~2015 年煤炭价格持续回落



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

公司启动国企改革的标志性事件为 2017 年 2 月，时任汾酒集团董事长李秋喜与山西省国资委签订了《2017 年度经营目标考核责任书》《三年任期经营目标考核责任书》，后续公司陆续开展的混合所有制改革、员工股权激励、集团整体上市等举措均在该文件框架内推进。

我们认为责任书的内容可归纳为三部分：考核指标及权重、权利下放、激励机制。

1) 按照“对标先进”的原则，山西省国资委结合白酒行业的情况与特点，对标白酒行业前 10 名酒企，综合设定了多维度考核指标。其中，考核体系以经营指标为主，核心指标包括：汾酒集团 2017~2019 年酒类收入增速目标分别为 30%、30%、20%，酒类利润增速目标均为每年 25%。

作为参考，2016 年营业总收入高于 20 亿元的上市酒企中，2014~2016 年营业总收入 CAGR 最高的是泸州老窖、达 24.5%，同期公司营业总收入 CAGR 约 6.1%。此外，责任书也明确了具体改革任务（如积极推行员工持股改制试点、力推汾酒集团整体上市），并配套设置相关约束性指标。整体考核体系绝对指标与相对指标相结合，旨在激励公司加速发展。

图表6: 汾酒集团《2017 年度经营目标考核责任书》中年度考核指标及权重

指标体系	内容	分值	
基本指标	利润总额 (酒类)	10.48 亿元, 同比增长 25%	30 分
	营业收入 (酒类)	66.5 亿元, 同比增长 30%	30 分
	行业地位 (酒类收入排名)	不低于第七名	10 分
	市场增加值增长率 (MVA)	20%	5 分
	资产质量指标	不良资产率、资产负债率、或有负债比率好于行业良好值, 资产结构科学合理	5 分
辅助指标	净资产增长率	4.93%	5 分
	应收账款周转率	77 次	5 分
重大工作任务指标	完成省委、省政府企业改革重大工作任务。积极推行员工持股改制试点。任期内力推汾酒集团整体上市。	5 分	
约束性指标	完成省政府下达的年度节能指标。安全生产达标。无重大违纪违规行为。	5 分	
否决指标	杜绝重大生产责任事故。	-	

来源: 印象汾州, 国金证券研究所



图表7: 汾酒集团《三年任期经营目标考核责任书》中 2017~2019 年考核指标及权重

指标体系	内容	分值
基本指标	国有资本保值增值率 107.6%	40 分
	任期结束酒类营业收入达到 103.74 亿元	20 分
	任期结束酒类利润总额达到 16.38 亿元	20 分
	任期内三年考核结果, 资产质量及风险控制在合理范围内	20 分
重大工作任务指标	完成省委、省政府企业改革重大工作任务。积极推行员工持股改制试点。任期内力推汾酒集团整体上市。	-
约束性指标	完成省政府下达的年度节能指标。安全生产达标。无重大违纪违规行为。	-
否决指标	杜绝重大生产责任事故	-

来源: 印象汾州, 山西新闻网, 国金证券研究所

2) 在确定考核目标的同时, 山西省国资委按照“权责利统一、正向激励”的原则对汾酒集团授权经营, 下放经营班子的选聘权、考核权、薪酬管理权等在内八项权利, 推进市场化选聘。同时, 责任书对实际经营情况明确奖惩, 完成情况与企业工资总额直接挂钩。其中重点考核董事长, 若完不成年度经营业绩目标将解聘董事长, 若超额完成目标 25% 以上将给予董事长特别奖励。

整体而言, 责任书通过设立相对具备挑战性的目标以倒逼公司加速改革, 配套刚性奖惩体现契约化管理特征。在加压的同时国资委下放相关权利, 充分授权、放管结合, 并引入第三方审计和社会监督, 成为山西深化国资国企改革的重要标志。

图表8: 汾酒集团《2017 年度经营目标考核责任书》中权力下放、激励机制方面内容梳理

	内容
权力下放	决定公司的经营方针和投资计划
	决定公司的年度财务预算方案、决算方案
	决定转让公司财产
	决定公司除发行公司债券外的融资计划
	决定公司的资产减值准备核销
	备案公司批准的经济行为涉及的资产评估项目
	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
激励机制	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、薪酬管理权
	完成考核目标 (即得 100 分), 按照规定取得报酬。对超额完成目标 25% 以上的, 给予董事长特别奖励。完不成年度经营业绩目标, 解聘董事长。
	利润总额目标实现情况与企业工资总额挂钩。根据完成利润目标情况, 增加或减少企业工资总额。超过目标 30% 以内的, 按超过目标利润额的 10% 进行奖励; 超过目标 30~50% 的, 按 15% 进行奖励; 超过目标 50% 及以上, 按 20% 进行奖励。企业可在上述奖励额度内, 自主决定增加工资总额额度, 对员工进行奖励。未完成目标利润的, 相应扣减工资总额。完成目标任务 95~99% 的, 扣减工资总额预算 5%; 完成目标任务 90~94% 的扣减 10%; 完成目标任务不足 90% 的, 至少扣减工资总额的 15%, 最多不超过 30%。
	对由省委、省政府、省国资委任命的企业领导人员, 绩效年薪调节系数按省属企业的最高标准, 即 1.5 执行。鼓励由甲方任命的现有企业班子成员, 转化身份, 改由市场化聘任。对实行契约化的职业经理人, 按市场化原则确定薪酬。期间, 国家和省政府对企业领导人员薪酬政策如有调整, 按照对企业有利的原则执行。

来源: 印象汾州, 国金证券研究所



汾酒集团在改革执行中，着力下好“契约化管理、系统化授权、综合化指标、制度化约束、市场化激励”五步棋，推动“动力、效率、质量”三方面变革，重点内容包括：

● 强化契约化管理

汾酒集团与省国资委签订责任书后，随即召开营销单位责任书签订大会，以营销单位为试点，重新与 11 户涉及酒类经营的单位签订责任书（含股份公司、汾酒销售公司、国贸公司等）。同时，集团层面推行经理层任期制，董事会与管理层签订三年任期经营业绩责任书。

2017 年，汾酒集团实现酒类收入 70.76 亿元，同比+41.2%；酒类利润 14.72 亿元，同比+68.0%，均超额完成年度考核目标（酒类收入目标 66.5 亿元，酒类利润目标 10.48 亿元）。2018 年 2 月，汾酒集团召开 2017 年度经营目标责任书兑现大会，奖励 11 家酒类营销单位共 4200 万元（其中股份公司 1500 万元，销售公司 1000 万元）；单位负责人奖励金额占本单位奖励总额 40%，其他领导班子占 60%，兑现了“强激励”的理念。相对应地，也有未完成进度任务的省区经理等被免除职务，体现“硬约束”理念。

● 系统化授权，推行“组阁聘任制”

集团层面向各单位下放机构设置、人事调配、考核激励等 12 项权利，并在可量化考核的营销单位推行组阁聘任制：对全体科级以上干部先解聘再竞聘上岗，由一把手遴选经理层，经理层再选聘其他干部。

在汾酒集团与省国资委签订责任书的同时，集团调整销售公司管理层：由股份公司总经理常建伟兼任销售公司法人、书记和执行董事，原销售公司副总经理李俊升任销售公司总经理，原销售公司总经理刘卫华转任集团副总经理，这意味着股份公司与销售公司从体制上逐步实现产供销一体化。

销售公司在组阁聘任制改革中也首当其冲：2017 年 6 月，常建伟宣布解聘销售公司经理层、部门负责人等副处级干部，推进市场化组阁聘任，李俊获任销售公司总经理，张永踊等获任销售公司副总经理，销售公司 11 名经理层精简至 7 名。组阁聘任制改革也是集团层面推进人事、劳动、分配三项制度改革的体现，目的是提升组织效率与质量，解决责权利不匹配、不对等问题。

● 市场化激励，推进员工股权激励

一方面，汾酒集团在销售公司等单位实行模拟职业经理人制度，配套市场化薪酬体系、强化激励。

另一方面，责任书中重大工作任务指标明确要“积极推行员工持股改制试点”。2018 年 12 月，公司披露限制性股票激励计划草案，向 395 名高管、业务骨干等授予 568 万股，公司也成为山西省属上市国企中首家股权激励计划试点单位。从后视视角来看，该股票激励计划解除限售条件最终全部达成。

图表9：公司 2018 年限制性股票激励计划梳理

解除限售期	解除限售时间	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	自授予完成登记之日起 24 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	2019 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；以 2017 年业绩为基数，2019 年营业收入增长率不低于 90%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2019 年主营业务营业收入占营业收入的比例不低于 90%；	40%
第二个解除限售期	自授予完成登记之日起 36 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	2020 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；以 2017 年业绩为基数，2020 年营业收入增长率不低于 120%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2020 年主营业务营业收入占营业收入的比例不低于 90%；	30%
第三个解除限售期	自授予完成登记之日起 48 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	2021 年净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；以 2017 年业绩为基数，2021 年营业收入增长率不低于 150%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2021 年主营业务营业收入占营业收入的比例不低于 90%。	30%

来源：公司公告，国金证券研究所



此间“动力变革”贯穿始末，即体制机制改革。2017年，汾酒集团通过体制机制改革整体推进方案，明确了相关15项主清单、24项一级清单、35项二级清单，涵盖产权制度、法人治理等6项体制改革和目标驱动、市场导向等9项机制改革。其中，混合所有制改革与集团整体上市为标志性成果之一。

● 引入华润系作为战略投资者

2018年2月，汾酒集团引入华润系作为战略投资者，其与华创鑫睿、华润创业、联和基金签署股份转让协议，拟向华创鑫睿转让占股份公司总股本11.45%的股份。

华创鑫睿为华润创业控股子公司、持股占比80.62%，其发起设立的消费品产业基金联合基金一期持股占比19.38%。华润创业为华润集团在消费品、零售板块的战略业务单元，业务覆盖啤酒、软饮等板块。通过引入战投，一方面改善公司治理水平、提高经营效率，另一方面借力华润在零售数字化、渠道布局方面的资源与经验，持续优化营销打法。

汾酒集团与华润系的合作延续至今，2024年汾酒集团与华润创业签署深化战略合作协议。由于华创鑫睿中持股方联合基金一期面临基金到期退出安排，于2024年12月起陆续减持占公司总股本0.52%的股份。截至2025年一季度末，华创鑫睿持股占比为10.50%，目前尚未有股份转让计划。

图表10: 2018年山西汾酒混改进程梳理

时间	内容
2018年1月	《汾酒集团混合所有制改革框架方案》获得正式批复
2018年2月	汾酒集团与华创鑫睿、华润创业、联和基金签署股份转让协议，汾酒集团将以协议转让方式，将其持有的山西汾酒11.45%股份转让给华创鑫睿，每股转让价格为52.04元
2018年6月	汾酒集团与华创鑫睿股份转让协议完成过户登记，转让后汾酒集团持股占58.52%、华创鑫睿持股占11.45%
2018年8月	董事会审议通过《关于增补公司第七届董事会董事、独立董事的议案》，其中经华创鑫睿提名，确定陈朗、侯孝海为董事候选人，张远堂为独立董事候选人，后经股东大会审议通过

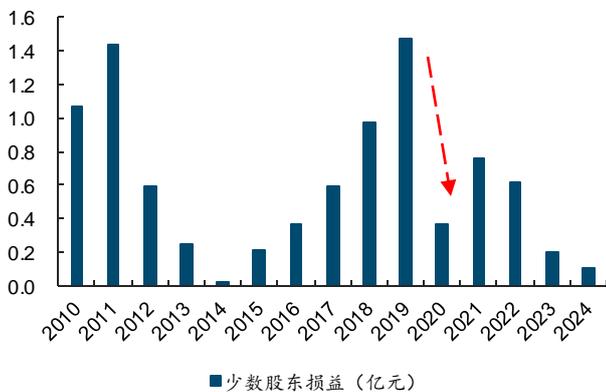
来源：证券日报，公司公告，国金证券研究所

● 推进汾酒集团整体上市

一方面，汾酒集团剥离山西男篮、汾酒商务中心等辅业资产。另一方面，公司收购集团所持相关酒类资产，包括销售端汾酒销售公司10%股权、发展区销售公司51%股权，生产端汾青酒厂等。至2019年末，汾酒集团资产证券化率达到92%、整体上市取得关键进展。同期，汾酒集团董事长李秋喜重回股份公司担任董事长。

2020年，公司进一步收购集团所持酒业发展区51%股权，股份公司与集团间关联交易显著下降，少数股东损益明显收窄。目前，公司少数股东损益主要来自非全资子公司发展区股份（中汾酒业持股49%），采购相关的关联交易主要系向联营公司万易达包装采购包装材料。

图表11: 2020年公司少数股东损益大幅降低



来源：Ifind，国金证券研究所

图表12: 2019~2020年公司关联交易明显改善 (亿元)



