

山西汾酒（600809.SH）

清香白酒龙头开启新一轮成长周期

买入

核心观点

山西汾酒：全国性清香名酒品牌，国企改革驱动公司持续成长。汾酒曾连续五次蝉联全国评酒会“中国名酒”称号，是当之无愧的清香白酒龙头。2017年，公司开始三年国企改革行动，从管理层、股权激励、产品架构等进行系统性改革，营收由2016年44.05亿元增长至2021年199.71亿元，CAGR高达35.3%；归母净利润由6.05亿元增长至53.14亿元，CAGR高达54.4%。

全国化：山西省内基本盘稳固，全国化扩张打开业绩增长空间。山西汾酒拥有稳固的省内基本盘，省内高市占率&香型壁垒&马太效应，为全国化扩张提供费投支持、人才梯队，也推动清香品类泛区域化扩张。在全国化推进上，公司于2017年再次开启全国化扩张，早先聚焦三大环山西板块，成功塑造鲁豫两大样板市场。随后，公司加大长江以南市场的开拓，有望打造第三增长曲线。经过五年左右全国化扩张，公司省外营收占比由2017年的40.3%提升至2021年的59.3%，十四五末有望提升至70%左右。

高端化：深化“拔中高、控底部”策略，青花放量带动产品结构升级。在千元价位，公司于推出青花30·复兴版实现价格占位，2022年有望实现30亿营收。在次高端价位，公司主动培育青花20大单品，通过玻汾渠道导流实现全国化扩张。在腰部价位，公司推动巴拿马系列在环山西市场实现较快增长，老白汾系列或将有序换代升级。在低端价位，公司主动控制玻汾增长，并推出高价位献礼版玻汾提升吨价。未来，公司在“拔中高、控底部”策略下，有序推进青花系列全国化扩张，有望将中高档营收占比提升至70%+。

成长空间：长江以南市场打造省外新增长极，青花30·复兴版全国化扩张打开增长空间。我们从产品结构升级和区域扩张两个维度测算汾酒十四五末成长空间：1）分区域测算，引入市场成熟度模型，省内以结构升级为主，长江以南市场接棒环山西市场持续增长，预计2025年酒类业务有望实现营收约430亿元。2）分品类测算，引入产品生命周期模型，玻汾持续控量，青花20有序全国化，青花30复兴版省内升级、省外铺货&复购增长，有望接棒青花20打造第二增长曲线，预计2025年酒类业务实现营收约440亿元。

山西汾酒是成长性和确定性兼具的标的，维持“买入”评级。预计公司2022-2024年实现营收260.0/325.1/390.15亿元，实现归母净利润79.01/102.78/128.71亿元，对应2023-2024年PE 31.1/24.9X。考虑到青花系列全国化有序推进，以及享受业绩确定性溢价，给予2023年30-35X PE，对应目标价252.71-294.83元，维持“买入”评级。

风险提示：高端白酒竞争加剧；青花30·复兴版推广不及预期；疫情反复等。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,990	19,971	26,000	32,506	39,015
(+/-%)	17.8%	42.8%	30.2%	25.0%	20.0%
净利润(百万元)	3079	5314	7901	10278	12871
(+/-%)	58.8%	72.6%	48.7%	30.1%	25.2%
每股收益(元)	3.53	4.36	6.48	8.42	10.55
EBIT Margin	30.1%	34.5%	39.3%	41.3%	42.9%
净资产收益率(ROE)	31.5%	34.9%	38.1%	36.8%	34.8%
市盈率(PE)	74.2	60.2	40.5	31.1	24.9
EV/EBITDA	54.6	47.4	32.2	24.9	20.2
市净率(PB)	23.37	21.01	15.41	11.44	8.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青

联系人：李文华

0755-22940855

021-60375461

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn

S0980520110001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	252.71 - 294.83 元
收盘价	262.15 元
总市值/流通市值	319842/319223 百万元
52周最高价/最低价	333.00/227.31 元
近3个月日均成交额	1331.83 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《山西汾酒（600809.SH）-2022年高质量收官，2023年加速高端化》——2023-02-06
- 《山西汾酒（600809.SH）-三季度业绩持续高速增长，青花全国化加速推进》——2022-10-31
- 《山西汾酒（600809.SH）-青花系列全国化势能持续释放，驱动公司业绩持续高速增长》——2022-10-19
- 《山西汾酒（600809.SH）-短期业绩有所承压，积极看好未来高端化和全国化》——2022-08-26
- 《山西汾酒（600809.SH）-1季度业绩增长70%，青花势能强劲，结构持续优化》——2022-04-29

内容目录

山西汾酒：步入品牌复兴新征程的清香白酒龙头	6
历史沿革：国企改革驱动清香龙头品牌复兴初步成功	6
股权结构：引入华润战投积极优化内部治理结构	8
产品结构：打造青花&玻汾全国性大单品，持续提升中高端占比	9
市场布局：加速推进全国化扩张，打造三大板块市场	17
品牌定位：老四大名酒品牌复兴，四个专注强化结构升级	20
白酒行业：消费升级驱动扩容增长，2023 年需求复苏增长	24
白酒消费升级下“量稳价增”，马太效应下酒企结构性繁荣	24
高端酒价盘调整消化提价周期，2023 年步入需求复苏周期	25
汾酒复兴：两次改革驱动汾酒持续成长，高端化打开估值天花板	27
2009-2012 年，汾酒第一次改革：李秋喜主导体制改革，释放国企经营活力	27
2017-2021 年，汾酒第二次改革：股权激励方案结硕果，内部管理精益求精	28
估值复盘：全国化&高端化是支撑汾酒高估值的底层逻辑	31
全国化路径及空间测算：预计 2025 年有望实现营收约 430 亿元	33
山西市场：扎实基本盘市场，为全国化提供费投支持	33
全国化基因：基本盘稳固&全国性名酒&香型差异化	35
区域扩张：基本实现全国化扩张，打造三大板块市场	36
从区域布局维度测算全国化空间：2025 年营收有望实现约 430 亿	39
高端化路径及空间测算：预计 2025 年有望实现营收约 440 亿元	41
玻汾系列：汾酒全国化先行军，献礼版试水百元价位	41
千元价位：青花 30·复兴版预计充分享受价格带增长红利	43
青花系列：预计 2025 年青花 30·复兴版有望实现营收 55 亿	45
从产品结构升级测算全国化空间：2025 年营收有望实现约 440 亿	47
盈利预测与财务分析：高端化加速推进，全国性次高端向千元价位迈进	49
估值分析与投资建议：步入品牌复兴新征程的汾酒是优秀的底仓配置品种	55
绝对估值：279.73-317.82 元	55
相对估值：252.71-294.83 元	56
投资建议：汾酒品牌高势能崛起，成长性和确定性兼具的标的	58
风险提示	59
附表：财务预测与估值	60
免责声明	61

图表目录

图 1: 山西汾酒历史沿革梳理	7
图 2: 山西汾酒股权结构	8
图 3: 山西汾酒中高档产品营收占比稳步提升	9
图 4: 山西汾酒各个价位带划分	9
图 5: 2020 年汾酒推出青花 30·复兴版	10
图 6: 2021 年推出青花汾酒 40 占位超高端价位	10
图 7: 山西汾酒产品矩阵 (元)	11
图 8: 七大核心举措打造清香型核心产区	13
图 9: 吕梁清香核心产区加速崛起	13
图 10: 2025 年吕梁市白酒产能规划 50 万千升	16
图 11: 2021 年山西汾酒实际成品酒产量 (万千升)	16
图 12: 山西汾酒 2018 年经销商数量开始大幅增长 (个)	17
图 13: 山西汾酒省内经销商 2018 年开始大幅增长 (个)	17
图 14: 山西汾酒省外经销商数量持续增长 (个)	17
图 15: 山西汾酒销售人员持续增长 (人)	17
图 16: 汾酒在十四五期间确立“13344”营销作战计划	18
图 17: 山西汾酒营销转型三阶段	18
图 18: 白酒香型更迭图	20
图 19: 水源、地缸、汾酒老作坊是汾酒三大“活态”载体	20
图 20: 山西汾酒 1915 年荣获巴拿马金奖	20
图 21: 青花汾酒·青花盛宴	21
图 22: 山西汾酒·行走的汾酒	21
图 23: 2021 年我国白酒产量下滑至约 716 万千升	24
图 24: 2021 年我国规上白酒企业营收约 6033 亿元	24
图 25: 2016-2021 年白酒吨价 CAGR 达 13.3%	24
图 26: 2021 年我国上市白酒企业营收占行业 51.3%左右	24
图 27: 茅台、五粮液一批价提升打开白酒价格带增长空间	25
图 28: 2016-2021 年居民人均可支配收入复合增速约 8.1%	25
图 29: 2010-2022 年, 茅台一批价增速复盘 (元/瓶)	25
图 30: 2010-2022 年, 普五一批价增速复盘 (元/瓶)	25
图 31: 白酒行业 3 年库存周期演进图	26
图 32: 2021Q3 是本轮茅台批价的高点	26
图 33: 2021Q2-3 是本轮普五批价的高点	26
图 34: 2009-2010 年, 山西汾酒开始第一轮改革 (亿元)	27
图 35: 2017-2022 年, 山西汾酒历史股价复盘	31
图 36: 2017 年至今, 山西汾酒 PE TTM 估值中枢在 53.41X (截至 2023 年 03 月 10 日)	32
图 37: 2019 年山西煤炭产业占比全省 GDP 约 42%	33

