

导语：强者恒强+高端引领+省外扩张，奠定全国清香酒白酒标杆。

作者：市值风云 App：木盒

品牌文化为魂，科技赋能为翼，山西汾酒引领清香型白酒价值跃升

2025 年第三季度，山西汾酒实现营收规模跃居白酒行业第二位，仅次于贵州茅台。

2025年第三季度	营业收入（亿元）	同比增长率
贵州茅台	390.64	0.56%
山西汾酒	89.6	4.05%
五粮液	81.74	-52.66%
泸州老窖	66.74	-9.80%
洋河股份	32.95	-29.01%
古井贡酒	25.45	-51.65%
今世缘	19.3	-26.78%
迎驾贡酒	13.56	-20.76%
顺鑫农业	12.76	-21.72%
舍得酒业	10	-15.88%

（数据来源：市值风云）

在行业整体承压、多数酒企营收与利润同步下滑的背景下，山西汾酒展现出极强的经营韧性：在 20 家上市白酒企业中，2025 年前三季度仅有贵州茅台和山西汾酒保持营收、净利润正增长，成为行业调整期唯二保持稳健增长的企业。

山西汾酒的加权 ROE 已经多年蝉联 A 股白酒行业第一：2024 年为 39.7%，2025 年前三季度为 31.8%。相较于大众熟知的茅台突出的资本回报能力，山西汾酒的资本回报表现更为优异。

加权ROE(%)	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年Q3
山西汾酒	42.0	44.7	43.1	39.7	31.8
贵州茅台	29.9	30.3	34.2	36.0	24.6
泸州老窖	31.2	33.3	35.1	30.4	22.0
今世缘	22.6	24.7	25.9	23.7	15.7
古井贡酒	21.3	17.9	22.9	23.9	15.5
五粮液	25.3	25.3	25.1	23.4	15.4
迎驾贡酒	24.9	26.4	30.0	27.9	14.8
金徽酒	11.3	9.2	10.2	11.7	9.5
洋河股份	18.6	21.0	20.3	12.1	8.1
老白干酒	10.8	17.5	14.4	15.6	7.4

(A股白酒行业ROE前十排名)

这种投资回报率在A股也是位列前茅——2024年营业收入超100亿、ROE超过35%的公司，全A股只有8家，山西汾酒排第5。

2024年年度	营业收入(亿)	加权ROE(%)
重庆啤酒	146.4	60.2
TCL智家	183.6	53.2
东鹏饮料	158.4	46.9
赛力斯	1451.8	45.4
山西汾酒	360.1	39.7
德业股份	112.1	39.2
苏泊尔	224.3	37.3
贵州茅台	1709.0	36.0

(wind数据)

逆势成长、排名跃升、卓越盈利水平三重印证，山西汾酒近年的蜕变并非短期景气，而是战略、管理、产品、市场、创新多方面努力带来的高质量成长。

一、强者恒强+高端引领+区域突破，筑牢成长根基

(一) 行业格局重塑，头部效应凸显

近年以来，白酒行业进入集中度持续提升的结构性分化阶段，高品质、有文化底蕴的名优白酒产品更受消费者青睐，而中小酒企盈利空间被持续挤压，市场份额与利润加速向头部集中。

2025年，茅台、山西汾酒、五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒这六家头部企业，营收占行业总营收的88%，净利润占比高达95%。

而在2018年，其净利润占比尚不足一半。从不足五成到接近高度集中，行业利润呈现出持续、快速向头部集中的鲜明特征，这是龙头企业品牌、产品与渠道持续强化的结果。

(二) 产品矩阵全覆盖，高端化驱动盈利升级

山西汾酒作为清香型白酒的龙头企业，凭借对行业趋势的精准洞察和对消费需求的深刻把握，构建了全价位覆盖、高端化主导的金字塔式产品矩阵，形成了满足不同消费场景和需求的完整体系：

(1) 金字塔的顶端，是承载品牌价值、引领品类升级的高端及超高端产品，以青花汾酒系列为核心载体，精准卡位商务宴请、高端宴席、收藏品鉴等核心场景，彰显汾酒6000年酿造史的文化底蕴与品质实力；

(2) 金字塔的中端，是支撑企业规模增长、衔接高低端市场的核心力量，以老白汾酒系列、巴拿马系列为主力，覆盖100-300元价格带，精准对接家庭消费、朋友小聚、轻商务宴请等主流场景；

(3) 金字塔的底端，是保障企业市场覆盖率、培育年轻消费群体的大众产品，以玻汾系列为核心，涵盖红盖汾、黄盖汾、乳玻汾、出口汾等多个单品，覆盖40-100元价格带，主打口粮酒市场。