来源：Ifind，国金证券研究所



图表13: 汾酒集团整体上市相关进程梳理

时间	内容
2017年3月	汾酒集团召开整体上市工作启动会
2018年11月	全资子公司汾酒国贸以 9282.75 万元收购杏花村国贸部分资产, 收购完成后杏花村国贸将不再经营酒类商品销售和酒类商品进出口业务
2018年12月	以 12232.1 万元收购发展区股份公司所持发展区销售公司 51%股权
2019年3月	以 891.03 万元收购汾酒集团部分资产(房屋建筑物、构筑物及机器设备等固定资产) 以 9945.04 万元收购义泉涌公司部分资产(子公司金安商贸公司 80%股权, 汾玉商贸公司 31%股权及部分资产)
2019年6月	全资子公司汾牌公司以 2575.7 万元收购汾酒集团所持宝泉涌公司 51%股权 以 25817.84 万元收购汾酒集团所持汾酒销售公司 10%股权, 收购完成后汾酒销售公司成为股份公司全资子公司
2019年12月	以 19725.12 万元收购汾酒集团所持汾青酒厂 100%股权, 为保证所收购汾青酒厂资产的完整性、增强上市公司独立性, 以 12024.47 万元收购汾酒集团部分资产, 包括 90042 平方米土地使用权及房屋建筑物。 以 1194.95 万元收购汾酒集团所持竹叶青营销公司 10%股权, 收购完成后竹叶青营销公司成为股份公司全资子公司 以 1415.57 万元收购宝泉福利公司部分资产, 为保证所收购宝泉福利公司资产的完整性, 以 213.33 万元收购汾酒集团所持 9275 平米土地使用权、以 230.02 万元收购义泉涌公司部分资产
2020年11月	以 26520.85 万元收购汾酒集团所持酒业发展区公司 51%股权 将全资子公司汾酒商贸公司 100%股权无偿划转至全资子公司汾酒销售公司, 将全资子公司科技开发公司 100%股权无偿划转至全资子公司竹叶青公司。划转完成后, 汾酒商贸公司和科技开发公司由公司的二级全资子公司变更为公司三级全资子公司。

来源: 山西日报, 公司公告, 国金证券研究所

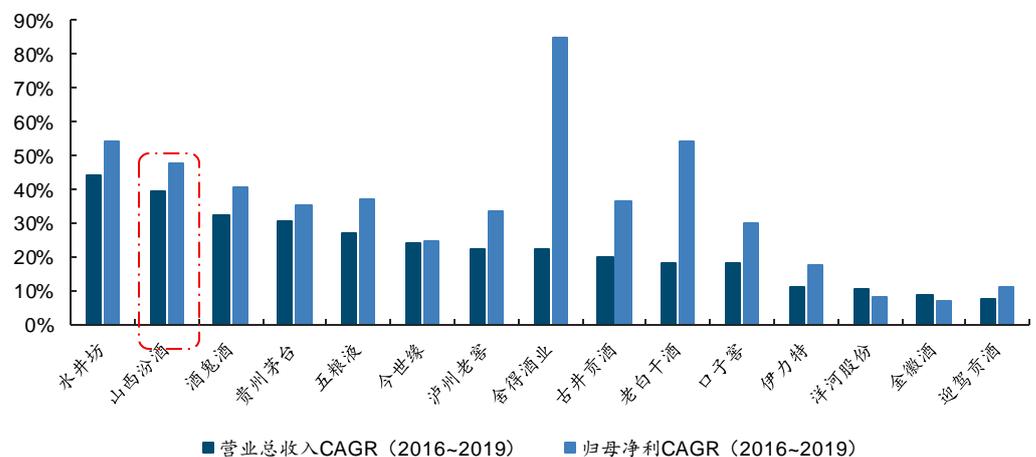
体制机制改革与市场化体系建设既带来机遇也伴随挑战。全方位的体制机制变革较充分地释放出公司长期积累的品牌势能, 汾酒集团与省国资委签订的责任书圆满完成。

2016~2019 年间公司营业收入、归母净利 CAGR 分别达 39%、47%, 2019 年公司营业收入突破百亿、销售过亿市场增至 17 个。即使有行业 β 加持, 公司呈现的成长性在百亿级酒企中仍独树一帜。

改革有效补足了公司的营销短板, 组阁聘任、市场化薪酬、“干部能上能下、人员能进能出、工资能高能低”的竞争激励机制等极大地激发了营销系统的活力。后视视角来看, 公司在省内外攻城略地切实落到了实处, 即使近几年行业 β 相对承压, 公司仍保持上行势能。

此外, 行业内自酱香热后清香品类逐步升温, 公司势能释放也推动了清香白酒产区化发展。后文所述的无论是产品策略还是区域策略的演变、优化, 均建立在上述体制机制变革的基础之上, 是从战术层面公司对如何实现更好更快发展命题的思考与尝试。

图表14: 白酒板块重点标的的 2016~2019 年收入&利润端复合增速梳理



来源: Ifind, 国金证券研究所



二、践行汾酒复兴，产品四轮驱动下推进全国化 2.0

战略层面，汾酒复兴的目标是推动公司高质量发展、又好又快地扎根中国酒业第一方阵。落实到战术层面，该部分系统地梳理了公司产品与区域策略的演变历史。整体而言，公司产品策略已完善为“玻汾、老白汾、青花 20、青花 26/30 组合”的四轮驱动架构；全国化外拓始终沿着“山西—环山西—长江以南”做涟漪式外拓，形成“玻汾+青花 20”高效外拓组合。至 2024 年，公司已形成 38 个亿元级市场，省外营收占比超 60%。

2.1 产品策略：四轮驱动架构已成型，加码文化营销拔升品牌高度

在产品策略方面，公司的战术演进主要围绕两个方面展开：一是产品架构的设计，即明确公司要卖什么产品；二是推广重心的动态调整，解决资源向哪里倾斜的问题。目前公司拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大知名品牌，其中汾酒为公司营收贡献的核心。在汾酒品牌内部，主要产品包括青花系列、巴拿马&老白汾系列、玻汾及其他，我们预计三者的营收占比分别约 46%、34%、21%，呈现“倒金字塔”式结构。

回溯历史，公司在较早期便已形成高中低端产品兼备的架构：1) 玻璃瓶汾酒是早期汾酒产品的主要瓶型，目前玻汾的雏形为 1986 年推出的粗瓶长旋盖玻璃瓶汾酒。2) 1982 年公司开启特质汾酒试制计划，同年老白汾酒立项，并于 1984 年正式上市。3) 1995 年公司推出 850ml 青花瓷汾酒（大兰花，包含 38 度和 53 度）、为青花汾酒的雏形，后在 1998 年推出 500ml 青花瓷汾酒（小兰花）、为青花 30 的前身。

在产品架构相对成型的背景下，公司产品策略的演变主要围绕推广重心展开，我们认为可概括为以下几个阶段：

● 千禧年之前，公司以大众化为主要推广方向

公司是较早重视产能建设的白酒酒企，叠加清香型白酒发酵周期短等生产工艺特征，公司早期产销量水平在行业内断档领先：1) 1951~1983 年，公司共进行五次扩建工程，产能自 200 吨提升至 8600 吨以上。2) 1985 年，公司产能达到 11500 吨以上、成为全国最大的白酒生产基地，占当时 13 种名酒产能的 50% 以上，利税也远高于贵州茅台、五粮液等头部酒企。3) 1992 年，公司启动“万吨汾酒技改工程”和“万吨酒库”建设，至 1994 年产能突破 2.6 万吨、位居全国第一。

1988 年，部分名烟名酒价格放开，汾酒、茅台、五粮液等 13 种名酒也在列。当时酒企决定价格策略还需结合相关政策导向：1) 1987 年，轻工业部等三部一委召开全国酿酒工业增产节约工作会议，提出“高度酒向低度酒转变、蒸馏酒向酿造酒转变、粮食酒向果类酒转变、普通酒向优质酒转变”的四个转变方针。2) 1989 年，中共中央办公厅、国务院办公厅下发关于在国内公务活动中严禁用公款宴请和有关工作餐的规定，明确“严禁用公款搞任何形式的宴请”、“不准用公款购买烟、酒”。

在彼时政策环境下，公司将玻璃装汾酒产品降价至 15 元（在名酒价格放开时公司将产品自 4.8 元提价至 30 元），执行“民酒”的定价策略，在后续政策环境放松后也未进行价格恢复。相伴随地，该时期公司作为“汾老大”也积累了较为广泛的群众基础。

● 2001 年消费税政策调整，形成“收缩低档、发力中高档”的产品策略

如前所述，1998 年山西朔州发生的食品安全事件对公司经营产生明显扰动，叠加前期系列产能建设落地，因此短期公司并不存在产能瓶颈问题，在 2000 年报中公司也明确“有相当的生产能力闲置，固定资产占用资金较多”。

基于上述背景，公司于 2001 年提出“压缩低档白酒产销量”，产品策略立足点更侧重经营效益、目的是削弱消费税负上升的影响（根据 2001 年发布的《财政部、国家税务总局关于调整酒类产品消费税政策的通知》，粮食白酒、薯类白酒消费税税率由比例税率调整为定额税率和比例税率，新增 0.5 元/500g 的定额税率），消费税政策调整也进一步夯实了行业高端化趋势。

2004 年，公司推出高端品系“国藏汾酒”，形成“国藏汾酒、青花瓷汾酒、老白汾酒”为代表的中高端品牌矩阵。但当时公司尚未进行品牌运营等维度的营销改革，仍沿用工商联开发模式，因此高端化成效并不显著，中高端品牌内部销售仍以老白汾酒为主。


图表15: 2001~2008年公司产品策略梳理

时间	产品策略
2001年	为应对税负上升的影响，公司 <u>压缩低档白酒产销量</u> ，调整市场销售布局，加大中高档白酒新品牌市场开发。
2003年	加快新品研发步伐，以市场为导向， <u>大力开发中高档新品</u> 、保健酒名品，占领市场的制高点。
2004年	调整优化产品结构，确立“高品质、高附加值”的品牌开发原则，加大中高档产品的市场开发力度， <u>形成以“国藏汾酒、青花瓷汾酒、老白汾酒”为代表的中高端强势品牌</u> 。
2005年	加大中高档产品的市场开发力度，形成了以国藏汾酒、青花瓷汾酒为高端，中华汾酒、老白汾酒为中端，普通玻汾为低端的产品结构体系
2006年规划	按照“十一五”期间逐年产品结构调整方向和目标，继续调整优化产品结构。继续构建国藏汾酒、青花瓷汾酒、特制老白汾酒三大主力体系。
2007年规划	要通过进一步提升品牌价值，提高产品附加值向中高档、中高端发展，逐步 <u>形成“以中高端为主、高中低端兼顾”的产品结构体系</u> 。
2008年规划	要通过进一步提升品牌价值，提高产品附加值向中高档、中高端发展，形成“以中高端为主，高中低端、高中低价兼顾”的框架体系。

来源：公司公告，国金证券研究所

2008年前后，公司围绕品牌、渠道等维度推进系列变革，在产品策略方面主要是对经营模式的调整：强化自营产品主导权、弱化工商联合开发；在产品架构、推广重心方面基本延续原有方向。2010年公司推出6款新品，包括至尊国藏、经典国藏、40年青花、20年青花、老白汾封坛15年、醇柔老白汾，与前述“国藏汾酒、青花瓷汾酒、老白汾酒”的品牌矩阵保持一致。

除营销体系变革外，在该时期公司显著提升对产能布局和文化营销的重视：

1) 重视产能布局。自1992年公司启动“万吨汾酒技改工程”和“万吨酒库”建设后，较长时间未有新增产能落地。对白酒酒企而言，产储能建设的意义并不在今朝的产量，而在于优质基酒储备的积累、以作为调味酒或更高端产品的主体基酒。陈年基酒与其他白酒生产资料的区别便在于短期难以复制，也直至近几年从酱酒热到老酒热兴起、围绕年份酒的营销方成为新的产业趋势。

公司在规划2007年经营工作时明确“加大生产基础设施投入，挖掘提升内部生产能力，逐步开展资源整合工作，持续扩大原酒产能”，同期新增“新建酿酒车间”项目，该4000吨酿酒车间项目于2009年投产。2010年，公司再度规划3800吨/年原酒技改项目，预计新增65度原酒生产能力3825吨，该项目于次年落地。

同期，产能规划方面更具战略意义的是汾酒园区（中国汾酒城）项目的推进。2010年，汾阳市政府与汾酒集团签订协议推进汾酒园区项目，同年山西中汾酒业成立、酒业园区也于9月开工。2012年，汾酒集团与中汾酒业合资成立酒业发展区公司（汾酒集团持股51%，中汾酒业持股49%），以运营酒业园区项目，采取“社会资金投资建设，汾酒集团托管经营”的基本运营模式。