图 38: 近年来山西煤炭价格持续回升 (元/吨)	33
图 39: 2021 年山西城镇居民人均可支配收入增速约 7.6%	33
图 40: 2021 年山西省 GDP 增速高达 28%	33
图 41: 2021 年山西汾酒省内销售结构占比	34
图 42: 2021 年山西省内各个地市 GDP 排序	34
图 43: 山西省地产酒布局	34
图 44: 2019 年山西汾酒在省内市占率在 50%左右	34
图 45: 山西汾酒具备全国化的基础	35
图 46: 2021 年山西汾酒省外营收不断提升	36
图 47: 2021 年山西汾酒全国可控终端破百万	36
图 48: 2017-2019 年, 山西汾酒由区域性走向泛全国化	37
图 49: 2020-2022 年, 山西汾酒基本实现全国化扩张	38
图 50: 2022 年汾酒推出献礼版玻汾, 定价 109 元/瓶	41
图 51: 献礼版玻汾坚持“1 个核心、3 个优选、3 个坚持”	41
图 52: 预计 2021-2025 年玻汾营收增速 CAGR 维持 7.6%左右	42
图 53: 预计 2025 年玻汾系列营收占比下降到 17%左右	42
图 54: 2021 年高端价位竞争格局及体量测算 (亿元)	43
图 55: 2021 年高端酒赛道各大香型市占率	44
图 56: 2021 年高端酒赛道各大香型市占率 (剔除茅台酒)	44
图 57: 青花 30·复兴版批价稳定在 815 元左右	45
图 58: 青花 20 批价稳定在 360 元左右	45
图 59: 青花汾酒 30·复兴版更加突出“青花”品牌	45
图 60: 预计 2021-2025 年青花系列营收符合增速 35%左右	46
图 61: 预计 2025 年青花系列营收占比提升到 50%左右	46
图 62: 山西汾酒 2021 年营收接近 200 亿	49
图 63: 山西汾酒净利润 2016-2021 年 GAGR 高达约 54.4%	49
图 64: 山西汾酒 2016-2021 年销量 GAGR 达 30.7%	49
图 65: 山西汾酒 2016-2021 年吨价 GAGR 达 2.1%	49
图 66: 2021 年山西汾酒毛利率提升至 75.4%	50
图 67: 2021 年山西汾酒净利率提升至 26.9%	50
图 68: 汾酒系列中高档占比提升至 58.4%	50
图 69: 2016-2021 年青花系列增速 CAGR 高达约 50%	50
图 70: 山西汾酒销售费用率维持相对稳定 (%)	50
图 71: 山西汾酒管理费用出现大幅优化 (%)	50
图 72: 山西汾酒可比公司估值表 (截至 2023 年 03 月 10 日)	56
图 73: 山西汾酒-五粮液 PE TTM 差 (均值为 21.09X, 现值为 13.30X, 截至 2023 年 03 月 10 日)	56

表1: 山西汾酒管理层	8
表2: 山西汾酒产品迭代梳理	10
表3: 山西汾酒控量策略推进进程	12
表4: 山西汾酒·青花系列提价梳理	12
表5: 山西汾酒·玻汾系列提价信息梳理	13
表6: 酱浓清三大香型工艺对比	14
表7: 三大清香品类工艺对比	14
表8: 山西汾酒产能扩张梳理	15
表9: 山西汾酒渠道政策变迁	17
表10: 山西汾酒长三角、珠三角五省“作战计划”	19
表11: 汾酒五次入选国家名酒, 具备名酒基因	20
表12: 山西汾酒消费者培育动作	21
表13: 山西汾酒营销战略目标	22
表14: 2009 年, 李秋喜接棒后开启第一轮国企改革	27
表15: 山西汾酒混改历史梳理	28
表16: 2017-2019 年, 汾酒集团酒业业务考核目标及完成情况	28
表17: 山西国资委向汾酒集团董事会下放八项权利	28
表18: 山西汾酒 2019-2021 年股权激励考核目标	29
表19: 山西国资委对汾酒集团进行业绩考核	29
表20: 汾酒集团酒类资产注入进展	30
表21: 山西省白酒市场各价格带主流产品	34
表22: 山西汾酒全国化扩张战略	36
表23: 按照山西汾酒 2025 年 400 亿营收规划, 70%省外的市场结构测算 (亿元)	39
表24: 山西汾酒 2025 年酒类业务营收分区域测算 (亿元)	39
表25: 预计 2020-2025 年高端价位的增速 CAGR 维持在 13%左右 (单位: 亿元)	43
表26: 中性预期下, 预计 2025 年青花 30·复兴版实现营收约 55 亿元, CAGR 约 22.2% (单位: 亿元)	47
表27: 2025 年青花 30·复兴版省内外营收的敏感性测算	47
表28: 山西汾酒 2025 年酒类业务营收分产品测算 (亿元)	47
表29: 山西汾酒费用率预测假设条件	53
表30: 山西汾酒主营业务拆分及预测	53
表31: 山西汾酒 FCFF 估值中盈利预测假设	55
表32: 山西汾酒 WACC 假设	55
表33: 山西汾酒 FCFF 估值法敏感性分析	55

山西汾酒：步入品牌复兴新征程的清香白酒龙头

历史沿革：国企改革驱动清香龙头品牌复兴初步成功

清香鼻祖，先后五次上榜全国评酒会，开启品牌复兴的新征程。1915年，山西汾酒在巴拿马万国博览会上荣获甲等金质大奖章，1949年开国宴上正式成为国宴用酒，并先后五次在全国评酒会上蝉联国家名酒称号，被誉为“中国白酒产业的奠基者、传承中国白酒文化的火炬手、中国白酒酿造技艺的教科书、见证中国白酒发展历史的活化石”¹。

1949年-1993年，凭借清香品类扩产优势，山西汾酒奠定清香时代。在计划经济时代，我国物资相对匮乏，以汾酒为代表的清香型白酒凭借出酒率高、生产周期短、粮耗低等优势，实现产能的快速扩张，满足大众消费者“能喝酒”的需求。1949年，汾酒在义泉酿造厂和德厚成酿造厂的基础上宣告成立，并于1951年迁至杏花村西堡古八槐街旧址，为今后扩建奠定了基础。1952年，汾酒在第一届全国评酒会上获评国家名酒，从而成为四大名酒之一，具备名酒基因。1962年，酒界泰斗秦含章带队进行“汾酒试点”，解决了成品酒中白色、黑色沉淀物交杂的“老大难”问题，汾酒产量实现成倍增长。1985年，汾酒成为全国最大的白酒生产基地，年产量突破8000吨，占全国13种名白酒产量的一半，夯实了汾酒绝对的行业龙头地位。1987年，时任汾酒厂长常贵明签订“承包经营责任状”，经营体制的改革推动公司一飞冲天。1993年，山西汾酒成功在上交所上市，但在1993年名酒提价潮中，公司坚持民酒战略，错失提价机遇。

1994年-2001年，公司奉行民酒战略失误，错失高端化先机。山西汾酒上市之后，计划经济开始转向市场经济，各类名酒纷纷提价稳定供求，而公司却坚持走“民酒”路线，错失高端化先机。1994年，五粮液借助OEM模式实现快速扩张，产能超过汾酒，行业进入五粮液为代表的浓香时代。1998年，震惊全国的山西朔州假酒案叠加亚洲金融危机，汾酒陷入了成立以来最大的经营危机，丢掉了70%的省外市场份额。此外，消费税的调整对于实施“民酒”战略的汾酒更是雪上加霜，但是也直接推动汾酒高端化转型。

2002年-2008年，省外扩张助力汾酒增长，贴牌经营弊端日益凸显。山西汾酒采用了集团开发模式发展中高端品牌，于2002年推出高端国藏系列，开始进军高端市场重塑品牌，逐渐形成了以国藏汾酒、青花瓷汾酒和中华汾酒为主的高端产品，和以老白汾、玻汾为代表的中低端产品组合。在市场开拓上，汾酒从2001年开始将“巩固本省市场、拓展省外重点市场”作为基本策略，对成熟品牌实行总代理，加强自营网络建设，成立汾酒专卖店30多家。2004年，汾酒依靠集团开发模式迅速崛起，但是贴牌经营模式弊端日益凸显，汾酒贴牌SKU一度超过1000种，极大地稀释了汾酒的品牌价值。

2009年-2012年，换届改革开启“汾酒新政”，全国化进程再加速。2009年，李秋喜正式执掌汾酒集团，出任汾酒集团董事长，开始实施一系列“汾酒新政”，并明确了2015年实现百亿的目标。汾酒开始重点打造高端青花汾酒，明确深化全国化布局。2010年，山西汾酒围绕“中国酒魂”的新定位，积极推进品牌与产品整顿，并于2012年提前实现百亿规划。2012年，在“三公禁令”的背景下，白酒行业迎来三年的深度调整期，汾酒的发展进入转折点。

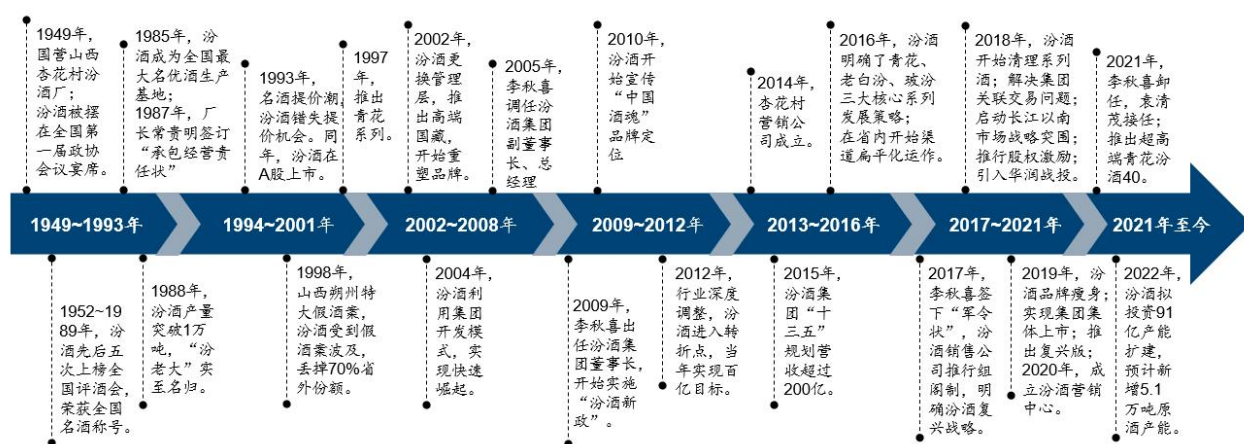
¹ 资料来源：山西汾酒2021年年报，公司描述的自身定位，仅供参考。

2013年-2016年，白酒行业调整阵痛期，山西汾酒业绩大幅下滑。2012年，在“八项规定”的背景下，名酒的政务需求大幅下滑，白酒行业发展进入阵痛期。此外，山西地区煤炭产业低迷使得省内经济增速放缓，百亿汾酒发展再次陷入困境。在三年白酒行业调整期，汾酒积极摸索渠道模式变革，2014年杏花村营销公司成立，并相继成立创意定制公司、上海杏花村汾酒企业管理公司等，探索和经销商合作的新模式。2016年，汾酒明确了聚焦青花、老白汾以及玻汾三大核心系列的发展策略，并开始加快在省内市场的渠道扁平化操作。