在全价位覆盖的基础上，山西汾酒始终坚持“高端化主导”的发展战略，将高端化升级作为提升盈利质量、强化品牌地位的核心路径，而这一战略的成效，也直观体现在企业的财务数据与产品结构中。

山西汾酒自2022年以来披露了中高价白酒的收入，其中2022年-2025年上半年，公司中高端白酒收入占比分别为72.7%、73.1%、74%、75.2%，呈不断上升趋势。

主营业务收入	2022年	2023年	2024年	2025年中
白酒 (亿)	260.4	317.4	358.7	317.4
中高价白酒 (亿)	189.3	232.0	265.3	238.8
其他酒类 (亿)	71.1	85.4	93.4	85.4
中高端白酒占比	72.7%	73.1%	74.0%	75.2%

(数据来源: 市值风云)

值得注意的是, 该品类相对于其他酒类的毛利率也更高, 2025年上半年, 山西汾酒产品毛利率为75.37%, 其中, 中高价白酒毛利率为84.09%, 而其他酒类毛利率只有51.65%。

毛利率	2022年	2023年	2024年	2025年中
产品	75.46%	75.37%	76.30%	75.37%
中高价白酒	83.98%	84.09%	84.45%	84.09%
其他酒类	52.74%	51.65%	53.15%	51.65%

(数据来源: 市值风云)

随着高端收入占比的提升, 中高价白酒给公司贡献的毛利润比例也越来越高, 2025年上半年高达83.9%。

毛利润	2022年	2023年	2024年	2025年中
白酒 (亿)	196.5	239.2	273.7	239.2
中高价白酒 (亿)	159.0	195.1	224.1	200.8
其他酒类 (亿)	37.5	44.1	49.7	44.1
中高端白酒占比	80.9%	81.6%	81.9%	83.9%

(数据来源: 市值风云)

因此, 公司盈利水平的提高, 很大程度上得益于公司产品结构高端化的发展。

(三) 深耕全国, 迈向全球

从立足三晋到布局全国, 从深耕国内到扬帆海外, 山西汾酒的市场扩张之路, 见证着清香龙头的崛起与蜕变。

多年来，汾酒逐步打破区域局限，实现了从早起省内收入为主，到 2019 年省外收入超越省内，再到如今省外收入达省内 2 倍的跨越式发展，省外收入占比从 2017 年的 40.3%逐年提高到 2024 年底的 62.4%，全国化布局成效显著。

收入按地区划分	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
中国大陆 (亿)	59.8	93.1	117.5	138.5	198.1	260.4	317.4	358.7
省外 (亿)	24.1	40.2	59.6	78.5	117.4	160.0	196.6	223.7
省内 (亿)	35.7	52.9	57.8	60.0	80.7	100.4	120.8	135.0
省外收入占比	40.3%	43.2%	50.7%	56.7%	59.3%	61.4%	61.9%	62.4%

(数据来源：市值风云)

渠道是市场扩张的根基，汾酒持续加大经销商网络建设力度，优质经销资源不断涌入，特别是省外扩张速度更快，经销商数量从 2020 年的 1847 家升至 2025 年的 3718 家，终端网络覆盖愈发广泛，形成了全方位、多层次的渠道体系。

经销商数量	2020年	2025年中	增量
省内	642	835	193
省外	1847	3718	1871
合计	2489	4553	2064

(经销商资源扩张以省外为主)

在全国化势能持续释放的同时，汾酒积极推进国际化 1.0 战略，以文化为纽带、渠道为支撑，深耕俄罗斯、中东等海外市场，推动青花汾酒入驻克里姆林宫博物馆，搭建起中外酒文化交流的桥梁。

2024 年国外业务贡献 1.4 亿收入，目前规模虽小但提升空间也大，成为公司未来发力的新增长点。

如今，山西汾酒已实现从区域名酒到全国头部、再到国际化清香代表的跨越，未来将持续拓宽市场边界。

二、优秀管理筑根基，战略践行启新程

山西汾酒能实现从区域龙头到全国头部的跨越，核心得益于一支优秀的管理团队，始终以专业运营、正向价值观与资源协同，筑牢企业高质量发展的根基，支撑其在行业调整期逆势突围。

首先，管理层长期稳定，核心成员任职基本在五年以上，保证了战略一以贯之、长期执行，推动公司运营管理走向专业化、精细化。团队精准践行“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，尤其在品牌与文化建设上成效突出。