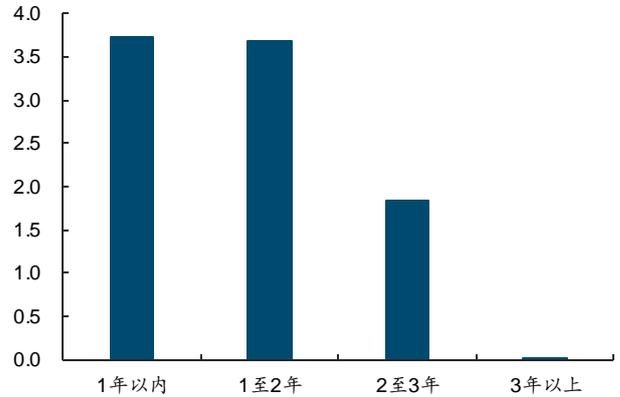
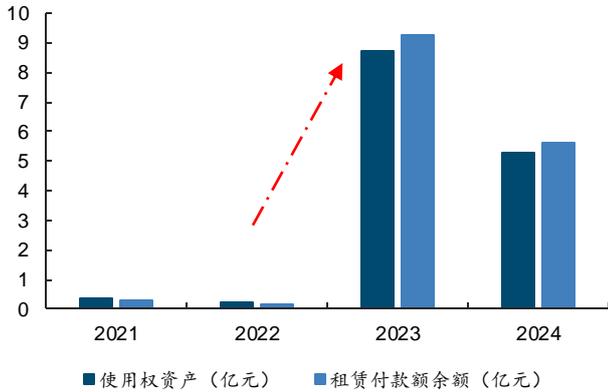
园区项目规划成品酒产能达10万吨，原计划2015年落地，落地后将显著提升公司基酒产储能规模，因此公司在上述两项扩产项目落地后又有较长时间未有新增产能落地。但受资金等因素影响，汾酒园区项目延后至2018年落地。

中国汾酒城中建有2个制曲厂、4个酿酒厂，设计年产65度原酒6.6万吨，对应成品酒产能达10万吨，贮酒能力达20万吨。2018年项目落地后，股份公司与酒业发展区共同租赁相关资产。2020年，股份公司收购汾酒集团所持酒业发展区51%股权，减少了股份公司与汾酒集团间关联交易，并将酒业发展区并表，该部分资产租赁预计构成公司表观租赁负债的主要来源。



图表16: 2023 年公司新增租赁合同, 使用权资产及租赁负债余额大幅提升

图表17: 2023 年末公司租赁负债余额明细 (亿元)



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2) 加码文化营销。2009 年新一届管理层接任后, 首次提出要“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”。同期, 李秋喜董事长提出了“中国酒魂信仰体系”和“信仰管理”, 从文化认同的角度回答了“什么是汾酒”、“为什么要选择汾酒”的问题, 即“汾酒是中国白酒产业的奠基者, 是传承中国白酒文化的火炬手, 是中国白酒酿造技艺的教科书, 是见证中国白酒发展历史的活化石, 是国酒之源、清香之祖、文化之根”。

公司凝聚以“中国酒魂”为核心的信仰管理体系, 我们认为主要意义在于: 1. 对内以文化共识强化组织向心力, 形成复兴汾酒品牌的企业文化, 以营销端为牵引、提升整体进攻性。2. 对外强化文化传播, 主要措施包括在受众广泛的媒体平台进行广宣、开展事件营销活动 (如共和国第一国宴用酒 62 周年纪念大会、杏花村遗址考古挖掘 30 周年纪念大会) 等。

2013 年公司销售费用中广告宣传费达 9.58 亿元、占营业收入比重约 15.7%, 2009~2013 年广宣费 CAGR 达 49.2%。当时消费者培育的模式尚比较传统, 高端品鉴会、回厂游等当下比较常规的精细化客群培育手段仍未普及。公司在营销端加大媒体广宣投入的目的在于抬升品牌调性, 强调“国宴用酒”、“国酒之源”其实就是品牌形象的 IP 化打造, 旨在推动中高档产品动销、与产品策略相匹配。期内青花汾酒与老白汾酒齐头并进, 构成营收增量的主要来源。

图表18: 2009~2013 年公司产品策略梳理

时间	产品策略
2009 年规划	学习借鉴外部成功模式, 勇于创新, 尝试对高端产品、旗舰产品的销售实行单品运作。
2009 年	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; 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
2010 年规划	公司将按照“国酒之源, 清香之祖、文化之根”的战略定位要求, 坚持“清香汾酒, 文化汾酒, 绿色汾酒”的经营理念, 深入贯彻“夯实基础, 创新管理, 深度营销, 加速发展”的经营方针, 积极推进文化创新, 管理创新, 营销创新, 人才队伍建设、产能扩张等各项工作, 推动公司科学、高速发展。
2010 年规划	坚持以品牌塑造和品牌安全为前提, 合理配置营销资源, 实现品牌资源开发向品牌资源整合转变, 经营产品向经营品牌、经营文化转变, 产品品牌代理向区域代理转变, 调整产品结构向优化产品结构转变。
2011 年	持续强化文化营销工作, 集中精力在各个阶层传播汾酒文化, 品牌价值不断提升, 产品结构进一步优化, 中高端产品销量和收入占比大幅提升。
2012 年规划	大力推进文化营销工作。通过开展国内、国际酒文化交流活动, 聚集媒体资源, 实现汾酒文化有效传播。一是要突出“汾酒 - 中国酒魂”主题, 系统提炼酒魂文化体系, 推广酒魂价值体系; 二是突出“汾酒 - 国际香型”主题, 借助汾酒清香品质优势, 贴近国际消费者需求, 创新文化传播, 着力打造世界第一酒文化品牌, 并以汾酒文化系统指导市场营销, 真正将文化力转化为营销力、转化为品牌竞争力。



时间	产品策略
2013 年规划	加强汾酒文化建设和传播，以“中国酒魂”为核心，深入推进汾酒文化系统性建设工程，进一步挖掘汾酒文化内涵、积极拓展文化外延，坚持诚信企业做诚信宣传、诚信经营促社会和谐的社会责任理念，继续遵循市场价值规律，持续打造汾酒文化的核心竞争力。
2013 年	实施汾酒品牌“瘦身”计划，严格控制定制商数量，产品结构更加合理

来源：公司公告，国金证券研究所

● 2014 年起重视玻汾对清香氛围培育的效能，逐步确立“抓两头、带中间”的策略

2012 年末外部风险事件加速白酒行业调整，且公司此前做区域外拓时主要依赖团购渠道，与前述发力中高档的产品策略相匹配，对流通等渠道布局薄弱、整体抗打击能力相对较弱。为应对行业景气下行，公司在产品端推出两项关键变革：

1) 引导玻汾进入省外市场，成为清香氛围培育的尖兵

在 2012 年之前，玻汾主要在山西省内供应，一来消费税负提升对低价位产品的盈利能力有明显扰动，二来公司或也担忧低价位产品会消耗汾牌品牌力，彼时公司刚经历工商联合开发产品过多扰动市场秩序与品牌认知，并开始梳理品牌笃定做自营。

对玻汾定位的转向，不单是产品策略层面的优化，更意味着公司渠道战术的变革，即加大对流通端的重视，营销团队需要下沉做终端、扩大覆盖面、去触及更广泛的一线市场，因在三公消费受限后，短期“盘中盘”模式丧失了运营动力。

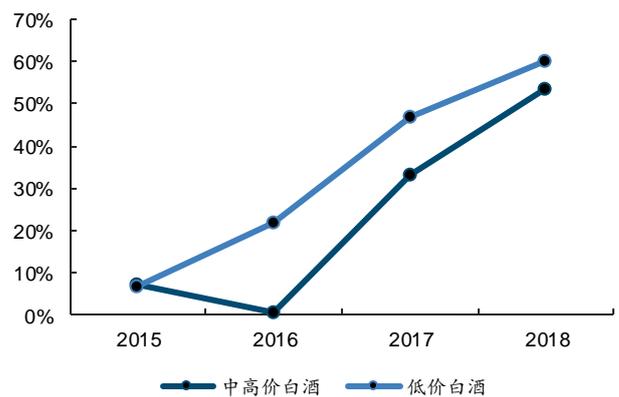
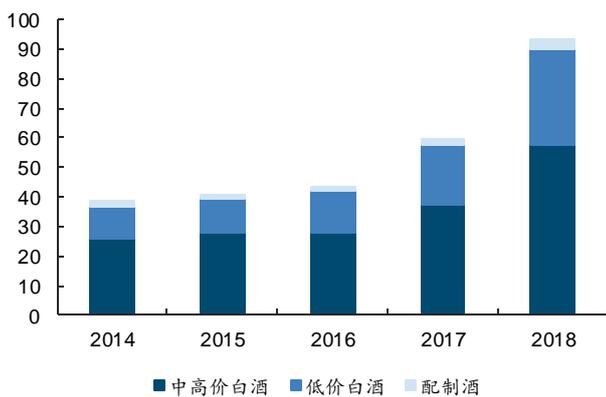
河南市场是引导玻汾进入省外市场的试点。面临区域内动销停滞的困境，时任汾酒河南独立省区经理的乔宇星在 2013 年提出要扩大汾酒的消费面、以终端汇量方式激活市场增长动力，于 2014 年开始落地执行，在郑州、洛阳等区域陆续导入。从结果来看，2014 年河南区域实现正增长，次年增幅超过两位数。

公司在 2017 年经营计划中明确提出对主导产品采取“抓两头，稳中间”的策略，即青花系列、玻汾系列持续增长，老白汾系列力争稳步发展。后进一步明确为“抓两头，带中间”，资源重点倾斜至青花系列+玻汾系列。

2014~2018 年，以玻汾为主的低价白酒营收由 10.6 亿元增长至 32.3 亿元，期内 CAGR 达 32.2%，占白酒业务比重由 28.9% 提升至 36.0%。玻汾自省内向省外推广，首先解决了消费端对汾酒产品“买得到、喝得着”的问题，有了氛围基本盘和口碑效应后，为品牌认知和青花系列容群的培育奠定基础。

图表19：2014~2018 年公司酒类业务分产品营收（亿元）

图表20：2016~2018 年公司低价白酒营收增速相对较高



来源：I find，公司公告，国金证券研究所

来源：I find，公司公告，国金证券研究所

2) 优化产品结构，省内外产品做区隔

2014 年，公司推出青花 25、青花 15、金奖 15 等新品。2013~2014 年伴随行业景气度下行，头部名酒批价回落、持续向下挤压，一定程度上青花 25 和青花 15 的推出也是为了分流青花 30 等价盘压力。至此，公司形成了以青花 30 为形象产品、青花 25 和青花 15 为上量产品、老白汾酒为中端主力、玻汾为大众产品的产品架构。

进一步地，2015 年 42 度老白汾 10 新品上市，仅在省内投放，于是山西省内形成以 42 度玻汾、42 度老白汾 10、42 度金奖 20、青花 25 为主的产品线；省外实施“1+1+N”产品战



略，即青花 15+甲等老白汾+其他产品。公司通过省内外产品区隔来降低省外窜货回流风险，同时也进行度数区隔（省内均为 42 度产品）。

2017 年，公司停产青花 15，省外主推青花 20、与玻汾组合加速全国化。主销省内的青花 25 继续保留，延续产品区隔的运作思路。后续如巴拿马、老白汾等全国化品系的推广中，虽未严格执行省内外区隔，但在品系内外部省内外推广重心上仍会有所差别。

图表21：2015~2019 年公司产品策略梳理

时间	产品策略
2015 年规划	以市场为导向，把握消费需求，加大新品研发力度，调整产品结构，实现新形势下的品牌聚焦，打造产品结构新布局
2016 年规划	通过产品结构调整，优化“2+2+N”的产品布局。青花系列抢占 200-500 元价位段市场份额，腰部老白汾抢占 100-200 元大众消费价位市场份额，100 元以内以玻汾或区域定制产品为突破、营造基础氛围。
2016 年	对部分产品实行全控价或半控价模式运作，实现了主销产品顺价销售；优化产品结构，突出拳头产品，成功打造 4 款销量超 5 亿元大单品。
2017 年规划	主导产品采取“抓两头，稳中间”的策略，青花系列、玻汾系列持续增长，老白汾系列力争稳步发展。通过高度聚焦营销资源和产品的瘦身，重点打造一批超级大单品。
2017 年	确立“抓两头、带中间”的策略。通过优化产品结构，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，青花系列增长 49.39%，金奖系列增长 56.71%；超 5 亿核心大单品有 3 个，42 度金奖 20 销售额 14.59 亿元，增长 59.06%。
2018 年规划	持续力推产品升级，打造战略性大单品，加强新概念和个性化产品研发力度
2018 年	积极调整产品结构，推出青花汾酒 50 和中国装等新品，对巴拿马系列产品进行升级，构建形象产品及全国化大单品。组建青花汾酒、巴拿马汾酒等四个大单品攻关项目组，提升精细化营销水平。
2019 年规划	青花系列坚持高举高打、深度开展核心终端掌控建设；巴拿马系列加快市场基础建设，大力推进区域范围内的招商布局、渠道拓展和产品推广；老白汾酒系列继续完善产品运作思路；玻汾系列谋划全国化市场的快速布局，加快扩张终端数量，努力提升产品的市场占有率。