2017年-2021年，国改助力汾酒品牌复兴，全国化稳步推进。2017年，汾酒集团董事长李秋喜与山西省国资委签署“军令状”，与此同时省国资委下放八项权利，汾酒由此掀开了三年的经营体制改革。在管理层方面，山西汾酒实施组阁聘任制和职业经理制度，宣布解聘汾酒销售公司经理层和部分负责人，同时在2018年底推动股权激励计划，激活管理层的经营活力。此外，山西汾酒于2018年引进华润战投，实现产品联合和管理赋能。在品牌管理方面，汾酒将竹叶青营销公司并入汾酒销售公司一体化运作，设立汾牌系列酒营销公司进一步规范个性化品牌管理，并于2019年开始品牌瘦身计划，收回“汾”字产品，将品牌SKU压缩至500个以内。在产品结构上，山西汾酒提出“抓两头，带中间”的发展策略，并于2020年推出青花30·复兴版进军千元价位段。在市场布局上，2017年山西汾酒启动华东市场战略规划，正式开启以长江以南市场为重点的省外市场战略突围，于2019年正式提出1357三步走的省外市场拓展策略。公司经过五年立体式的改革，2021年营收成功突破200亿，基本实现全国化布局，青花汾酒占比进一步优化，迎来了汾酒品牌复兴的高光时刻。

2021年至今：袁清茂接过汾酒复兴的大旗，高端化是公司发展主旋律。2021年，李秋喜因年龄原因卸任汾酒集团董事长，袁清茂顺利接过汾酒复兴的大旗。在2021年经销商大会上，公司将2022年至2023年定义为改革的转型发展期，2024年至2025年为营销加速发展期，进而顺利在2025年完成400亿营收目标。2022年，山西汾酒拟投资91.02亿元加码5.1万吨原酒产能，继续夯实十五五营收基石。此外，公司8月推出定位百元价位段的献礼版玻汾，拉升玻汾系列品牌高度。

图1：山西汾酒历史沿革梳理

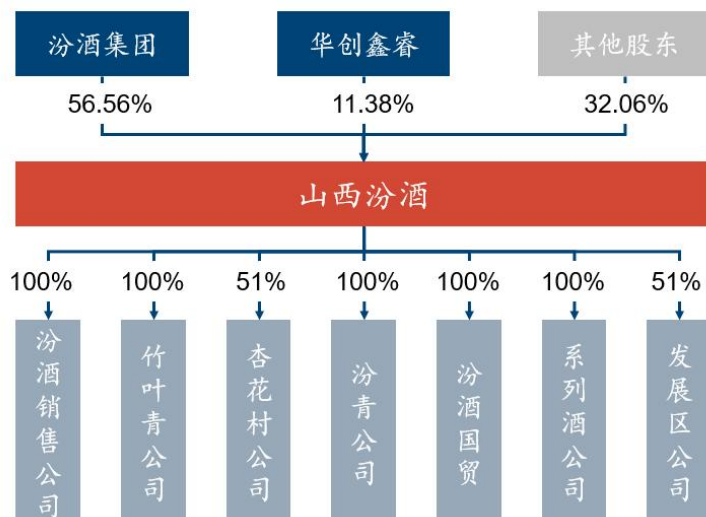


资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构：引入华润战投积极优化内部治理结构

山西汾酒引入华润系赋能，积极优化内部治理结构。2018 年，山西汾酒积极引入战略投资者，汾酒集团转让 11.45% 股份引入华创鑫睿（华润战投），实现在渠道和精细化管理层面的双重赋能。

图2：山西汾酒股权结构



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

注：截至 2022 年三季报

山西汾酒核心管理层均由内部成长而来，营销政策执行力&配合度&团队稳定性均有较强保障。在管理层维度，公司于 2017 年推行“组阁聘任制”和“模拟经理人制度”，实现管理层精简和组织扁平化，同时建立了差异化的薪酬体系。目前，山西汾酒核心管理层均由内部成长而来，从政策落地执行力&团队配合度&团队稳定性等维度，均具有较强水准。例如，公司副总经理李俊历任石家庄营销处副总经理、北京公司经理、山西事业部总经理等，配合李秋喜一同实现了汾酒三年的营销体系改革。

表1：山西汾酒管理层

姓名	职务	出生年份	2021 年薪酬(万元)	2021 年持股数(万股)
袁清茂	董事长,董事	1969	--	--
刘卫华	副董事长, 副总经理	1971	79.48	0.14
谭忠豹	副董事长, 总经理	1963	94.13	2.10
陈鹰	副董事长,董事	1970	--	--
李振寰	副董事长,董事	1968	--	--
常建伟	董事	1965	76.79	2.80
高明	董事, 总会计师	1963	79.91	0.42
杨建峰	董事	1964	79.65	--
余忠良	董事	1965	--	--
李俊	副总经理	1974	110.65	7.00
李成刚	副总经理	1966	65.29	7.00
王涛	董事会秘书	1967	65.29	9.10
李沛洁	总经理助理	1971	62.68	--
张永踊	总经理助理	1973	105.71	4.20

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

产品结构：打造青花&玻汾全国性大单品，持续提升中高端占比

1) 产品战略：深化“拔中高控底部”，持续提升中高档占比

2009-2020 年：采取“抓两头，带中间”策略，培育出青花、玻汾等四大主力单品。在上一轮改革中，公司于 2009 年提出“抓两头，带中间”的产品策略，聚焦打造高价位青花系列，推出青花 30·复兴版冲击千元价位带。针对腰部巴拿马系列全力推进星火计划，通过“两头”的发展强化巴拿马&老白汾的全国化推进。在低端价位，山西汾酒通过发力高线光瓶玻汾系列，进而唤醒清香消费者记忆，进而塑造成汾酒全国化复兴的先行军。在 2016-2020 年本轮改革中，山西汾酒继续坚持“抓两头，带中间”策略，聚焦发展高端青花系列和低端玻汾系列，成功培育出青花 20、巴拿马、老白汾和玻汾四大单品。

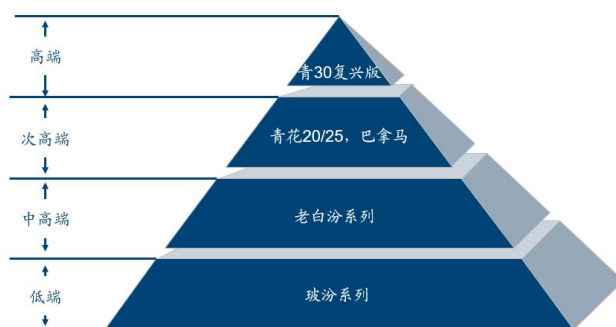
2021 年至今：“拔中高，控底部”策略，持续提升青花系列中高端占比。随着山西汾酒全国化的快速推进，2021 年公司开始将产品策略升级为“拔中高，控底部”，进而推动公司由过去全国化扩张逐步转向产品结构升级的高质量发展。在十四五期间，汾酒的基酒产能相对受限，难以继续支撑玻汾等低端酒放量增长。基于此，公司通过内部配额的合理规划，缩减和控制低端玻汾的产能，逐步提升中高档青花系列和巴拿马系列的占比。针对低端玻汾系列，公司 2022 年推出定位 100 元价位献礼版玻汾来提升整体吨价。经过近五年来的高端化培育，根据测算，预计汾酒系列中中高端产品营收占比提升至 70%+，产品升级成效显著。未来青花系列的快速放量带动产品结构升级，或是公司 2025 年实现 400 亿+营收的主要驱动力。

图3：山西汾酒中高档产品营收占比稳步提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：山西汾酒各个价位带划分



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2) 品牌架构：打造“2+2”品牌矩阵，构建四大全国性单品

山西汾酒打造“2+2”品牌矩阵，系统性培育青花和玻汾两大系列。在品牌布局上，2017 年 9 月，竹叶青并入汾酒销售公司一体化运作，公司全面构建起“2+2”品牌矩阵，即实施汾酒和竹叶青双轮驱动，系统建设杏花村和系列酒两大尖兵。在产品结构上，山西汾酒于 2009 年提出重点发展高价位的青花汾酒，坚持“抓两头，带中间”的产品策略，以青花 30 复兴版切入价位带，腰部产品推进巴拿马星火计划，实现全系列产品发展。山西汾酒经过五年来的主动调整，已经由过去以玻汾为主转变成“青花+玻汾”的双轮驱动。

在品牌管理上，汾酒系列主动品牌“瘦身”，奉行大单品策略。1998 年山西朔州假酒案爆发后，汾酒省外市场销售受到很大的影响，随后 2004 年利用集团开发模

式迅速崛起。但是，集团开发酒泛滥且价格体系混乱，直接弱化了消费者对于汾酒品牌的认知和体验。汾酒自 2018 年开始整顿开发酒，但是由于产品包材、合作期限等原因，品牌瘦身计划进展较缓。汾酒集团从 2018 年 10 月提出产品瘦身计划，并于 2019 年 4 月成立规范品牌运营转向工作组，积极开始品牌整治工作。在系列酒方面，2018 年 1 月，汾酒集团整合四家个性化品牌营销工作，成立汾牌系列酒营销公司来统一管理系列酒品牌。2019 年 6 月，汾牌系列酒由过去的开发模式转变为定制模式及自营模式，同时于当年 8 月之前完成“汾”字产品的收回和品牌梳理。2019 年底，汾酒集团针对非核心产品进行产品线瘦身，经过两年的持续清理，公司品牌数由 2017 年的约 1200 个压缩至 500 个以内。

表 2：山西汾酒产品迭代梳理

时间	山西汾酒产品迭代梳理
1997 年	开发出高档 30 年陈酿青花瓷汾酒；推出 青花系列
2004 年	推出国藏汾酒
2011 年	推出高度 出口汾 ；推出白玉汾酒、玫瑰汾酒
2016 年	研发出汾酒特色预调酒、苦荞酒、玫瑰 1904 和两款可调制型露酒“意会酒”等新酒体
2017 年	汾酒·诞生纪念酒新品；发布盘古汾酒；推出 巴拿马系列纪念酒新品 ；汾酒集团推出汾酒大师系列，推出首批红花、青韵、金樽； 青花 30 升级
2018 年	推出了 青花汾酒 50 和中国装
2020 年	推出 青花 30·复兴版 ，定价 1059 元；推出 地球汾 ；推出全新一代青享版和荣耀版竹叶青酒
2021 年	推出 青花 40·中国龙 ；推出“中格联名酒”
2022 年	推出定位百元价位的 献礼版玻汾