例如积极深耕文化赋能，推进非遗申报，活化传承古法酿造技艺；连续举办八届杏花节，以沉浸式文旅体验活化诗酒文化，打造文化传播核心载体；深化 IP 建设，推出“杏花村酒·盛世典藏”等文化 IP 产品，联动封藏大典、文化行走等活动，让千年清香文化可触可感，持续提升品牌溢价能力。

团队始终坚守可持续经营理念，坚持不向经销商压货、主动控货调结构，与渠道伙伴形成长期共赢的良性生态，存货周转天数显著优于行业平均。

截至 2025 年 9 月 30 日，山西汾酒存货周转天数为 450 天，远低于行业平均的 1456 天，仅为行业水平的 31%，表明公司在库存管理上具备极强的动销能力，成品酒积压风险显著低于同行。

至于有些媒体认为 2025 年三季度预收账款 57.81 亿较 2024 年底 86.72 亿有所下降，实则是前期订单顺利交付，而非需求疲软。2025 年三季度预收账款较 2024 年三季度（54.81 亿）仍实现正增长，说明经销商拿货积极，渠道信心充足。

与华润的深度合作，更进一步放大了管理团队的优势，在“长期股权绑定+董事会介入管理经验赋能+渠道协同”三方面发力：

- （1）自 2018 年华润战略入股成为第二大股东，双方长期股权绑定稳固；
- （2）华润提名高管进入汾酒董事会，注入市场化管理经验，推动管理体系优化；
- （3）渠道端，借助华润万家等全国性零售网络，助力汾酒打破地域局限，加速省外市场渗透，为全国化布局提供强大支撑。

稳定的管理团队、正向的经营理念与高效的资源协同，三者有机结合，让山西汾酒在行业集中化浪潮中站稳脚跟，实现营收规模跃升、盈利质量优化。这种“做正确的事”的坚守，正是汾酒持续成长的核心底气。

三、守正出奇，创新赋能

山西汾酒并未固守传统名酒的舒适区，而是以开放包容的姿态主动求变、拥抱新事物，从科技、数字化、年轻化到场景营销，多维度突破，为品牌进阶注入强劲动力，成为传统名酒转型的标杆。

创新的核心底色，始终是科技创新对品质的坚守与赋能。汾酒将科技融入白酒酿造全流程，在原材料环节搭建标准化种植体系，严控高粱、大麦等原料品质；在品质控制与提升上，运用现代检测技术优化酿造工艺，实现古法技艺与现代科技的有机融合，既守住清香型白酒的本真风味，又持续提升产品品质稳定性。

数字化转型则成为汾酒激活渠道、拓宽触达的重要抓手。汾酒发力“智慧汾酒”战略，构建全链路数字化管理体系，实现从生产、仓储、物流到终端销售的数字化管控，提升运营效率。

同时深耕线上渠道，联动京东等主流电商平台创新营销模式，借助立影 3D 技术提升用户交互体验，带动线上销量稳步增长，2024 年线上电商收入高达 21 亿，同比增长 26%，实现线上线下渠道协同发展，拓宽消费触达边界。

面对年轻消费群体成为市场主力的趋势，汾酒精准发力，于 2024 年全面落地“年轻化 1.0”战略，实现与年轻消费者的同频共振，圈粉年轻群体。

为立足年轻群体健康化、轻量化的消费需求，汾酒以低酯低醇、“清、爽、净”的口感精准适配，成效十分显著：90 后消费者占比已提升至 50%以上，25-35 岁核心年轻群体占比达 47%。

与此同时，通过云端会客厅、积极接梗、抖音挑战赛等年轻化传播形式，消解传统名酒与年轻群体的认知隔阂，让千年清香文化以更年轻化的表达方式传递，实现品牌与年轻消费者的文化共鸣。

场景化营销的深耕，则让汾酒的品牌影响力真正渗透到消费终端，例如将“汾享礼遇”打造为场景营销核心 IP，深度渗透商务宴请、家庭欢聚、节日礼赠等高频消费场景，将产品与消费场景、情感需求深度绑定。

这种场景化的布局，不仅有效带动了产品动销，助力 2025 年前三季度营收实现同比增长，更进一步强化了品牌影响力与用户粘性，构建起差异化的营销优势。

总结

在行业分化加剧的环境中，公司凭借龙头效应、品牌高端化以及区域拓展，以确定性的增长与稳固的竞争优势，进一步巩固清香龙头地位，成长逻辑与价值成色持续得到验证，收入规模、盈利水平稳居行业前列。

品牌拥有千年底蕴，精神始终锐意创新，依托品牌、产品、渠道、创新等核心优势，山西汾酒未来将持续巩固头部地位，有实力引领清香型白酒深耕全国、甚至迈向全球，彰显中国名酒的文化魅力与品牌实力。