来源：公司公告，酒业家，云酒头条，酒说，国金证券研究所

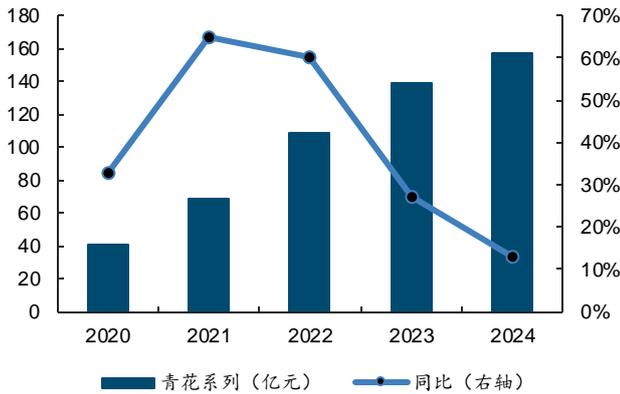
● **2020 年至今仍高举高打青花系列，同时强化腰部品系发展，玻汾因地制宜调控配额**

自 2016 年起，白酒行业进入新一轮景气上行期，公司趁势对青花系列持续高举高打：省内围绕青花 25 拉动区域消费升级，省外以“玻汾+青花 20”组合为依托，通过区域氛围营造+商务场景渗透加快全国扩张。期间，公司依托持续推新，逐步完善青花系列内部架构，新品的核心思路仍围绕文化营销拉升品牌势能、阐述汾酒品牌叙事：

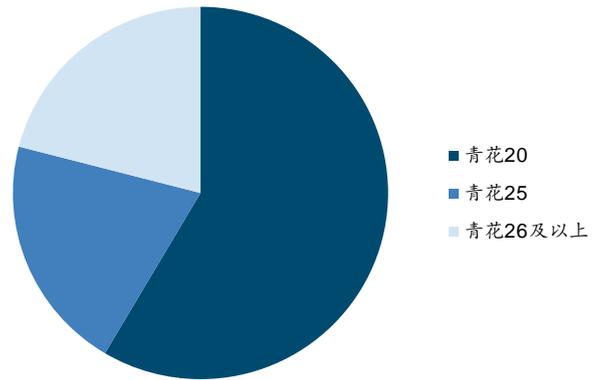
- 1) 2018 年，公司推出青花汾酒·中国装（指导价 1399 元）和青花 50（55 度，指导价 5999 元），布局千元以上价格带。
- 2) 2020 年，公司推出青花 30·复兴版（指导价 1099 元）、强化千元价位布局，彼时老青花 30 所处价格带约 600 元。青花 30·复兴版在营销端突出“伏曲、冬酿、1022 青花工艺、5 低 2 高”等特征，并强调“双倍发酵、基酒陶缸贮存 10 年以上、只在最古老 2 个车间限量生产”等稀缺属性。
- 3) 2021 年，公司推出青花 40·中国龙（指导价 3199 元），布局超高端细分赛道，其营销端强调“来自汾酒第一生产车间、精选 10%基酒（基酒陶缸贮存 20 年以上，辅以 40 年以上老酒勾调）”。
- 4) 2024 年，公司推出青花 26·复兴版（指导价 718 元），名称也寓意青花系列上市 26 周年，填补 600~800 元价位的产品空缺。至此，青花系列形成从次高端（青花 20/25、26），千元价位（青花 30），超高端（青花 40、50）的产品架构。至 2023 年，青花系列占酒类营收占比已达 46%，我们预计 2024 年青花系列营收已超 150 亿元。



图表22：2020~2024年青花系列营收及增速测算



图表23：2024年青花系列内部产品结构拆分预测



来源：公司公告，国金证券研究所（注：公司营收拆分及增速为国金证券预测值，仅供参考）

来源：酒业家，酒业实战局，国金证券研究所（注：营收拆分为国金证券预测值，仅供参考）

2020年起，公司将腰部产品定位由“带中间”调整为“强腰部”，期内提出“拔中高、控底部”的思路，并在2020年经销商大会时明确为“抓两头、强腰部”。

公司腰部产品包括老白汾系列与巴拿马系列。巴拿马系列前身为老白汾系列的金奖品系，其中金奖20在省内销量一度达10亿元以上。2017年，公司推出巴拿马系列纪念酒（巴拿马金奖20年、金奖10年、金奖基础版），终端供价128~308元、零售指导价168~368元，意在以独立体系运作放大金奖20产品势能，并填补老白汾系列与青花系列间价格空档。

从实际运作来看，公司腰部产品主销区域仍集中于山西及环山西市场，尤其是巴拿马系列，核心单品巴拿马20在省内销售占比仍较高，这也受益于省内金奖20不错的动销氛围（2017年42度金奖20销售额达14.6亿元，同比+59%，已于2019年停产）。公司在2020年推出“巴拿马星火计划”，期望提速省外布局，但成效有限，仅巴拿马基础版、巴拿马10在部分区域主做婚宴形成一定体量。

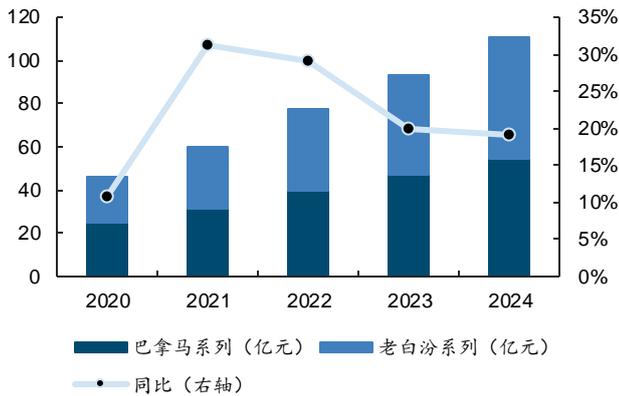
我们认为腰部外拓进展较慢主要系：100~300元价位竞争格局相当分散，需求大众化、地方优势品牌的影响力、用户黏性并不弱于全国化名酒，在该价位区域流行度>品牌力拉动。且区域名酒渠道耕耘深度明显优于全国化名酒，后者多通过厂商1+1模式运作、精细化程度<深度分销。

近两年公司持续提升腰部、尤其老白汾系列重视度。1) 2024年青花20与老白汾10焕新上市，成为公司推进五码合一、数字化运营的核心单品。2025年春节后老版产品停货，渠道陆续导入新版扫码装产品。2) 2024年公司提出4个百亿大单品规划，即玻汾、老白汾、青花20、青花26/30，老白汾作为其中一极、重视度可见一斑。

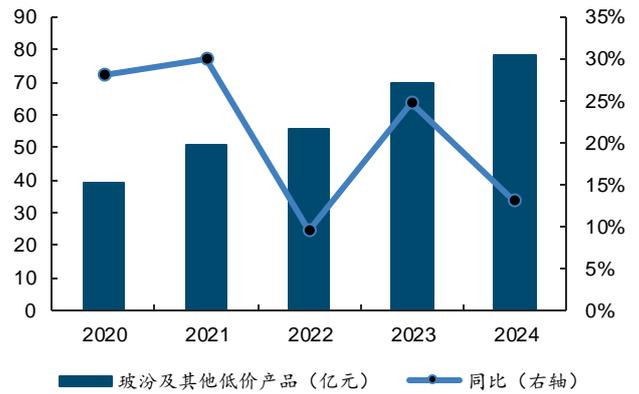
我们预计2024年公司腰部产品营收已达百亿以上，其中老白汾系列受益于省外汾酒品牌势能不错的区域逐步导入、增速相对较优，预计体量已略高于巴拿马系列；巴拿马系列近几年维持双位数增长，主要源于省内消费升级。



图表24：2020~2024年腰部产品营收及增速测算



图表25：2020~2024年玻汾产品系营收及增速测算



来源：酒业家，长江酒道，酒经，国金证券研究所（注：公司营收拆分及增速为国金证券预测值，仅供参考）

来源：酒业家，国金证券研究所（注：公司营收拆分及增速为国金证券预测值，仅供参考）

有玻汾系列奠定大众消费基础、青花系列在商务等场景做品牌引领，老白汾系列在100元以上的大众价位做动销会相对更顺畅。但自2021年起，公司陆续对玻汾渠道铺量进行管控，实施“稳玻汾”策略。

稳玻汾并不意味着不供应玻汾、或者玻汾不增量，而是让玻汾更有效地发挥品牌导入与氛围培育功能，将增量投放至最需要的区域。在汾酒品牌氛围已相对成熟的环山西区域，公司依托供给端的牵引作用，推动消费结构上移，即老白汾系列要上量。当前，玻汾的增量配额主要投放至长江以南的成长型市场。鉴于玻汾是当下少数周转快、顺价有毛利的产品之一，在薄弱市场导入玻汾有助于稳固新进经销商的盈利预期、逐步构建厂商信任。

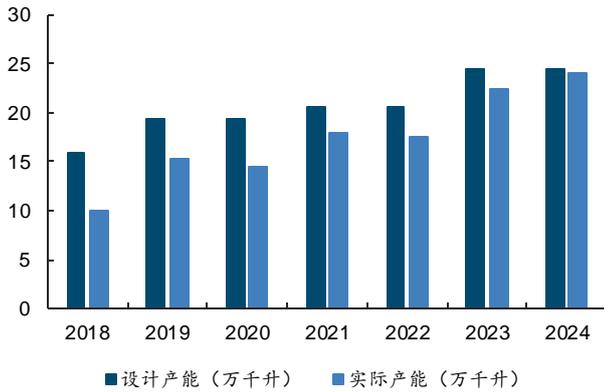
我们认为玻汾的稳量策略一定程度上也与公司产能情况相关，当期玻汾放量越多、未来用于老白汾系列及以上产品的基酒贮存量越少，公司也需均衡考量产销规划。产能方面，继2009年与2011年扩产项目落地后，股份公司直至2022年方推出“2030技改原酒产储能扩建项目（一期）”，项目规划投资91亿元，落地后将新增原酒产量5.1万吨、储酒能力13.44万吨。项目规划期3年，截至2025年4月已完成投资41.85亿元，进入全面建设阶段。

除此之外，公司目前在建产能还包括：白玉酒厂改扩建项目（规划投资约5亿元，估算可新增原酒产能约1万吨，2024年末在建工程余额约580万元、进度较慢）、汾青2万吨原酒基地项目（规划投资约14.8亿元，预计新增原酒产能2万吨、储能2万余吨，于2024年末动工）。

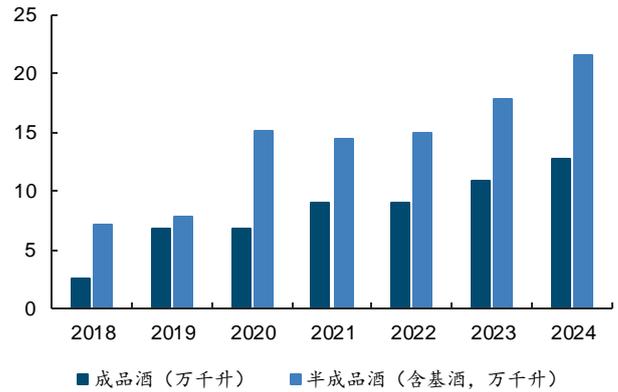
公司现有产能由两部分构成：股份公司及子公司自有产能、中国汾酒城租赁产能。2024年公司披露成品酒设计产能24.5万千升（含系列酒、保健酒等），酒类产品销售量约22.1万千升。上述在建项目合计对应约8.1万吨原酒产能，预计自2026年起将陆续落地，落地后将显著提升公司的产能规模（若按原酒65度、成品酒53度/42度测算，包装物流等辅线产能配套的前提下，对应成品酒产能增量将超10万吨）。



图表26: 2018~2024 年公司成品酒产能梳理



图表27: 2018~2024 年公司库存情况梳理



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

整体而言, 经过产品梳理与营销策略优化, 汾酒主品牌已形成结构清晰、覆盖完备的四轮驱动产品架构, 并配套因地制宜的区域打法:

1) 省内市场依托汾酒品牌优势, 持续推动消费结构上移, 例如推动巴拿马 20 向青花 25 升级、老白汾 10/15 向巴拿马 20 升级。同时, 青花 40、青花 50 等超高端形象产品在省内也有不错的动销氛围, 这意味着当区域内品牌认知、价值共识足够充分时, 优质供给也可有效匹配超高端需求。

2) 省外拓展方面, 结合过往区域外拓经验, 公司已摸索出合适的打法: 以青花系列高举高打树品牌, 玻汾尖刀直入营造市场氛围, 再择时择地导入老白汾实现巩固成果。此外, 近两年公司陆续推出京剧艺术联名系列、西藏主题文创产品等, 进一步强化品牌拉升。