资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

在 2000 元+超高端价位，汾酒推出青花汾酒 40·中国龙来实现价格带占位。从产能稀缺性来看，青花汾酒是典型的小缸精酿工艺，缸大小是酱香窖池的 1%，是浓香窖池的 5%，每缸优质酒产能约二十多公斤。青花汾酒 40·中国龙，精选 10% 的优质基酒，由国家级调酒大师选取 20 年以上基酒、40 年以上老酒勾调而成。青花 40·中国龙定位 3000 元以上价位，由于产能瓶颈，预计全年投放量 500 吨左右，进而实现品牌力和产品力的双重提升。

在千元价格带，主推青花 30·复兴版，同时采取直控终端的渠道模式。山西汾酒在 2020 年将青花 30 升级至青花 30·复兴版，旨在将汾酒品牌高度拉升至千元价位段，彻底扭转过去汾酒低端光瓶酒的品牌形象。青花汾酒 30·复兴版是在 10 年基酒的基础上勾调而成，生产车间只有 2 个，每天仅能生产出 500 箱，因此较为稀缺的高端产能凸显了复兴版较高的收藏属性。根据公司规划指引，青花 30 复兴版未来按照四步走：第一步追赶 1573，第二步追平国窖 1573，第三步追赶五粮液，第四步追平五粮液。当前在千元价位持续扩容的背景下，汾酒占据香型和名酒基因双重优势，有望在千元价格拥有一席之地。在渠道打法上，传统的青花 30 是以区域代理为主，青花 30 复兴版采取直供连锁终端的模式，在现有 85 万家终端中精选 5000 家终端，进行小批量的铺货，后续动销更多以团购渠道为主。后续，青花 30 复兴版或发展非标和文创产品，一方面符合汾酒的文化属性，通过品牌势能的聚焦凸显文化汾酒的品牌价值，另一方面可以减轻标品的增长压力。

图 5：2020 年汾酒推出青花 30·复兴版

图 6：2021 年推出青花汾酒 40 占位超高端价位



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

在次高端价位，公司快速推动青花 20 省外市场的有序放量。在次高端及以上价位，汾酒以青花 20 及青花 30 运作为主，青花 20 主攻商务宴席消费，青花 30 主攻高端政商务团购。2017 年，公司砍掉青花 15 年和 25 年（省内青 25），突出青花 20 及青 30 的核心地位。在次高端价位，汾酒在省外市场主打 400 元价位段的青花 20，在省内主打青花 25，进行产品区隔。在省外市场上，汾酒主要先通过玻汾来培育清香消费氛围，随后在核心终端顺势导入青花系列。目前，青花在山东、河南等省外市场势能快速崛起，后续或持续依靠香型优势在长江以南市场掀起“清香风暴”。

在腰部价位，巴拿马&老白汾系列积极导入环山西市场。巴拿马、老白汾系列定位为汾酒腰部产品，其中“老白汾”曾在巴拿马万国博览会上获甲等金质大奖章，在山西基地市场及环山西市场具备较高的品牌认知度。2020 年，巴拿马系列选取 29 个城市推出星火计划，并对腰部产品梳理控价模式，筛选出核心市场整合发力，在山西基地市场强化渠道共建工程，省外市场聚焦环山西市场。根据汾酒“抓两头，带中间”的产品战略，通过青花和玻汾带动腰部巴拿马金奖系列的发展，进而有序实现腰部产品的全国化。巴拿马金奖 20（黑坛 20）主要在省内销售，基础版等开始走出山西市场，一方面公司有序引导省内黑坛 20 向青花 25 升级，另一方面引导省外玻汾消费往老白汾和巴拿马基础版升级。

在低端价位，全国性大单品玻汾初步完成清香群体消费者培育。在 50 元高线光瓶价位段，玻汾凭借纯粮固态发酵+品质稳定+产能扩产快+出酒率高等优势，有望成长为高线光瓶百亿级大单品：1）玻汾作为口粮酒的代表，清香产能建设周期短，粮耗比低，在汾酒全国化过程中能迅速满足消费者需求。2）在白酒新国标的实施下，液态发酵/半固态发酵白酒将会被划分成配制酒，玻汾采取纯粮固态发酵工艺，同时拥有汾酒名酒的品牌背书，或将充分享受口粮酒消费升级红利；3）玻汾在省外市场采取的计划配额制，通过保持玻汾供需紧平衡来维持较高的渠道利润，进而将玻汾打造成汾酒全国化的先行军。

图 7：山西汾酒产品矩阵（元）

系列	产品	规格	酒精度	终端零售价	产品照片
青花汾	青花 50	500ml	55 度	5999	
	青花 40	500ml	55 度	1399	
	青花 30 复兴版	500ml	53 度	950	
	青花 20	500ml	53 度	425	
巴拿马	金奖 20	475ml	53 度	327	
	金奖 10	475ml	53 度	235	

	金奖基础版	475ml	53 度	158	
老白汾	老白汾 15 年	475ml	53 度	210	
	老白汾 10 年	475ml	53 度	150	
	醇柔老白汾	475ml	53 度	110	
玻汾	黄盖玻汾	475ml	53 度	50	
	红盖玻汾	475ml	42 度	45	

资料来源：公司官网、淘宝，国信证券经济研究所整理

3) 量价关系：全面导入配额制管理，一控三提聚焦中高端

山西汾酒全面导入配额制管理，有序强化渠道费投管控。在产品调整上，2017 年汾酒开始对核心品牌品类进行全面梳理，青花汾酒、个性化产品、老白汾、玻汾等相继实现提价。2018 年，汾酒继续采取小步快跑的方式，实现青花 30 占位 600 元+，青花 20 占位 400 元左右，封坛 15 年占位 180-200 元，老白汾 10 年定位 130-150 元，醇柔老白汾占位 80-100 元，玻汾守住 35-40 元。在量价关系上，2017 年，公司采取“半控价、全控价”和“价促分离”的价格管控模式，同时严格管控市场费用投放，进而实现主销产品的顺价销售。2018 年 5 月，汾酒山西独立省区开始实施“配额制”管理。2019 年以来，山西汾酒深入推进“抓两头，带中间”的产品策略，对全国市场进行全品系配额制管理，其中重点管控青花、玻汾系列。2020 年，公司对中高端产品开始实施“一控三提”策略，即控量、提质、提价、提效，主动控制低端玻汾的体量，提升中高端青花系列的销量占比。

表3：山西汾酒控量策略推进进程

时间	山西汾酒控量策略推进进程
2014 年	在省外做高端青花的去库存工作
2016 年末	宣布青花 30 暂停供货
2017 年	为调整市场供需结构，暂停包括 53 度青花(30)在内 11 款产品的销售
2018 年	汾酒山西独立省区开始实施配额制管理
2019 年	开始对全系列产品实行销售配额制管理，重点管控青花、玻汾系列
2020 年	汾酒对中高端产品实施“一控三提”策略

资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

表4：山西汾酒·青花系列提价梳理

时间	提价情况	提价背景
2016 年 4 月	53% vol 青花（20）开票价调整为 318 元/盒，42%vol 青花（20）开票价调整为 298 元/盒； 青花汾酒 30 年 14 元/盒的价外保证金取消。	青花系列升级
2017 年 5 月	53%vol 青花（20）汾酒开票价调整为 338 元/盒，42%vol 青花（20）汾酒开票价调整为 318 元/盒，此次涨价幅度 20 元/盒。	
2018 年 7 月	53%vol 青花（30）汾酒、48%vol 青花（30）汾酒两款产品进行升级，升级版开票价 53 度为 498 元，48 度为 488 元。 53 度/48 度青花 30 汾酒（升级版，500ML*6），开票价上调 15 元/盒，市场投入基金维持 30 元/盒不变。	

资料来源：公司公告、糖酒快讯，国信证券经济研究所整理

表5: 山西汾酒·玻汾系列提价信息梳理

时间	提价情况
2016年12月	玻汾四款产品全线上调1元/瓶
2018年6月	对部分出口汾酒系列价格做出如下调整, 导入年份化定价体系, 2013年产53度玻汾定价每瓶38元
2019年1月	河南独立省区对53度玻汾调价, 53度玻汾烟酒店供货价40元, 烟酒店建议成交价45元, 终端挂牌价58元。
2019年9月	9月1日和11月1日, 分两次对河南省区的53°玻汾(475mL*12瓶)、42°玻汾(475mL*12瓶)等不同规格、不同度数、不同包装的9款产品价格进行上调, 终端价目标是占位50-60元价位带。42°玻汾(475mL*12瓶)供烟酒店指导价为37元/瓶, 烟酒店建议成交价为44元/瓶, 终端挂牌价为50元/瓶; 53°玻汾(475mL*12瓶)供烟酒店指导价为41元/瓶, 烟酒店建议成交价为48元/瓶, 终端挂牌价为60元/瓶。
2020年3月	自4月1日起, 53度玻汾供货价由480元/件上调至504元/件, 调价后42元/瓶, 提价2元/瓶; 42度玻汾由420元/件上调至432元/件, 调价后36元/瓶, 提价1元/瓶。
2020年5月	42度玻汾终端挂牌价上调2元至49元, 53度玻汾终端挂牌价上调3元至58元。

资料来源: 公司公告、微酒, 国信证券经济研究所整理

4) 生产工艺: 大曲清香工艺代表, 汾酒热升级为清香热

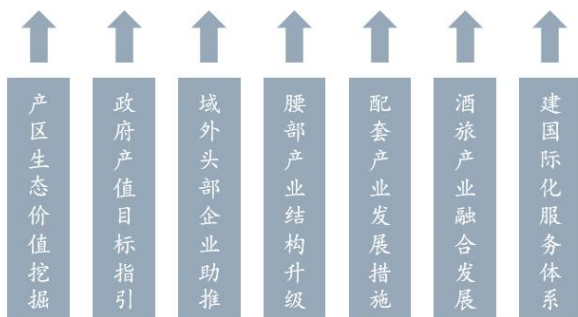
清香型白酒健康干净, 出酒率较高, 扩产速度较快。清香型白酒原料主要以高粱、大麦、豌豆为主, 酿造工艺采取传统的“清蒸二次烧”和地缸固态发酵, 在操作上突出“清字当头, 一清到底”。清香型白酒和其他香对比来看, 生产周期较短, 出酒率较高, 能以较低成本在短时间内实现产能快速扩张。从消费区域来看, 上世纪80-90年代, 清香型白酒拥有全国70%左右的产能, 清香热逐渐从山西及华北区域开始向全国市场蔓延。目前来看, 山西(山西汾酒)、北京天津(二锅头)、河北(老白干酒)、湖北(白云边)、内蒙古(河套王)、青海(青青稞酒)等地均具备较好的清香型白酒消费基础。2017年, 山西汾酒开始大力发展省外市场, 加大对长江以南市场的攻势, 深度推进清香品类全国化。