图表28: 2020 年至今公司产品策略梳理

时间	产品策略
2020 年规划	“一控三提” (控量、提质、提价、提效), 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。 青花汾酒 20、青花汾酒 30 在 2020 年要实现双 10 亿增量, 青花汾酒系列总体突破 50 亿。
2020 年	“抓两头、带中间”。青花 20、青花 30 分离运作, 期内青花汾酒系列同比增长 30% 以上; 推进巴拿马星火计划, 梳理控价模式; 普通汾酒坚持以终端突破、招商育商与推广标准动作的核心原则。
2021 年规划	坚持对青花系列元素创新、渠道创新、分离运作、价值回归, 重构腰部产品价格体系、运营方式, 打造核心市场, 普通汾酒系列实现稳步增长目标。
2021 年	“抓两头、强腰部”。抓青花汾酒和玻汾的基础上强化腰部产品的发展, 全力推进巴拿马星火计划, 实现全系列整合发力。落实“抓青花、强腰部、稳玻汾”。进一步调整产品结构, 推进产品高端化策略实施, 提高高价位段占比能力, 推进圈层拓展及市场推广, 青花系列中高端产品占比进一步提升。
2022 年规划	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 年	青花系列销售额突破百亿, 同比增长 60%, 青花 20、青花 30 销售额持续提升, 大单品打造成效凸显。
2023 年规划	打造全方位产品矩阵, 推进青花系列品牌发展。1) 以青花 20 为发展基准线, 向上提升青花 30、青花 40 产品的档次和规模, 推动青花汾酒全系列产品市场占有率的重大突破; 2) 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 年	成立青花汾酒事业部; 青花系列销售占比达到 46%, 品牌高端化亮点突出。
2024 年规划	1) 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; 2) 青花 20 作为百亿大单品, 必须“又快又好”进行更大突破; 3) 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。
2024 年	践行“抓青花、强腰部、稳玻汾”的路线, 各系列产品稳步增长。



时间	产品策略
	逐步加大对“清香天下”中薄弱市场的玻汾投放力度与支持，帮助经销商拓展终端网络，进一步提升清香型白酒的市场氛围。
2025 年规划	坚持以青花 30 及其组合、青花 20、玻汾、老白汾四个系列产品为核心驱动力的“四轮驱动”；玻汾控量，老白汾上量，青花 20 放量，青花 26 及以上增量；资源配置上将按青 30、青 20、老白汾、玻汾 1:1:1:0.5 比例分配。

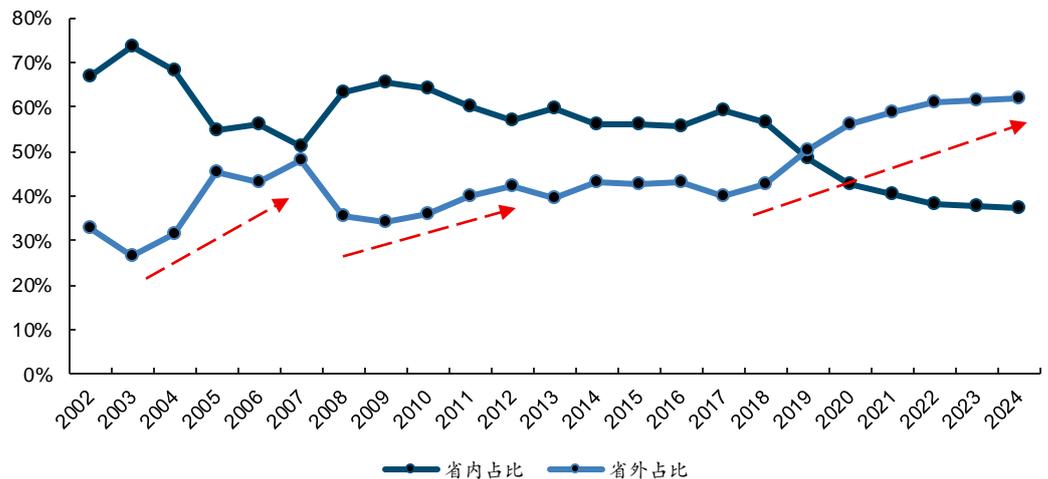
来源：酒说，微酒，醉美杏花村，酒业家，国金证券研究所

2.2 区域策略：涟漪式外拓，构建“一轮红日、五星灿烂、清香天下”布局

公司的区域策略可以概括为：以省内为根据地持续做深耕，同时按阶段、分梯度推进全国化。与产品策略相比，公司全国化目标及实施路径保持高度稳定，始终沿着“山西—环山西—长江以南”的涟漪式扩张路线推进。

泛全国化酒企通常在行业景气上行期趋势外拓做全国化，汾酒亦然。公司近 20 年省外营收占比提升主要经历三轮：2003~2007 年占比从 26.6% 提升至 48.2%，2009~2012 年占比从 34.3% 提升至 42.2%，2017~2024 年占比从 39.9% 提升至 62.1%。每一轮行业上行期，公司均沿着相似的路线向外延伸。在近一轮上行周期，公司已进一步夯实了环山西市场的根基，并着重强化长江以南市场的氛围培育。

图表 29：2002~2024 年公司省内外营收占比梳理



来源：I find，国金证券研究所

从 2024 年的营收结构来看，山西省内占比约 38%，环山西市场（京津冀+鲁豫+陕蒙）占比约 35%，其他区域占比约 27%。环山西三大板块与山西毗邻，区域间人口流动频繁、白酒消费习惯与山西多有相似。

1) 京津冀板块。京津冀区域大众消费以浓香、清香为主，既与度数偏好相关（河北、天津均为传统低度区域，酱香型产品以高度为主），也因区域内有不少大清香类酒企持续做消费者口感培育（例如北京的牛栏山、红星，天津的直沽烧，河北的老白干等）。

北京一直是公司重点打造的标杆市场，区域白酒消费容量大、消费档次高。公司期望北京承担在华北区域的辐射作用，因此会更侧重与拔升品牌力相关的营销活动开展，例如青花 30·复兴版新品发布选在长城居庸关、2021 年落地全国首家青花汾酒体验中心、发布青花汾酒·京剧艺术联名文创产品等。

河北是公司近几年发展较快的 10 亿级市场之一，其发展路径为典型的“玻汾+青花 20”组合切入，近几年腰部产品已开始发力。天津与河北的产品结构相似，但天津缺乏强势地产酒，对全国化名酒接受度相对较高，汾酒品牌目前起势不错。我们预计京津冀板块汾酒销售规模从 2017 年不足 7 亿提升至 2024 年约 40 亿，占京津冀 660 亿左右白酒市场的 6.1%。

2) 鲁豫板块。山东与河南均为白酒消费大省，白酒容量分别约 550、700 亿元。上述两地消费者对白酒品牌包容度较高，区域内既有强势地产酒（如河南的仰韶、杜康、宋河、宝丰，山东的景芝、扳倒井、琅琊台、古贝春），全国化名酒也能占有一席之地。同时，消费者对香型的包容度也较高，浓酱清均占有一定份额。略有差别的是河南整体以高度为主、



酱香基础更广；山东内部区域分化，青岛、济南、滨州等地偏好高度，聊城、菏泽等地偏好低度，整体山东低度份额占比约 70%。

公司早期均有借力大商来对鲁豫区域进行氛围培育。河南在工商联合开发阶段公司与世嘉酒业合作，迅速将老白汾酒铺开；2009 年起陆续推进渠道扁平化变革，彼时喜洋洋永盛实业成为公司在郑州、开封等区域的代理商。山东也相似，公司与新星集团、宝真酒业、泰山名饮等大商建立合作。此外，河南是最先试点“玻汾+青花 20”组合的省外市场，也是公司推进扁平化、精细化运作的重点区域。

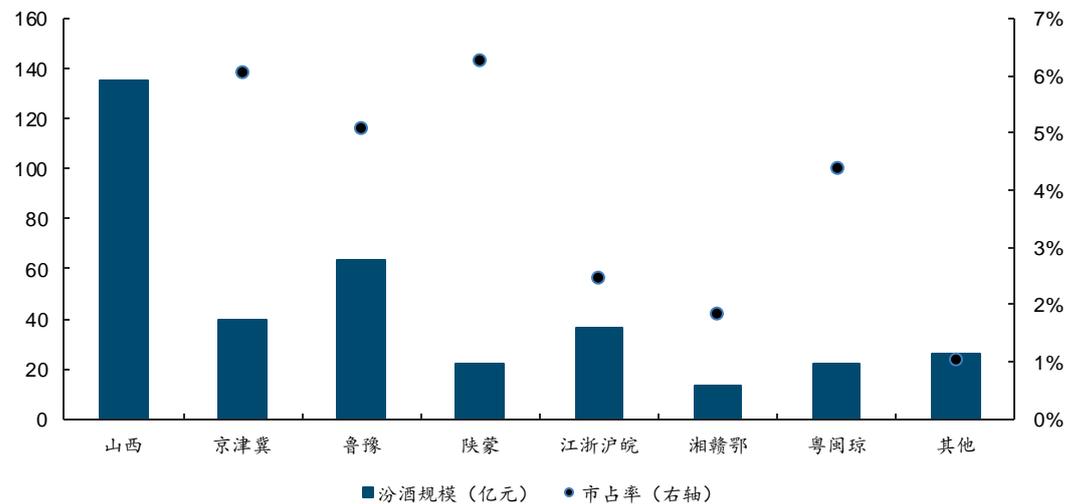
我们预计 2024 年鲁豫板块汾酒销售规模已突破 60 亿，占鲁豫市场份额约 5.1%。公司在鲁豫区域仍有渗透空间，例如公司在河南的销售集中于郑州及豫北区域，豫北与山西毗邻、品牌知名度相对较强；但在其他区域体量仍待提升，主要系豫南、豫东受苏皖名酒辐射，豫中、豫西酱酒氛围浓郁且仰韶、宝丰等地产酒根基深厚。而山东各地市已普遍起量，尤其济宁、聊城、济南等地已逐步起势。

3) 陕蒙板块。陕西是西北白酒市场的桥头堡、其白酒容量占西北五省总量近半。其中，陕北与山西接壤、汾酒品牌辐射较强；关中道以西安为核心（西安对周边省市有虹吸效应，人口流动明显、消费端白酒品牌包容度不错），关中道也有西凤等地产名酒；陕南毗邻川渝、浓香氛围浓厚。整体陕西以凤香和浓香为主，酱香、清香也在逐步渗透。

公司在陕西自 2018 年起开始依托玻汾做基础市场培育，与河北的发展路径相似，但在陕西公司更注重扶商。陕西是较早采用“汾享汇”模式推进厂商共建的区域之一，该模式也是后续在全国推广的“汾享礼遇”前身。陕西厂商共建、核心终端建设等工作做得扎实，区域内控盘分利、价值链维护做得到位。公司在陕西的销售规模由 2018 年不足 7000 万增长 2020 年约 2 亿、目前已达 10 亿以上，品牌氛围在榆林等陕北区域、西安等关中道区域已逐步起势。

内蒙白酒消费以浓香、清香为主，度数偏好中低度，虽地域辽阔、但消费额主要集中于呼和浩特和包头和鄂尔多斯。内蒙清香氛围浓郁，一方面有草原王、骆驼酒等清香地产酒做消费培育，另一方面与历史上“走西口”等人口流动也相关，因此在蒙西除河套王所处的巴彦淖尔外清香氛围均相对占优。内蒙是汾酒较早实现规模破亿的区域，目前汾酒在内蒙的市占率也稳居第一梯队。我们预计 2024 年陕蒙板块汾酒销售规模已突破 20 亿，占陕蒙市场份额约 6.3%。

图表30：公司 2024 年分区域营收及市占率测算



来源：云酒头条，酒业家，XN 知酒，酒食汇，长江酒道，酒说，酒经，大家酒评，醉美杏花村，酒讯通，糖酒快讯，山西晚报，食品新观察，汾酒销售公司，华商美食，微酒，国金证券研究所（注：公司营收拆分、各区域白酒容量均为国金证券预估值，仅供参考）

在环山西市场汾酒氛围逐步起势、山西省内稳健“造血”的支撑下，公司逐步加大对薄弱市场开拓，即分梯度推进全国化。目前公司在江浙沪皖、粤闽琼板块也已具备一定体量，其中江苏、广东已跻身 10 亿级市场。



图表31: 2017~2021 年公司全国化成果梳理

时间	全国化成果
2017 年	销售过亿市场 8 个
2019 年	销售过亿市场 17 个，长江以南核心市场增速均超过 50%；2016~2019 年，上海市场增幅 422%，江苏市场增幅 305%，广东市场增幅 217%，安徽市场增幅 294%，浙江市场增幅 353%
2020 年	“长三角”四大市场销售额全部破亿，安徽、浙江、江苏、上海销售额分别实现 1.2、1.4、2.6、2.3 亿元；在广东实现销售额 2.1 亿元，同比增长 121%。
2021 年	销售过亿市场 28 个，长江以南市场平均增幅 60%

来源：云酒头条，酒业家，华夏酒报，国金证券研究所

对于环山西以外市场开拓，公司基本沿用相对成熟的范式，即以“玻汾+青花 20”为主打产品组合，借力大商并逐步推进扁平化、精细化。整体而言，公司全国化始终保持涟漪式外拓的思路，行业景气上行时积极攻城略地，景气回落时聚焦资源、收缩战线巩固优势市场，待下一轮上行期再沿既定路线推进，该节奏与路径使得公司全国化进程相当稳健。至 2024 年，公司亿元以上市场已达到 38 个。

图表32: 2001 年至今公司市场布局策略梳理

时间	市场布局策略
2001 年	巩固本省市场、拓展省外重点市场。1) 对现有成熟品牌实行总代理；2) 加强自营网络建设，直接面对消费者，成立汾酒专卖店 30 多家；3) 对省外重点市场集中有限资源拓展。
2005 年	巩固省内市场，拓展省外重点市场，中原、华北市场进展突出。
2009 年	由产品品牌代理向区域代理转变，做渠道下沉，全国设立 9 个大区。
2014 年	全国成立五大区域事业部（华北+华中+华南+华东+山西，市场化外聘营销总监）+三大直属销售大区（东北+西北+西南）；重点将山西、北京、天津、河南打造为“自由贸易区”，成立区域营销中心
2015 年	聚焦山西及环山西重点市场，稳步推进底盘市场建设，打造样板市场。山西及河南市场要推进渠道扁平化、精细化和核心终端掌控工作。北京、天津、山东、辽宁、广东、河北、内蒙等重点市场，资源要适度倾斜，化整为零，小版块、高密度，重点突破，梯次推进。
2018 年	13320: 山西大本营+3 个环山西板块（豫鲁+蒙陕+京津冀）+3 个亿元市场（辽粤琼）+20 个千万级重点地级市场 13313: 山西大本营+3 个重点板块（豫鲁+蒙陕+京津冀）+3 个小板块（华东+两湖+东南）+13 个机会型市场
2019 年	1357: 山西大本营+3 个重点板块（京津冀+鲁豫+陕蒙）+5 个小板块（江浙沪皖+粤闽琼+两湖+东北+西北）+7 个机会型市场（川滇渝桂黔赣藏）
2020 年	1357+10: 山西大本营+3 个重点板块（京津冀+鲁豫+陕蒙）+5 个小板块（江浙沪皖+粤闽琼+两湖+东北+西北）+7 个机会型市场（川滇渝桂黔赣藏）+10 个直属管理区（安阳、信阳、驻马店、邯郸、唐山、青岛、菏泽、深圳等）
2023 年	一轮红日、五星灿烂、清香天下：以山西、环山西市场为根据地，在江浙沪皖、京津冀、粤闽琼、湘赣鄂、东三省重点突破；以长三角、大湾区为领头羊的长江以南市场，未来一段时间实现远高于全国市场平均水平的增速

来源：公司公告，酒业家，酒圈网，微酒，中国酒志网，酒业家，酒说，XN 知酒，国金证券研究所

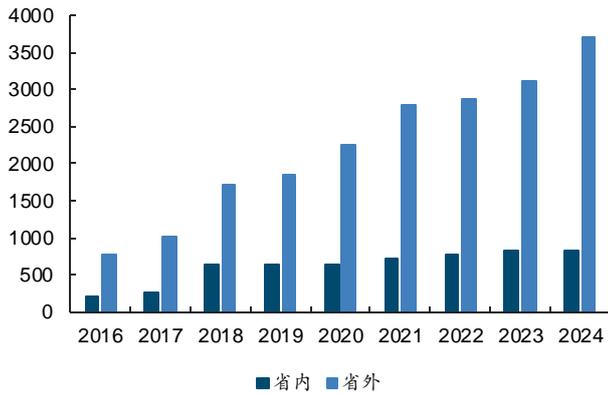
落地到省市层面的渠道模式设置，公司因地制宜选用传统经销模式、区域平台模式等，但趋势上向厂商共建推进。例如浙江由商源集团、温州中源等组建运营平台，平台主导市场开发、同时公司提供品牌宣发等运营指导。公司曾于 2017 年在福建试点与象屿酒业、福建烟草海晟等成立品牌合资公司，后在福建快速铺开、2019 年规模破亿。

同时，公司也在持续推进渠道扁平化，例如在合肥区域细分至 6 个市场、每个市场配置 1~2 名经销商并实行分产品运营。2020 年，公司设立 10 个直属管理区、对其全面统筹，覆盖河南、河北、山东等优势市场，对重点地市实行垂直管理。

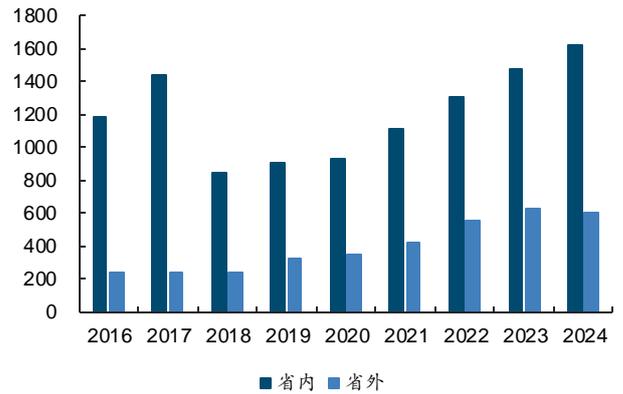
2018~2024 年，公司省内、省外经销商分别由 628、1726 家增长至 835、3718 家，单经销商年均营收由 842、233 万元提升至 1617、602 万元。拓商的同时公司也积极扶商，2024 年亿元级大商增至 51 家，5000 万~1 亿元级经销商增至 76 家，构建公司稳健的经营底盘。



图表33: 2016~2024 年公司省内外经销商数量梳理



图表34: 2016~2024 年公司省内外经销商平均营收梳理



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 单位为万元, 2018 年省内经销商平均营收有明显回落与当年合并范围变更、经销商数量大幅提升相关)

图表35: 2003~2024 年公司前五大客户销售占比梳理



来源: 公司公告, 国金证券研究所

此外, 公司在本轮白酒景气周期内持续推进渠道精细化与数字化运营, 加大对终端及消费者的触达。前期公司侧重与厂商关系维护, 经销商以团购型为主, 因此在上一轮下行周期时暴露出抗风险能力不足的问题。因此, 公司在加码玻汾作为香型培育工具的同时, 在渠道运作上也强化了对流通端的重视。

公司的主要措施包括扩充销售团队及地推团队, 强化销售团队在开拓网点、维护终端等方面的考核, 同时强化数字化工具的使用来提升效率, 2020 年公司全面推进“五码合一”信息系统。至 2021 年, 公司在全国可控终端数量已超过 100 万家, 渠道运作模式亦从早期在陕西等地试点的“汾享汇”升级为 2023 年下旬全国推行的“汾享礼遇”模式。

图表36: 2015~2024 年公司渠道策略及成果梳理

时间	渠道策略及成果
2015 年	围绕“双核工程”(核心终端打造、核心消费群体培育)投入 3.4 亿元基础建设费用, 构建 6.8 万家核心终端的终端网络
2016 年	省内“一百双千”工程有效落地, 全省 1100 多个乡镇全面覆盖
2017 年	辐射终端数量达到 17.14 万家, 招录地聘人员 1080 人, 营销团队规模突破 1700 人; 逐步形成“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公司”的新模式
2019 年	对全系列产品实行销售配额制管理, 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 取消大区管理, 建立以省区为单元的管理模块; 实行组阁制, 将河南、内蒙大区经理组阁汾酒销售公司担任副总经理



时间	渠道策略及成果
2020年	全国市场可控终端数量突破 85 万家
2021年	全国市场可控终端数量超过 100 万家
2022年	全国可掌控终端数量突破 112 万家。亿元规模以上经销商 41 家，5000 万-1 亿元经销商 67 家，3000 万-5000 万元经销商 70 家，1000 万-3000 万元经销商 376 家
2024年	亿元级大商增至 51 家，5000 万-1 亿元的经销商增至 76 家，3000 万-5000 万元的经销商增至 86 家，1000 万-3000 万元的经销商增加到 492 家

来源：公司公告，酒业家，云酒头条，糖酒快讯，财联社，长江酒道，国金证券研究所

对于“汾享礼遇”，我们认为该模式是公司是在厂商共建框架下对相关理念和既有经验的系统整合，融合了省内渠道共建、陕西及山东等地“汾享汇”试点做数字化、终端联盟等经验，涵盖数字化、控盘分利、价值链维护与精准营销等要素，贯穿酒厂—经销商—终端—消费者全链路。具体而言：

1) 数字化理念。数字化下底层数据主要源于扫码数据与市场数据两部分。

公司在 2020 年全面推进“五码合一”系统，五码即垛码、箱码、盒码、瓶码和盖内码，一物一码，在生产、物流、市场等环节通过扫码形成货物流向数据。早期盖内码主要用于防伪，即消费者扫码核验真伪、扫码率较低；近年来行业流行以“扫码红包”激励消费者扫码、实现扫码数据闭环，公司新版青花 20 等产品也已导入扫码红包。

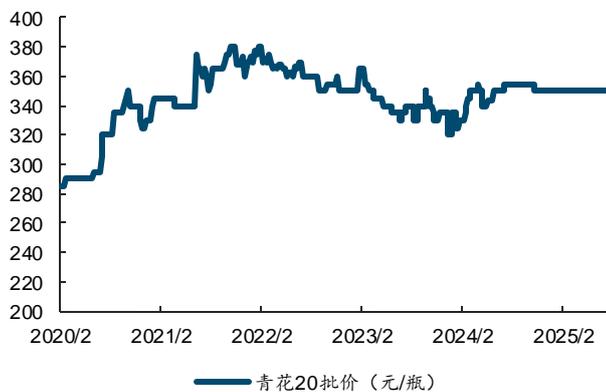
同时，经销商与终端在日常经营过程中也会产生进销存等相关市场数据，公司通过销售团队核查及与美团、顺丰等外部平台合作交叉验证等方式进行校验，与扫码数据共同构成“汾享礼遇”模式下的决策依据。

酒企做渠道数字化的意义包括：一方面扩大终端管理半径，仅靠销售团队去管理百万级体量终端对人力资源消耗巨大，推进数字化能解放销售团体、使其更聚焦客群培育等活动开展，公司查窜货等效率也能大幅提升。另一方面，基于上述数据公司对经销商实施分档分级管理，与控盘分利、营销资源投放等相结合。利用数字化形成决策会相对更令人信服、降低厂商博弈成本。

2) 控盘分利。分利的前提是有效控盘，若渠道控盘不当、价盘失控，价值链受损就失去了分利的土壤。为此，公司一方面积极做动销、扩大消费盘，另一方面借助红包扫码导入“BC 联动”、激发 C 端推力，并结合数字化判断各区域的消费盘，从供给端动态调整节奏、维持渠道秩序。

在有效控盘的基础上，公司分利原则是让“守秩序、重信用、推广好”的经销商与终端获得更高盈利、提升其积极性，而对跨区域窜货、低价倾销者则减少返利、甚至取消合同。具体操作上，公司推进费用后置、模糊返利等，但也并非 100% 完全模糊，尤其是在厂商信任尚未完成建立的开发型市场，因此公司也辅以阶段性主题营销（如醉美中国年等）、礼遇值量化等措施，并持续优化返利兑付机制、加快兑付节奏以降低渠道资金占用。

图表37：青花 20 批价近期表现平稳



图表38：青花 20 与老白汾 10 已导入扫码红包

青花汾酒
开启高品质生活

扫码验真伪 开瓶赢红包
活动总中奖率99.99%
扫码盖内码最高得1999元现金红包

奖项名称	中奖金额 (税前)	中奖率
特等奖	¥1999	0.0001%
一等奖	¥999	0.0005%
二等奖	¥29	0.3005%
三等奖	¥2.9	93.33%

老白汾酒
—老工艺 老味道—

扫码验真伪 开瓶赢红包
活动总中奖率99.99%
扫码盖内码最高得888元现金红包

奖项名称	中奖金额 (税前)	中奖率
特等奖	¥888	0.05%
一等奖	¥88	0.5%
二等奖	¥8.8	5%
三等奖	¥0.88	80%
四等奖	¥0.8	98.44%

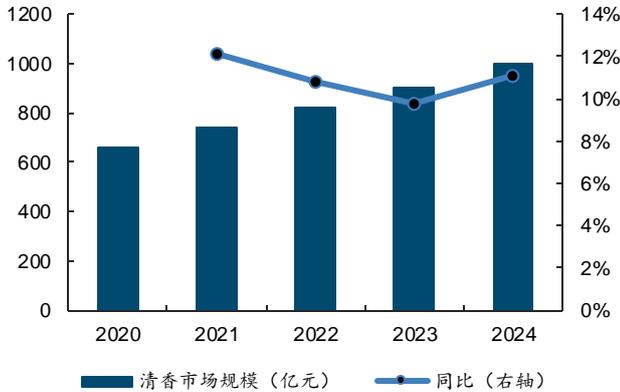
来源：酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 7 月 31 日）

来源：汾享礼遇小程序，国金证券研究所



整体而言，公司持续完善“一轮红日、五星灿烂、清香天下”的市场布局，进一步扩大“汾享礼遇”覆盖、强化渠道精细化管理并增强终端动销积极性；山西、环山西等成熟市场巩固优势，长三角、珠三角等开拓市场实现稳健增长。在汾酒的引领下，清香白酒市场规模持续扩大，产区化营销体系日趋成熟，清香渗透有望加速推进。

图表39：2020~2024年清香白酒市场规模持续增长



图表40：2024年清香白酒各产区规模梳理

产区	规模 (亿元)	代表品牌
山西大曲清香产区	450	汾酒、汾阳王、汾州
北京鼓曲清香产区	160	红星、牛栏山、永丰、一担粮
云南小曲清香产区	80	澜沧江、鹤庆乾、兰益、玉林泉、江小白
华中大曲清香外溢产区	30	宝丰、黄鹤楼
北方泛清香特色产区	180	衡水老白干、青稞酒、白水杜康、蒙古王、鄂尔多斯