深挖吕梁清香产区价值, 实现“汾酒热”升级为“清香热”。在2017年上海酒交会上, 在中国六大产区之中, 清香型白酒的唯一核心产区落户吕梁, 在当地政府七大核心举措的助推下, 吕梁清香产区有望加速崛起。从气候维度看, 汾阳市地处北纬37度黄金酿酒带, 黄土高原特有的地貌气候为酿酒微生物的繁衍奠定基础, 优质的地下水为酿酒过程中微生物的生长提供了必须的微量元素。2020年, 为了“打造吕梁名优酒类品牌, 建设清香型白酒聚集区”, 吕梁市展开了白酒“十朵小金花”的评定工作, 进一步挖掘吕梁产区的巨大潜能, 实现由“汾酒热”持续引领“清香热”, 打造清香型白酒吕梁优势产区。

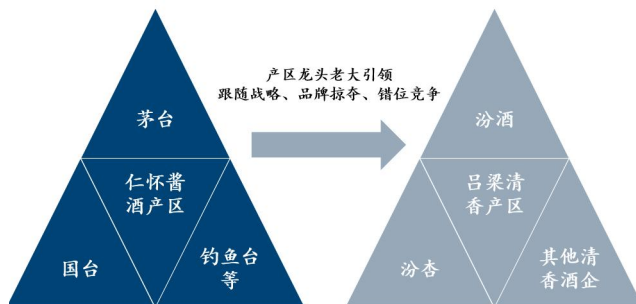
图8: 七大核心举措打造清香型核心产区

图9: 吕梁清香核心产区加速崛起

世界级清香核心产区吕梁“加速度”



七大核心举措并举，吕梁产区加速崛起



资料来源：黑格咨询，国信证券经济研究所整理

资料来源：黑格咨询，国信证券经济研究所整理

表6：酱浓清三大香型工艺对比

香型	酱香	浓香	清香
代表品类	茅台酒	泸州老窖、五粮液	汾酒
原料	高粱、小麦	单粮：高粱 多粮：高粱、大米、糯米、小麦、玉米	高粱、大麦、豌豆
发酵温度	高温（>60℃）	中温（55~60℃）	低温（<50℃）
窖池	石窖	肥泥窖	陶瓷地缸
贮存期	5年	3年	1年
发酵时间	八轮次发酵，每轮次为一个月	45-90天	28天左右
接酒温度	40℃左右	24℃	22℃
出酒率	20%	30%	40%-50%
特殊工艺	固态多轮次堆积后发酵	续糟配料、混蒸混烧	清蒸两次清
主要香味物质	高沸点的酸、醇、醛酮	己酸乙酯为主，辅以适量的乳酸乙酯、乙酸乙酯、丁酸乙酯	乙酸乙酯与乳酸乙酯
风味特点	幽雅细腻、酒体醇厚	窖香浓郁、绵甜醇厚	清香纯正、余味净爽
发酵形式	固态发酵	固态发酵	固态发酵

资料来源：酒评，国信证券经济研究所整理

山西汾酒是大曲清香酒的代表，优质工艺是汾酒全国化的品质基础。清香型白酒按照生产工艺可以划分成三大流派：大曲清香、小曲清香、麸曲清香。山西汾酒作为清香型白酒鼻祖，是大曲清香的典型代表，大曲清香在清香品类中所需高粱和酒曲最多，出酒率最低，生产周期最长。小曲清香白酒生产周期比大曲清香短，出酒率相对较高，主要以江小白为典型代表。麸曲清香是指以麸曲发酵的清香型白酒，主要以红星二锅头和牛栏山为代表，酿造周期最短，出酒率最高。

表7：三大清香品类工艺对比

类别	大曲清香	小曲清香	麸曲清香
代表品类	汾酒、宝丰	江津、江小白、玉林泉	红星二锅头、牛栏山二锅头
原料	高粱、大麦、豌豆	小麦壳、糠谷	高粱、糯米、大米、玉米
糖化发酵剂	低温大曲	小曲	麸曲、酒母
发酵时间	21~28天	四川小曲清香为5~7天； 云南小曲清香为30~35天	4-5天
工艺特点	清蒸两次清	配糟发酵	清蒸清烧
发酵设备	陶瓷地缸	水泥池(四川)，小坛、小罐(云)	水泥池（砖窖）

口感

绵甜悠长、香味清正

 南)
 纯正舒适、回味甘爽

甘冽、辛辣

资料来源：百度文库，国信证券经济研究所整理

5) 产能梳理：继续加码原酒产能，优化产品结构缓解压力

山西汾酒拥有 14.5 万吨实际产能，新增产能项目为十五五奠定基础。1951 年，杏花村汾酒厂在政府的支持下开始在西堡村建厂，在 1950-1993 年期间汾酒厂相继进行了六次大规模的扩建和技改，实现了年产能达到 3 万余吨。1987 年，山西汾酒在产能上拥有全国“四个最”：一是出口量最大，等于其他名酒出口量总和；二是名酒率最高，达到 99.97%，全国每斤名酒中就有汾酒厂的半斤；三是成本最低；四是获奖次数最多。2019 年，汾酒集团资产注入上市公司体内，山西汾酒实现新增 3.3 万吨系列酒产能。2021 年，山西汾酒全国化快速扩张，优质基酒产能开始出现瓶颈，公司启动中汾酒城 1 万吨原酒产能扩建，预计于 2023 年实现投产。由于原酒产能储备至少需要提前 5 年，山西汾酒 2022 年拟投资 91.02 亿元实施“汾酒 2030 技改原酒产能扩建项目（一期）”，预计达产后新增原酒产能 5.1 万吨，原酒产能 13.44 万吨，为十五五期间的快速发展奠定产能基础。

山西汾酒主动控制玻汾配额，加大青花、巴拿马中高端占比，解决产能和营收增速的适配性。山西汾酒从 2018 年开始进军全国化，省外营收占比不断提升，优质基酒产能出现阶段性瓶颈。针对十四五期间汾酒产能问题，公司或通过以下措施实现营收增速和产能供给相适配：1) 主动控制低端玻汾产能的释放，将产能更多集中在中高价位的青花系列和巴拿马系列等，通过产品结构实现营收的快速增长；2) 通过对中汾酒城产能整合，预计能实现 1-2 万吨产能的释放。3) 整合汾酒集团层面的原酒产能。根据吕梁市白酒产业的“十四五规划”：力争到 2025 年，全市白酒产能达到 50 万吨，产量达到 50 万千升，产值突破 500 亿，杏花村酒文旅融合发展示范区游客达到 500 万人次。我们预计，山西汾酒在十四五期间或积极开展原酒产能建设，进而保障十五五的产能需求。

表8：山西汾酒产能扩张梳理

时间	山西汾酒扩产梳理	设计产能
1951-1953 年	第一次扩建，汾酒厂在西堡村异地扩建，生产组由 3 个发展到 5 个，年生产能力达到 200 吨	681.15 吨
1955 年	第二次扩建，年新增生产能力 250 吨	917.64 吨
1956-1959 年	第三次扩建，年产汾酒 1500 吨的第一、第二和第三号酿酒车间相继建成投产；同期建成储酒能力为 1500 吨的 1 号酒库，年产大曲 1600 吨的大曲车间。年生产能力从 1958 年年主体工程完成后即达到 1600 吨。	2144.36 吨
1972-1980 年	第四次扩建，年产汾酒 500 吨的 4 号酿酒车间建成并投入生产，两个大型储酒库，引进日本自动灌装生产线	3555.99 吨
1983-1989 年	第五次扩建，第一期工程新增设计产能 3000 吨	14252 吨
1992-1995 年	第六次扩建，万吨低度汾酒技改工程，新增生产能力一万吨，1992 年年底完成一期，在“九五”初期使汾酒总产量达到 25000 吨	16652 吨
2009 年	公司新建 4000 吨酿酒车间顺利投产	20652 吨
2010 年	新建酿酒车间工程技改项目，投资实施 3800 吨/年原酒技改项目，投产后新增 65 度原酒产能 3825 吨	24477 吨
2019 年	9,945.04 万元收购山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产 拟支付 19,725.12 万元收购汾酒集团汾青酒厂 100% 股权 全资子公司系列酒公司收购宝泉涌公司 51% 股权	公司本部设计产能 16 万吨，系列酒公司 3.3 万吨
2021 年	拟投资超过 11 亿元进行产能扩建、和车间技改等，预计新增 1 万吨原酒产能，5.88 万吨原酒产能，建设工期 2 年	

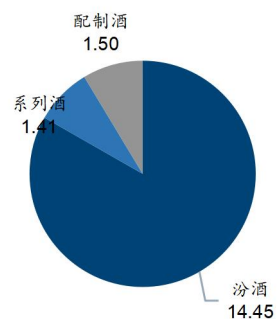
资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

图 10：2025 年吕梁市白酒产能规划 50 万千升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：2021 年山西汾酒实际成品酒产量（万千升）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场布局：加速推进全国化扩张，打造三大板块市场

1) 渠道模式：省内渠道精细下沉，省外采取一地一策

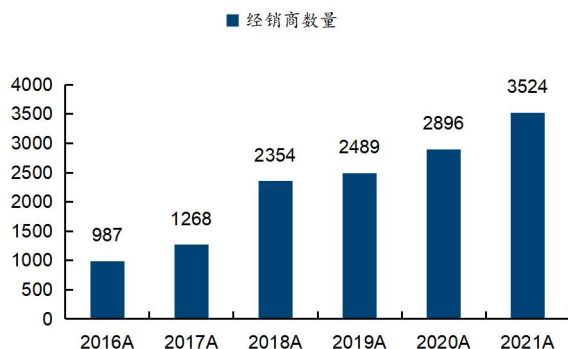
山西汾酒省内渠道不断下沉，在省外采取一地一策。自山西汾酒 2016 年系统性改革以来，在省内开始加大招商及渠道下沉力度，“一百双千”工程有效落实，实现全省 1100 多个乡镇全面覆盖：即在山西省内巩固 100 家县级市场，确保 1000 家核心终端，主动开拓 1000 个空白乡镇市场。在省外市场上，山西汾酒根据当地经营情况采取相适应的渠道结构，例如在河南采取密集分销模式，在山东采取大商制等。此外，山西汾酒在股权合作方式上也有一定创新，例如相继成立上海杏花村汾酒企业管理公司、象屿（福建）销售公司，充分激活省外经销商开拓市场的积极性。在渠道模式上，山西汾酒采取的是洋河模式下的深度分销，通过大量的业务人员和地勤人员协助经销商做好终端管理，强化渠道政策的执行力。其中，汾酒的销售人员从 2016 年的 945 人扩容至 2021 年 2066 人。