来源：酒业家，黑格咨询，国金证券研究所

来源：酒业家，黑格咨询，国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

复盘前述转折期变革、产品及区域策略可见，公司的核心体系优势在于具备开放的、持续迭代的学习型组织。工商联合开发、盘中盘、终端联盟体、后置模糊返利等模式均非公司首创，公司在白酒行业不同发展阶段借鉴了彼时行业优秀的渠道实践并融会贯通、不断进步。同时，公司具备对创新的包容性，例如早期在河南开展玻汾战役，此后演变为“玻汾+青花20”范式，成为公司征战全国化的利器。

从顶层战略层面，袁清茂董事长在2022年提出公司中长期发展的《汾酒复兴总纲领》，即：1) 一个目标：全方位推动汾酒高质量发展、又好又快地扎根中国酒业第一方阵。2) 两个阶段：第一阶段(2022~2024年)为发展转型期和管理升级期，第二阶段(2025~2030年)为成果巩固期和要素调整期。2) 三个关键：管理、市场与人才。

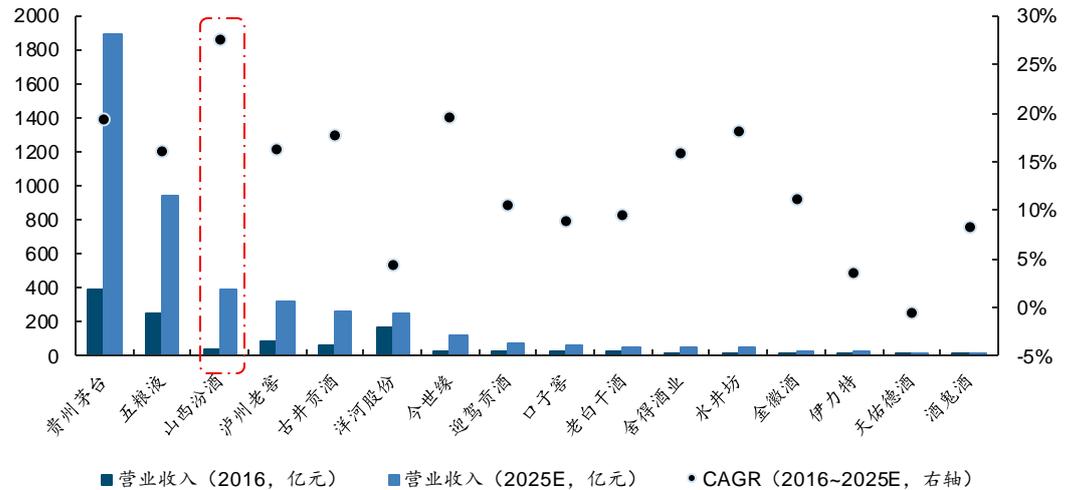
公司据此归纳出走好汾酒复兴之路的“八大纲领”，即发展、市场、品质、文化、改革、管理、人才、民生。公司的战术设计方面，经营发展的“稳健性”具备突出地位，强调“稳中求进、进中保稳、先立后破”，其次才是统筹市场与产品线，重点打造全国化、年轻化、国际化。

营销落地层面，公司自2017年起实施的体制机制变革进一步巩固了市场化特征。组织内干部能上能下，目前销售条线多位高管具备重点市场一线经验，例如现任股份公司副总经理、销售公司总经理张永踊曾任广州营销处副经理、山西事业部总经理，销售公司副总经理乔宇星曾任河南省区经理、山西省区经理。同时，公司对省区负责人实行轮岗，现任山西省区经理李宏宇曾任河南、陕西省区经理，河南省区经理王小惠曾任山东省区经理。

整体而言，在“稳健压倒一切”的经营理念下，公司战略得以有效落地、发展落到实处。近年来白酒行业景气承压，但公司核心产品青花系列、玻汾系列等渠道价盘仍保持相对平稳，且表现业绩增速持续优于行业，省外多区域反馈公司品牌势能仍在提升，因而公司在板块内享受一定估值溢价、即使板块整体在行业下行期时有较高成长性折价。

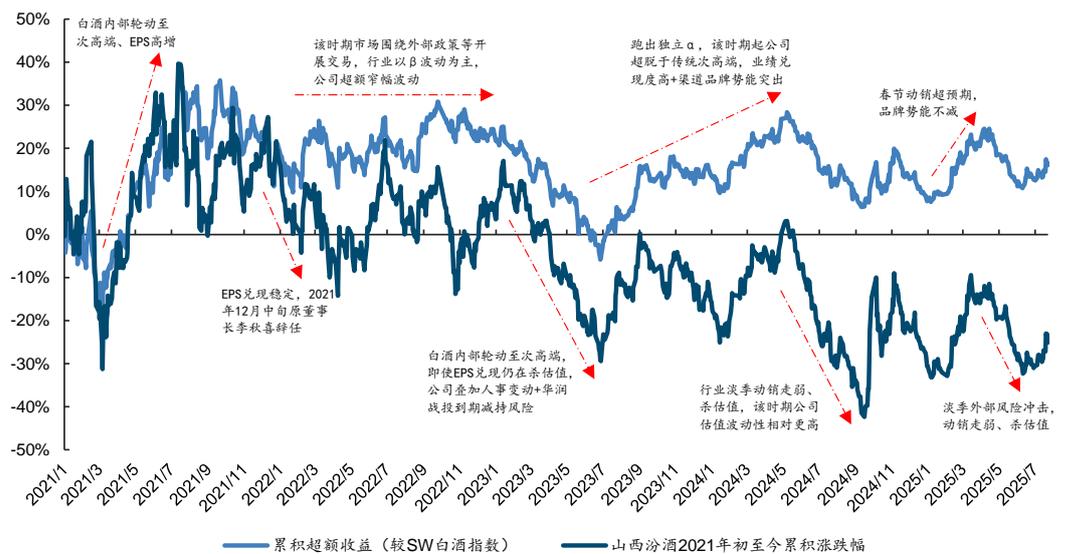


图表41: 2016年至今公司营业收入复合增速位于行业领先水平



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 一致预期截至 2025 年 7 月 31 日)

图表42: 2021年至今公司相较 SW 白酒指数超额收益复盘



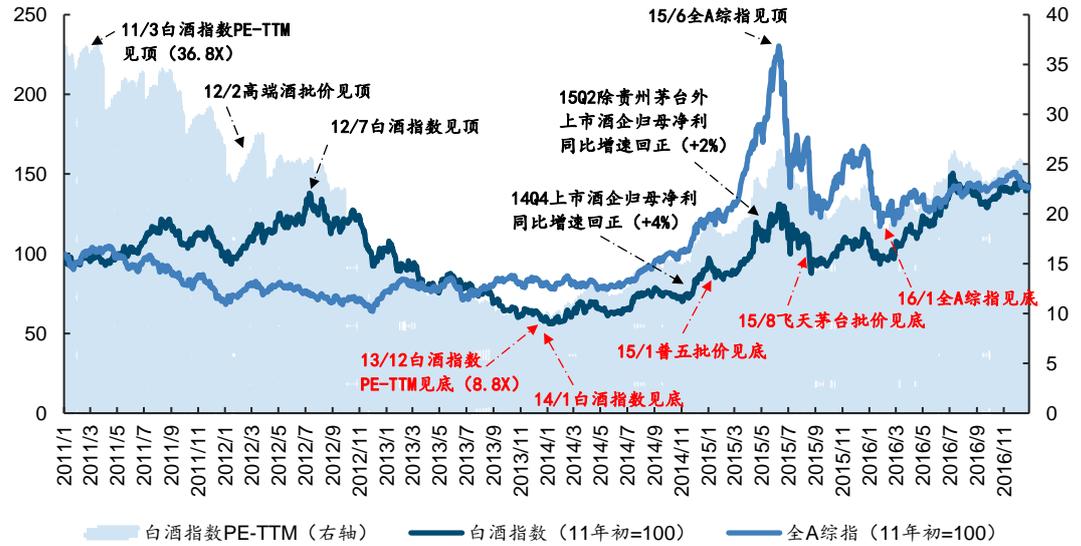
来源: Ifind, 公司公告, 中国新闻周刊, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 7 月 31 日)

行业层面, 2025 年春节后白酒动销逐步回落, 消费情绪与消费力仍处低位。5 月起, “禁酒令”等外部风险发酵、致使相关消费场景缺失, 加剧淡季行业景气冲击。为维持渠道秩序, 酒企普遍放缓回款与发货节奏, 公司亦是如此, 但流通端品牌势能仍在上行。同时, 行业景气下行传导至表现业绩, 市场对公司 EPS 预期相应下修, 我们认为目前股价也已反映相对谨慎的业绩预期。

从今年两会提出“实施更加积极的财政政策”、“实施适度宽松的货币政策”、“大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求”, 到近期“反内卷”催化、雅鲁藏布江下游水电工程开工带动市场对基建相关预期修复。尽管短期白酒行业景气度与酒企 EPS 预期均不佳, 但我们认为对中期经济恢复与内需复苏可乐观。复盘上一轮行情可见, 当市场对景气复苏形成一致预期时, 白酒板块即进入右侧配置区间, 即便基本面与报表尚未共振——例如 2016H1, 彼时白酒动销预期尚未完全修复。



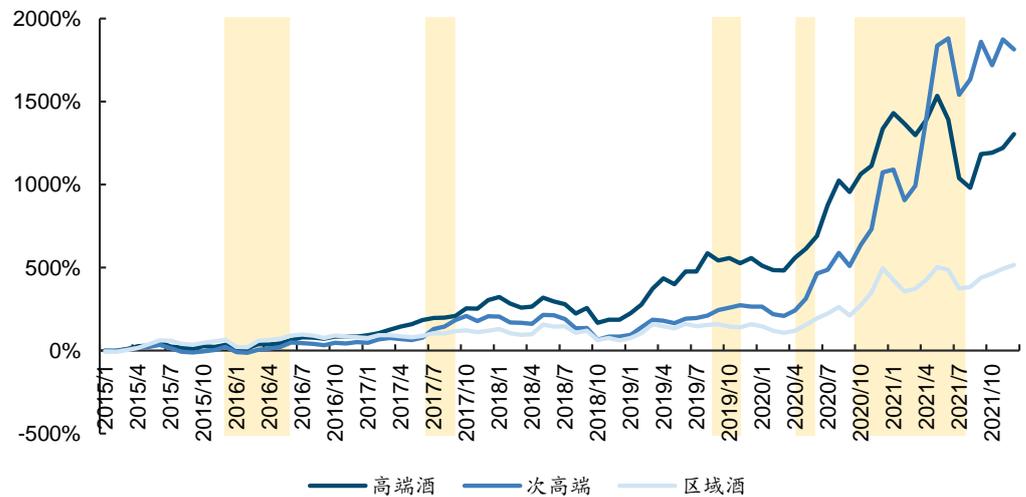
图表43: 2011~2016年白酒指数、全A综指走势及关键事件梳理



来源: Ifind, 今日酒价, 国金证券研究所

归纳来看,上一轮白酒行情右侧节奏可划分为三个阶段:1)宏观预期改善带动行业叙事,估值率先修复;2)宏观预期与微观基本面体感错配,板块震荡消化估值;3)宏观预期与微观基本面相互印证,此时为右侧大周期起点。我们判断目前尚处于第一阶段,该阶段优质泛全国化酒企估值修复弹性预计较大,主要系其中期成长性预期相对占优。

图表44: 2015~2021年白酒内部各子板块累计涨跌幅梳理



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注:采用各子板块内标的累计涨跌幅的算术平均,金色底纹为次高端相对有超额)

如何看待公司的天花板? 市场对此多有疑虑,我们仍延续前述产品+区域的框架予以拆解:

1) 产品端。公司践行4个百亿大单品规划,即玻汾、老白汾、青花20、青花26/30。其中,玻汾系列与青花20规模已接近百亿,但百亿绝非终点。待2026年起公司新增产能逐步落地,我们仍看好“玻汾+青花20”组合全国化加速外拓。此外,高线光瓶酒和低线次高端赛道中长期成长空间充足,底层逻辑分别是大众消费与聚饮招待消费升级。

若将主销省内的巴拿马系列并入来算,公司腰部产品规模亦近百亿。目前老白汾系列承担更多全国化期盼,我们认为有玻汾托举、青花20做曳引,老白汾在省外动销培育将水到渠成、置信度不错。

仅上述单品,我们预计中期维度公司收入天花板已可上看500亿:玻汾及系列酒120亿、老白汾系列100亿、巴拿马系列80亿、青花20150亿、青花2550亿。其中巴拿马与青



花 25 侧重省内，玻汾、老白汾虽在省内有一定占比但并不占优，未来增量将主要源于省外。

公司突破天花板需高端化培育取得实质性进展。目前青花 26/30 及以上高端品体量已逾 30 亿，但主销区域仍在省内、并由晋商辐射全国。公司也在积极做高端客群培育，措施包括举办高端品鉴会、推进青花汾酒文化体验中心项目、推出文创新品等，目的是提升品牌高度、提高品牌曝光度。