表9：山西汾酒渠道政策变迁

时间	汾酒渠道政策变迁
2014 年	稳步推进上海销售公司及创意定制公司的混合所有制改革试点工作
2015 年	上海杏花村汾酒企业管理有限公司正式揭牌
2016 年	加快省内渠道下沉，“ 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
2017 年	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
2018 年	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
2020 年	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；汾酒开始在渠道进行变革，边循环边淘汰
2022 年及以后	2022 至 2023 年定为该公司改革的转型发展期，2024 年至 2025 年为营销加速发展期。

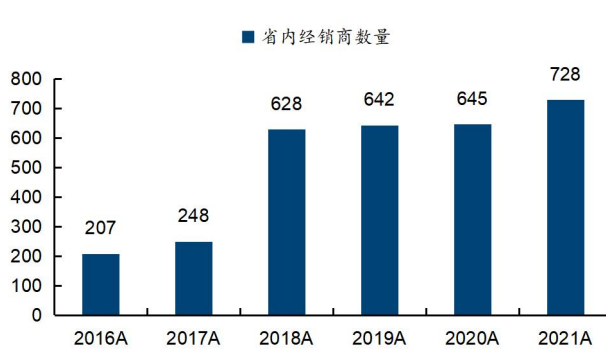
资料来源：公司公告、云酒头条，国信证券经济研究所整理

图 12：山西汾酒 2018 年经销商数量开始大幅增长（个）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13：山西汾酒省内经销商 2018 年开始大幅增长（个）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14：山西汾酒省外经销商数量持续增长（个）

图 15：山西汾酒销售人员持续增长（人）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理



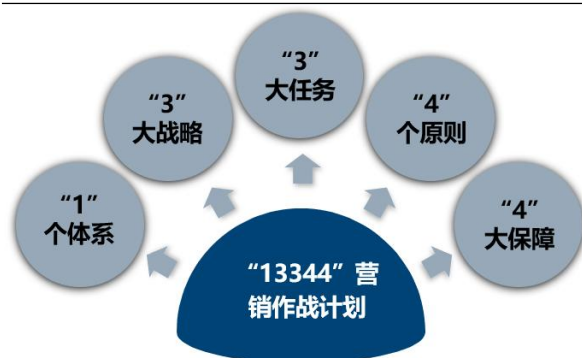
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 营销规划：步入营销转型发展期，推动渠道精细化运作

在营销转型上，山西汾酒十四五期间营销转型主要分为三个阶段。2021 年是调整期，用一年的时间解决汾酒营销改革中突出的经销商问题，比如营销体制管理创新不足、产品升级问题、市场净化问题、品牌聚焦问题、经销商利润问题等。2022-2023 年是转型发展期（实现省外市场高质量增长），用两年的时间实现省外高质量高速度发展，实现长江以南市场显著突破，实现杏花村个性化品牌销售不断提升。2024-2025 年是加速发展期，再用两年的时间实现青花系列规模历史性突破，基本实现汾酒、杏花村双品牌发展格局，全面完成 1357 市场布局，将汾酒打造成业内第一历史品牌。

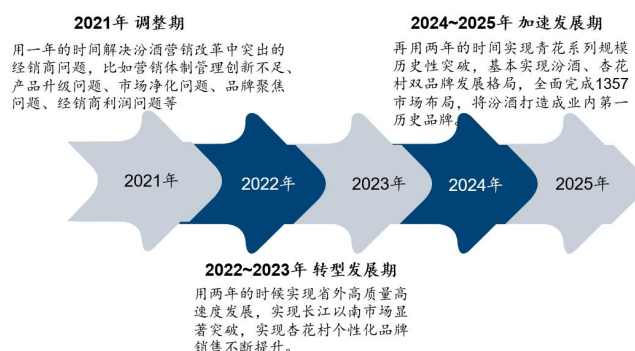
十四五期间，山西汾酒规划了“13344”营销作战计划。根据山西汾酒“13344”营销作战计划：“1”个体系，营销体系一体化；“3”大战略，持续提高青花汾酒价值，持续优化杏花村个性化品牌，持续探索国家化市场；“3”大任务，实现品牌价值提升，完善区域营销组织，构建厂商共同体；“4”个原则，坚持抓两头强腰部产品策略，以核心终端、核心团购单位端、核心销售领袖端为重点的市场构造原则，构建以四线为关键的市场秩序，以五度建设原则强化青花大事件营销；“4”大保障，人才保障、制度保障、资源保障、监督保障。

图 16：汾酒在十四五期间确立“13344”营销作战计划



资料来源：智度名酒，国信证券经济研究所整理

图 17：山西汾酒营销转型三阶段



资料来源：每日经济新闻，国信证券经济研究所整理

山西汾酒在华东华南等省外市场实施深度分销，费投上采取高举高打模式。在省外市场开拓上，山西汾酒在长三角、珠三角长江以南市场引进职业经理人制度，通过打造样板市场来进行复制、推广。此外，汾酒开始适度增加江浙沪皖粤五省

的营销和地聘人员,其中地聘人员每年增加 300 人,厂方人员按比例每年增长 50%。山西汾酒在 2017 年增加 1000 人销售人员的基础上,2018 年继续新增 1000 人,持续打造专业化和标准化营销体系,最终达到销售公司和地聘人员超过 5000 人规模。在费用预投机制上,山西汾酒在长江以南五省打破年度费效比的限制,按照三年总任务测算,给予区域三年费用总指标进行区域前置性市场投入。

山西汾酒成立拓展长江以南市场执行组,并打造直属管理区实现区域组织扁平。在管理架构上,针对长江以南市场,汾酒集团成立了加快拓展长江以南核心领导组(谭忠豹任组长),同时成立拓展长江以南核心市场执行组(李俊任组长),强化汾酒省外开拓的动作不变形不走样。在组织架构上,2020 年初,山西汾酒成立 10 个直属管理区,包括邯郸、唐山、青岛、菏泽、深圳、蒙东、安阳、驻马店、信阳、榆林,在省外市场建立“31 省区+10 个直属管理区”的区域管理组织架构,进而实现区域组织扁平、管理单元细化。

表 10: 山西汾酒长三角、珠三角五省“作战计划”

省份	省外市场开拓计划
江苏市场	围绕“一线白酒会战市场”的定位,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。
上海市场	围绕“江南标识、大都市战略、文化差异研究所”定位,目标是保增量、树形象、建机制。
浙江市场	围绕“规模潜力市场”的定位,聚焦杭州湖州、金华等城市,重点打造平台运作样板市场。
安徽市场	围绕“品牌占位市场”定位,聚焦合肥、滁州等城市,稳步实现品牌渗透、招商建网的目标。
广东市场	围绕“沿海经济发达市场”定位,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,国信证券经济研究所整理

品牌定位：老四大名酒品牌复兴，四个专注强化结构升级

品牌复兴：清香龙头扛起品牌复兴大旗

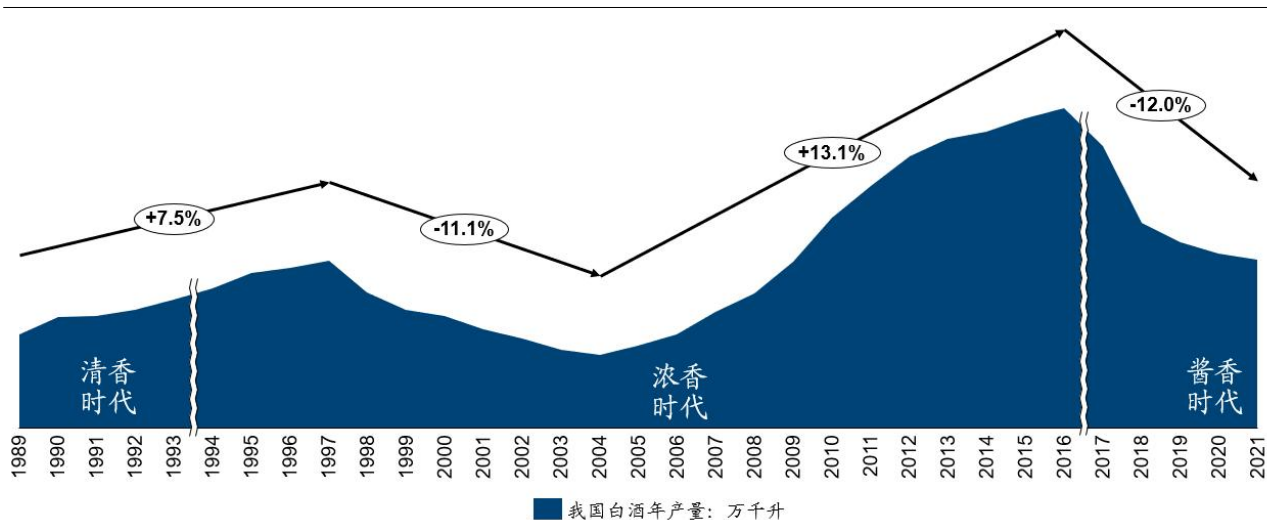
汾酒提出“中国酒魂，动态为魂”战略定位²，具备名酒基因。山西汾酒始于 1875 年的宝泉益酿酒作坊，并于 1915 年荣获巴拿马金奖，随后在 1949 年正式成为国宴用酒，具备悠久的酿造史。山西汾酒前后五次蝉联全国评酒会名酒称号，具备名酒基因。在 20 世纪 60 年代，山西汾酒毫无保留地将经验传授给其他白酒企业，也是秦含章题诗“四方结对学汾珍”中的应有之义。

表 11：汾酒五次入选国家名酒，具备名酒基因

年份	称号	品牌
1952 年	四大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤
1963 年	八大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤、五粮液、古井贡、全兴大曲、董酒
1979 年	八大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、五粮液、古井贡、董酒、剑南春、洋河
1984 年	十三大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤、五粮液、古井贡、董酒、剑南春、洋河、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、郎酒
1989 年	十七大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖、西凤、五粮液、古井贡、董酒、剑南春、洋河、全兴大曲、双沟、黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌

资料来源：酒展网，国信证券经济研究所整理

图 18：白酒香型更迭图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 19：水源、地缸、汾酒老作坊是汾酒三大“活态”载体

图 20：山西汾酒 1915 年荣获巴拿马金奖

² 2020 年，李秋喜提出“中国酒魂、活态为魂”新战略定位；公司 2021 年报亦有披露。



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

山西汾酒围绕三大“活态”载体，不断探索消费者培育的新举措。2020 年，山西汾酒确立了“中国酒魂，活态为魂”的新战略定位³，多次灵活使用“活态文化”，从封藏大典到“行走的汾酒”大巡展、青花盛宴等，品牌文化被赋予新的时代内涵。公司聚焦水源、地缸、汾酒老作坊三大“活态”载体，充分挖掘文化名酒内涵。在消费者培育方面，山西汾酒经过长期摸索，逐步形成系统化、规范化的消费者培育动作，不断举办各类文化交流及文化巡展活动，例如相继举办“行走的汾酒”全国文化巡展活动，重点发力南方市场。

表 12: 山西汾酒消费者培育动作

时间	汾酒消费者培育动作
2006 年	在中国国际酒业博览会（北京）的展位上展示以汾酒为酒基调制的鸡尾酒
2010 年	在北京召开“汾酒唯一荣获巴拿马万国博览会中国白酒品牌甲等大奖章 95 周年”纪念大会；举办纪念版国藏汾酒拍卖会；成立我国酒行业第一家公益基金会
2011 年	在北京饭店召开“汾酒—新中国第一国宴用酒 62 周年”纪念大会
2012 年	在太原召开“杏花村遗址发掘三十周年”纪念大会
2013 年	通过大型晋剧《杏花酒翁》全国巡演，在 7 个地面频道播放《当家大掌柜》，独家冠名“大地之春”书画频道首届春节联欢晚会等活动
2015 年	举办汾酒唯一荣获巴拿马万国博览会甲等大奖章 100 周年系列纪念活动
2016 年	创建汾酒商学院；举办“对流·青花汾酒当代艺术发展开启之旅”活动；举办封藏大典；参加山西省旅游发展大会、山西品牌中华行、丝路行、天下女人国际论坛等活动
2017 年	承办“山西（汾阳·杏花村）世界酒文化博览会”；欧亚经济论坛上，汾酒正式开启“让世界看到骨子里的中国”、“一带一路”全球文化交流活动；汾酒以“青花汾酒——骨子里的中国”冠名了央视《朗读者》、推出了“一五一十说汾酒”的系列文章、发起主办了“中国白酒清香品格论坛”；冠名山西汾酒职业篮球俱乐部有限公司 CBA 联赛 2017-2018 赛季
2018 年	开启“行走的汾酒”文化大巡展系列活动
2020 年	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

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 21: 青花汾酒·青花盛宴

图 22: 山西汾酒·行走的汾酒

³ 2020 年，李秋喜提出“中国酒魂、活态为魂”新战略定位；公司 2021 年报亦有披露。



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

战略规划：全国化&高端化是战略发力方向

山西汾酒推出清香龙头品牌复兴战略，着力从全国化&高端化两端发力。2017 年以来，山西汾酒坚持“中国酒魂，活态为魂”的战略定位，全面推动落实“两大行动”：汾酒三年改革行动和对标世界一流管理提升行动，在现代企业治理、产业链建设、智慧汾酒等方面成效显著。在具体战略规划上，汾酒从 2016 年至 2018 年，相继推出“1357 计划”、“62210”五年奋斗目标、“11936”中长期奋斗目标、“11233”规划、“4421”发展目标等，从全国化（省外营收占比提升至 70%）和高端化（中高档产品销售占比提升至 70%）两个维度发力实现汾酒品牌的伟大复兴。

2022 年，袁董事长提出“四个专注”“四个坚持”，继续推进产品结构优化。2022 年，袁董事长上台之后，明确汾酒继续“向更优结构、更高效益、更高质量”进军，后续围绕“四个专注”：一是专注于市场结构优化，立足于传统优势市场主动出击我国的经济高速增长区；二是专注于产品结构优化，突出中档酒发展定位，持续释放青花汾酒的头部效应；三是专注于品质提升；四是专注于管理提升。2022-2025 年，在战略上汾酒继续深化“1357+10”市场布局，加大长江以南市场拓展力度，推动江浙沪皖粤等市场稳步发展，继续坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，进一步优化产品结构。

袁清茂进一步提出汾酒复兴“123 纲领”，目标十五五全要素进入第一方阵。在山西汾酒新时代复兴路线图上，袁清茂提出汾酒复兴总纲领——“123 纲领”：“1”即全方位推动汾酒高质量发展的目标，又好又快扎根中国酒业第一方阵；“2”是指在 2030 年之前，汾酒复兴分为两个阶段；“3”是实现复兴的三大关键：管理、市场与人才。其中，2022-2024 年是第一阶段，是汾酒的发展转型期和管理升级期；2025-2030 年是第二阶段，十五五期间汾酒全要素进入第一方阵，向第一方阵进攻。

表 13：山西汾酒营销战略目标

时间	战略目标	具体规划
2016 年	1357 计划	“1”个指引，即从 2017 年开始，计划用两年左右的时间，使汾酒标杆产品的市场表现价格回归到品牌价值上来，达到全系列产品的价格和价值匹配； “3”大举措，即酒类资源整合、激励制度改革，品牌传播引领； “5”力同进，即品牌力、产品力、服务力、聚合力、内活力同进； “7”化共赢，即营销资源统筹化，品牌传播互动化，文化建设聚焦化，主销产品系列化，考核激励市场化，服务保障一体化，市场拓展加速化。
2017 年	“62210”五年奋斗	“6”是指“白酒生产经营、原粮基地建设、酒类包装印刷、国际贸易、金融投资、文化旅游六

	目标	大业务板块发展良好”； 两个“2”是指主要经济指标实现“两个超 200 亿，两个翻番”； “10”是指职工人均年收入超过 10 万元。
2017 年	“11936”汾酒中长期复兴战略	系统构建一个理论，大力弘扬一个精神，实行“九度管理”，完成三大新的历史性任务，三大新的历史性任务，建设六个酒都。
2018 年	“11233”规划	第一个“1”即完成一个目标，实现“三步并做两步走，三年任务两年完”的奋斗目标； 第二个“1”即重新梳理新时期汾酒营销的“133363”工作方针，包括 1 个总体指导思想、3 大任务、3 个指标、3 条红线、6 个四位一体，打赢 3 场战役等内容； 中间的“2”是指着力解决“窜货钉子户”“发展困难户”等长期存在的疑难问题，重点关注“稳中有进”和“进中求稳”的发展问题两大任务； 第一个“3”是指重点区域、重要产品、重大事件的战略性构建，重要机构、重要人才、重点工作的区域性构建，重要项目、重要规划、重大资金的规范性构建三重构建； 第二个“3”是指创新营销机制、创新发展模式、创新管理方法三创发展。
2018 年	“4421”发展目标	第一个“4”是指经济指标实现“四个翻番”； 第二个“4”是指建成“四个一流基地”； “2”是指市场布局的“两个优化”； “1”是指到 2020 年，汾酒集团企业综合竞争力要进入白酒行业第一方阵。
2022 年	“123 纲领”	“1”即全方位推动汾酒高质量发展的目标，又好又快扎根中国酒业第一放方阵； “2”是指在 2030 年之前，汾酒复兴分为俩个阶段； “3”是实现复兴的三大关键：管理、市场与人才。

资料来源：公司公告、云酒头条，国信证券经济研究所整理

白酒行业：消费升级驱动扩容增长，2023 年需求复苏增长

白酒消费升级下“量稳价增”，马太效应下酒企结构性繁荣

白酒行业进入“量稳价增”的发展趋势，马太效应下白酒竞争格局愈发稳固。根据国家统计局数据，2016-2021 年我国白酒产量由 1358 万千升下滑至 716 万千升，白酒行业整体进入存量竞争时代，未来结构性繁荣或是白酒板块增长的主基调。从收入端看，根据国家统计局数据，2021 年我国规上白酒企业营收 6033 亿元，相较 2016 年持平略有下跌。假设产销平衡，我国白酒行业整体吨价由 2016 年 4.5 万元/千升提升至 2021 年的 8.4 万元/千升，CAGR 高达 13.3%。展望十四五末，在“少喝酒，喝好酒”的消费趋势下，预计白酒行业增长呈现“量稳价增”的发展趋势，价位段、区域间的分化增长预计成为是白酒发展的主旋律。从竞争格局看，我们以 20 家白酒上市企业为样本，上市白酒企业整体营收从 2016 年的 1320 亿元增长至 2021 年 3095 亿元，CAGR 高达 18.6%，增速远高于行业平均水平。其中，上市白酒企业合计营收市占率由 2016 年的 13.8% 提升至 2021 年的 51.3%，因此本轮马太效应下的集中度提升是驱动上市头部白酒企业增长的又一“发动机”。

图 23：2021 年我国白酒产量下滑至约 716 万千升



资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 24：2021 年我国规上白酒企业营收约 6033 亿元



资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 25：2016-2021 年白酒吨价 CAGR 达 13.3%



资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所预测及测算

图 26：2021 年我国上市白酒企业营收占行业 51.3% 左右



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高端酒价盘调整消化提价周期，2023 年步入需求复苏周期

2022 年在疫情多点散发下，高端酒价盘持续调整进而消化本轮提价周期。从价格带升级看，在 2016-2021 年本轮白酒景气周期中，飞天茅台批价从 2016 年的 920 元⁴左右，在消费升级+投资需求等多重因素的推动下，上涨至 2021 年 3400 元左右，CAGR 高达 30%左右，远高于同期 M2 增速（9.2%），不断打开白酒行业增长空间。五粮液普五一批价从 2016 年的 647 元左右，上涨至 2021 年的 975 元左右，CAGR 达 8.5%左右，基本锚定人均可支配收入增速（8.1%）。短期看，在疫情多点散发的背景下，居民部门边际消费倾向下滑、中小企业部门盈利水平出现阶段性下滑，2022 年高端酒消费在边际上出现增速放缓。批价历史复盘看，飞天茅台批价从上一轮周期高点的 1552 元，上涨至本轮周期高点的 3429 元，CAGR 高达约 9.2%，基本锚定 M2 复合增速（10.8%）；同期，普五批价从 763 元上涨至 975 元，CAGR 约 2.8%，基本锚定 CPI 复合增速（2.3%）。