此外，公司强化差异化营销的思路，例如青花系列围绕“体感好、醒酒快”为营销落地点，青花 30 归纳出“陶藏老酒占比高、优中选优占比低、少油少醛醉酒慢、低碳短链醒酒快”的优势，老酒杂醇油少、一清到底工艺醛类物质少，主体香味成分乙酸乙酯低碳短链代谢快，这也助力青花系列在商务场景快速建立口碑。

但高端化并非一日之功，也无捷径可言。下行期潮水退去，目前高端酒赛道仍是茅五泸三足鼎立格局。借鉴省内耕耘经验，当区域品牌氛围足够浓郁、品牌认知足够扎实时，高端场景需求将与优质供给相匹配，我们认为公司中长期仍有望借高端化迈向 600 亿及以上。

图表45：公司所处吕梁是清香白酒核心产区，围绕产区、产品力的营销大有可为



来源：酒业家，君度咨询，国金证券研究所

2) 区域端。根据前述拆分，公司主要销售板块的中期规模测算如下：

1. 山西省内公司品牌力断档领先、市占率接近50%，我们预计中期规模有望达 150~200 亿，增量来源晋北等相对薄弱区域渗透、区域β红利、高端价位抢占茅五泸份额等。
2. 省外市场：具备相对优势的环山西板块当前市占率约 5~6%，中期通过腰部产品导入、薄弱区域攻坚（如豫南等）市占率可上看 8%；新兴板块（江浙沪皖、湘赣鄂）市占率约 1~3%、粤闽琼 4%+，中期参考环山西发展路径市占率可上看 4.5%；云贵川、黑吉辽等薄弱板块当前市占率约 1%，中期凭借品牌势能辐射与产品组合导入市占率可上看 2%。

按当下区域市场规模测算，省外中期规模有望达 350 亿，叠加省内公司整体中期规模可上看 500 亿以上。

图表46：公司汾酒主品牌中期规模空间测算

产品维度		区域维度	
产品	中期规模预测 (亿元)	区域/板块	中期规模预测 (亿元)
玻汾及系列酒	120	山西	>150
老白汾系列	100	环山西	180
巴拿马系列	80	新兴板块	120
青花 20/25	200	薄弱板块	50
青花 26/30 及以上	>50		
合计	>550	合计	>500

来源：国金证券研究所（注：上述均为国金证券预测值，仅供参考；环山西包括京津冀、鲁豫、陕蒙，新兴板块包括江浙沪皖、湘赣鄂、粤闽琼）

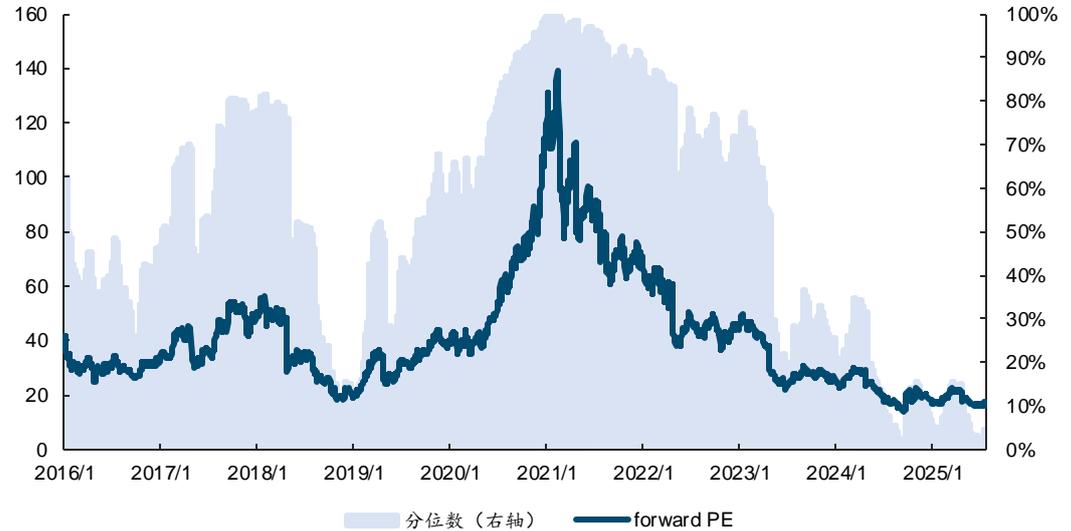
目前公司 forward PE 约 16.4X，位于 2016 年至今约 2%分位。虽然该估值尚未完全反映行业景气度在 2025Q2 加速回落导致的潜在 EPS 下修，但即使参考行业动销情况下修全年 EPS，对应 forward PE 仍处于 10%分位以内（10%分位对应约 20X）、成长性折价显著。

一方面，我们认为短期白酒消费场景约束环比有望趋缓，中期内需复苏对白酒消费情绪与



消费力的传导仍存预期差、可更乐观，当 β 改善时公司成长性折价有望转向溢价、估值修复空间充裕。另一方面，短期行业景气波动虽对公司当期动销、表观业绩造成扰动，但不改公司中长期稳中向好的发展态势。公司具备根基扎实的基地市场与优势市场，相对竞争优势突出，品牌势能持续上行。

图表47：目前公司 forward PE 处于 2016 年至今约 2%分位，中枢约 35X



来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 7 月 31 日）

我们预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 373.0/400.0/440.3 亿元，同比分别 +3.6%/+7.2%/+10.1%；归母净利润分别 125.8/135.2/152.0 亿元，同比分别 +2.8%/+7.5%/+12.4%；当前股价对应 PE 分别为 17.4X/16.1X/14.4X。参考 2024 年 60%现金股利支付率，对应 2025E 股息率约 3.5%。参考可比公司估值，给予公司 25 年 21 倍 PE，对应目标价 216.58 元，维持“买入”评级。

图表48：公司及可比标的的盈利预测

公司名称	归母净利润 (亿元)				YOY			PE		
	24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
泸州老窖	134.7	138.7	147.8	163.8	3%	7%	11%	13.0	12.2	11.0
古井贡酒	55.2	61.9	69.2	78.7	12%	12%	14%	11.8	10.5	9.3
舍得酒业	3.5	9.1	11.5	14.2	164%	25%	24%	18.9	15.1	12.2
水井坊	13.4	14.1	15.1	17.0	5%	7%	13%	14.4	13.4	11.9
平均								14.5	12.8	11.1
山西汾酒	122.4	125.8	135.2	152.0	3%	7%	12%	17.4	16.1	14.4

来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 7 月 31 日，盈利预测均为最近一期外发点预测值，尚未完全反映淡季行业景气回落）

四、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期。白酒消费与宏观景气度具备正相关性，若宏观经济恢复不及预期，将通过消费情绪与消费力影响白酒消费需求。
- 禁酒令等政策风险。若政策层面持续限制白酒消费，会从消费场景上影响白酒动销。
- 全国化外拓不及预期。若公司全国化外拓不及预期，将影响中期成长性与估值修复空间。
- 食品安全风险。若行业发生食品安全事故，将严重损害酒类消费。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	26,214	31,928	36,011	37,296	39,998	44,033
增长率		21.8%	12.8%	3.6%	7.2%	10.1%
主营业务成本	-6,460	-7,884	-8,570	-8,867	-9,412	-10,102
%销售收入	24.6%	24.7%	23.8%	23.8%	23.5%	22.9%
毛利	19,754	24,044	27,441	28,428	30,586	33,930
%销售收入	75.4%	75.3%	76.2%	76.2%	76.5%	77.1%
营业税金及附加	-4,602	-5,832	-5,933	-6,154	-6,560	-7,177
%销售收入	17.6%	18.3%	16.5%	16.5%	16.4%	16.3%
销售费用	-3,404	-3,217	-3,726	-4,176	-4,576	-4,876
%销售收入	13.0%	10.1%	10.3%	11.2%	11.4%	11.1%
管理费用	-1,214	-1,202	-1,447	-1,527	-1,627	-1,777
%销售收入	4.6%	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%	4.0%
研发费用	-58	-88	-148	-153	-164	-181
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	10,476	13,705	16,187	16,418	17,659	19,919
%销售收入	40.0%	42.9%	44.9%	44.0%	44.1%	45.2%
财务费用	37	8	10	12	14	17
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	17	-3	7	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	0
投资收益	330	499	526	526	526	526
%税前利润	3.0%	3.5%	3.2%	3.1%	2.9%	2.6%
营业利润	10,873	14,224	16,539	16,964	18,207	20,470
营业利润率	41.5%	44.5%	45.9%	45.5%	45.5%	46.5%
营业外收支	3	-19	-10	0	0	0
税前利润	10,876	14,205	16,529	16,964	18,207	20,470
利润率	41.5%	44.5%	45.9%	45.5%	45.5%	46.5%
所得税	-2,719	-3,747	-4,276	-4,371	-4,674	-5,254
所得税率	25.0%	26.4%	25.9%	25.8%	25.7%	25.7%
净利润	8,157	10,459	12,253	12,593	13,534	15,216
少数股东损益	61	20	10	11	11	12
归属于母公司的净利润	8,096	10,438	12,243	12,582	13,523	15,204
净利率	30.9%	32.7%	34.0%	33.7%	33.8%	34.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	8,157	10,459	12,253	12,593	13,534	15,216
少数股东损益	61	20	10	11	11	12
非现金支出	198	607	577	344	445	522
非经营收益	-836	-960	-311	-646	-626	-631
营运资金变动	2,791	-2,881	-347	-946	-613	-585
经营活动现金净流	10,310	7,225	12,172	11,345	12,740	14,522
资本开支	-826	-482	-635	-1,245	-2,334	-2,234
投资	-2,433	-10,094	-3,660	-2,099	-2,309	-2,540
其他	365	356	366	526	526	526
投资活动现金净流	-2,894	-10,220	-3,929	-2,818	-4,118	-4,249
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-360	0	0
其他	-2,208	-4,432	-5,734	-7,557	-8,121	-9,129
筹资活动现金净流	-2,208	-4,432	-5,734	-7,917	-8,121	-9,129
现金净流量	5,209	-7,426	2,510	610	502	1,144

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,201	3,775	6,285	6,884	7,375	8,510
应收款项	1,045	1,637	1,795	1,901	2,039	2,244
存货	9,650	11,573	13,270	14,577	15,987	17,437
其他流动资产	7,306	17,623	22,684	23,204	25,520	28,069
流动资产	29,202	34,608	44,034	46,565	50,921	56,260
%总资产	79.6%	78.5%	82.3%	79.4%	78.3%	78.0%
长期投资	107	121	117	117	117	117
固定资产	2,480	2,756	4,880	7,383	9,284	11,006
%总资产	6.8%	6.2%	9.1%	12.6%	14.3%	15.3%
无形资产	1,076	1,247	1,275	1,284	1,293	1,302
非流动资产	7,484	9,488	9,461	12,080	14,076	15,900
%总资产	20.4%	21.5%	17.7%	20.6%	21.7%	22.0%
资产总计	36,686	44,096	53,495	58,645	64,998	72,160
短期借款	9	345	360	0	0	0
应付款项	4,751	3,847	5,626	6,599	6,733	6,613
其他流动负债	10,087	10,955	11,978	11,482	12,290	13,489
流动负债	14,846	15,147	17,963	18,081	19,023	20,102
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	674	328	316	306	296
负债	14,941	15,821	18,291	18,397	19,329	20,398
普通股股东权益	21,321	27,837	34,754	39,787	45,196	51,277
其中：股本	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
未分配利润	18,841	25,229	32,144	37,177	42,586	48,667
少数股东权益	425	438	451	461	473	484
负债股东权益合计	36,686	44,096	53,495	58,645	64,998	72,160

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	6.636	8.556	10.035	10.314	11.084	12.463
每股净资产	17.475	22.818	28.488	32.613	37.047	42.032
每股经营现金净流	8.450	5.922	9.978	9.300	10.443	11.904
每股股利	3.320	4.370	6.060	6.188	6.651	7.478
回报率						
净资产收益率	37.97%	37.50%	35.23%	31.62%	29.92%	29.65%
总资产收益率	22.07%	23.67%	22.89%	21.45%	20.80%	21.07%
投入资本收益率	36.04%	35.26%	33.74%	30.28%	28.74%	28.60%
增长率						
主营业务收入增长率	31.26%	21.80%	12.79%	3.57%	7.25%	10.09%
EBIT增长率	52.26%	30.82%	18.11%	1.43%	7.56%	12.80%
净利润增长率	52.36%	28.93%	17.29%	2.77%	7.47%	12.43%
总资产增长率	22.47%	20.20%	21.32%	9.63%	10.83%	11.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	504.0	491.2	529.1	600.0	620.0	630.0
应付账款周转天数	114.8	105.6	130.4	180.0	170.0	150.0
固定资产周转天数	29.6	22.0	28.9	39.7	42.5	42.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.34%	-12.31%	-16.83%	-17.10%	-16.15%	-16.44%
EBIT利息保障倍数	-284.7	-1,726.6	-1,657.6	-1,333.2	-1,226.6	-1,154.4
资产负债率	40.73%	35.88%	34.19%	31.37%	29.74%	28.27%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	13	25	70	125
增持	0	0	1	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.04	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究