图 27：茅台、五粮液一批价提升打开白酒价格带增长空间



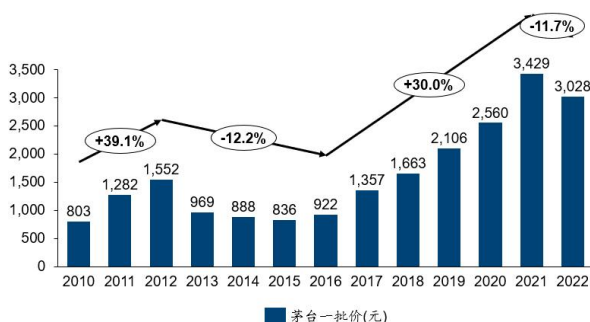
资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

图 28：2016-2021 年居民人均可支配收入复合增速约 8.1%



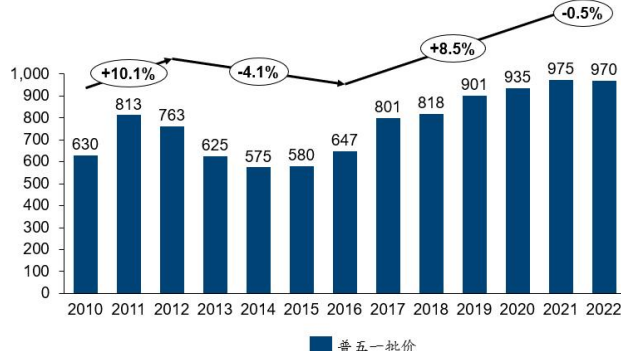
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 29：2010-2022 年，茅台一批价增速复盘（元/瓶）



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

图 30：2010-2022 年，普五一批价增速复盘（元/瓶）



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

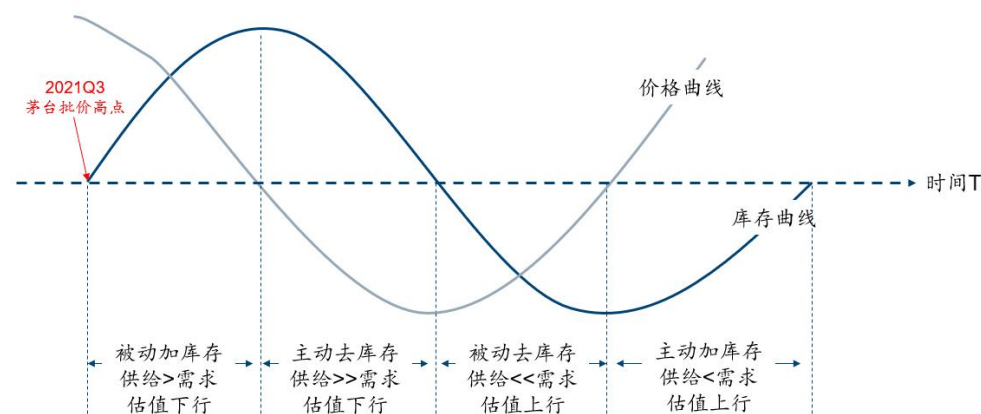
2022Q4 白酒板块处于“主动去库存”阶段，此前疫情冲击是压制板块的核心变量。在 2016-2021 年本轮白酒景气周期中，上市酒企相较上轮周期出现若干差异点：1）酒厂操盘手更加重视渠道库存的良性，不存在上轮 2012 年的渠道过度压货，因此渠道库存呈现“弱周期性”。2）受益于数字化系统的推进，本轮酒企操盘手对于量价管控较为成熟，同时更加注重对于价盘的呵护。因此，酒企更多通过控货挺

⁴ 注：此处用月度数据平均算出年度值，下文操作类似。

价的方式来熨平价格波动周期。我们以 2020Q2 作为本轮周期的起点（疫情的一次性冲击，当年酒企大多削减当年任务量，实现库存周期重置），2020Q3 白酒行业进入主动加库存阶段。我们以茅台批价作为价格曲线的观察指标，预计 2021Q3 是本轮价格周期的顶点，因此我们预计 2021H2 是白酒行业“被动加库存”阶段。2022 年 H1 由于疫情多点散发，导致部分地区消费场景缺失，终端白酒需求相对疲软，因此进入“主动去库存”阶段。

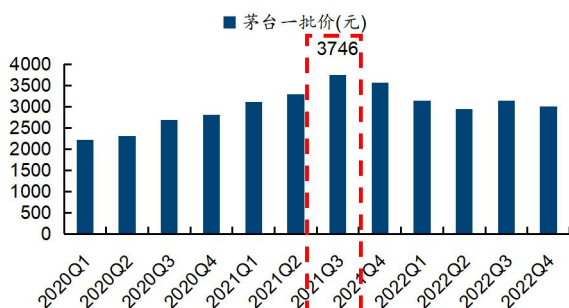
2023 年需求回暖下或转入“被动去库存”，白酒板块估值有望进一步抬升。2023 年，我国取得了疫情防控重要决定性胜利，疫情防控平稳进入“乙类乙管”常态化防控阶段。疫情冲击根本性好转后，在场景放开和企业、居民部门购买力持续修复下，我们预计整体白酒需求将进入到新一轮的复苏周期。从渠道库存看，2023 年 1 月春节旺季白酒动销加速，实现上年库存的快速去化。从价格周期维度看，疫情全面放开&感染高峰过后，大众宴席场景复苏叠加商务活动恢复带动高端茅台、五粮液等批价触底回升，我们预计白酒行业批价已过低点，后续呈现逐期攀升的态势。综合来看，从白酒板块渠道库存去化&批价回升判断，我们预计目前进入被动去库存阶段，白酒板块估值有进一步上行的空间。

图 31：白酒行业 3 年库存周期演进图



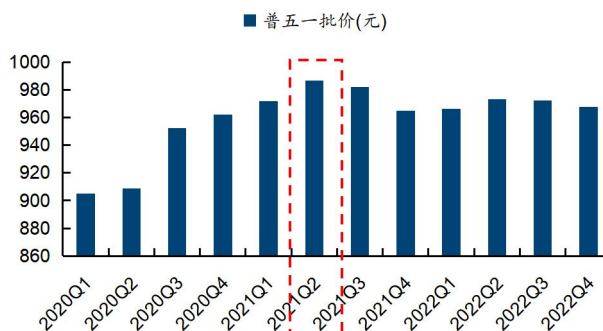
资料来源：Wind，国信证券经济研究所绘制

图 32：2021Q3 是本轮茅台批价的高点



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

图 33：2021Q2-3 是本轮普五批价的高点



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

汾酒复兴：两次改革驱动汾酒持续成长，高端化打开估值天花板

2009-2012 年，汾酒第一次改革：李秋喜主导体制改革，释放国企经营活力

2009 年李秋喜接棒郭双威进行第一轮改革，收入端&利润端均实现高速增长。1998 年山西假酒案之后，山西汾酒在省外市场受到严重波及，随后公司于 2004 年利用集团开发模式实现再度崛起。然后，汾酒大量的贴牌产品不仅“矮化”公司整体品牌形象，而且定制开发产品在一定程度上影响汾酒主品牌的发展。2009 年，山西汾酒改革以李秋喜换届上台为节点，开启新一轮的体制改革。李秋喜上台后，对公司治理结构、管理体制、营销体系等进行了深入的改革，实施渠道深耕细作、聚焦重点省份的策略，省外市场得到快速的发展。在产品布局上，山西汾酒提出重点打造高端青花汾酒系列，新建的汾酒九、十车间将发酵周期延长为 56 天，专门用于勾调青花瓷等特级产品。在渠道建设上，汾酒引入专业咨询公司盛初，对渠道模式和结构进行再梳理。在品牌定位上，汾酒将汾酒文化精炼为“国酒之源、清香之祖、文化之根”，进一步提炼出“中国酒魂”的战略定位。从营收端看，山西汾酒经过三年全方位的体制改革，营收由 2009 年的 21.43 亿元提升至 2012 年的 64.79 亿元，CAGR 高达约 45%，利润端 CAGR 约 55%。

图 34：2009-2010 年，山西汾酒开始第一轮改革（亿元）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

表 14：2009 年，李秋喜接棒后开启第一轮国企改革

时间	山西汾酒改革事件
2009 年 9 月	2009 年 9 月开始，新建的汾酒九、十车间将发酵周期延长为 56 天，生产出的汾酒专门用于勾调青花瓷等特级产品，并提出重点打造高端青花汾酒。
2009 年 12 月 23 日	此前担任山西汾酒总经理的李秋喜，正式接替郭双威成为山西汾酒董事长。
2010 年 1 月 5 日	在汾酒经销商大会上，李秋喜提出，到 2015 年汾酒荣获巴拿马金奖一百周年之际，实现百亿元的发展目标；到 2020 年，再翻一番，实现 200 个亿。

资料来源：公司公告、新京报，国信证券经济研究所整理

2017-2021 年，汾酒第二次改革：股权激励方案结硕果，内部管理精益上层楼

1) 引入华润战投，混改优化内部治理

山西汾酒引入华润赋能，积极优化内部治理结构。2018 年，山西汾酒积极引入战略投资者，汾酒集团转让 11.45% 股份引入华创鑫睿（华润战投），实现在渠道和精细化管理层面的双重赋能。山西汾酒和华润创业从战略布局、人才交流、产品联动等多个维度实现互补。在渠道赋能上，华润雪花和怡宝纯净水（华润集团旗下业务）合计掌握终端网点约达 190 万家，山西汾酒在 2021 年推广青花 30·复兴版时选取前 5% 网点进行铺货，有助于汾酒省外市场的快速开拓。

表 15: 山西汾酒混改历史梳理

时间	山西汾酒混改梳理
2014 年	汾酒创意定制公司成立，汾酒公司持有其 51% 的股权，经销商新晋商酒庄持有 49% 的股权。
2015 年	上海杏花村汾酒企业管理公司成立，山西汾酒保持相对控股
2017 年	象屿汾酒（福建）销售公司成立，山西汾酒首次放弃控股权
2018 年	汾酒集团转让山西汾酒 11.45% 股份引入 华创鑫睿（华润战投） 。

资料来源：公司公告、云酒传媒，国信证券经济研究所整理

2) 实施股权激励，激活管理层能动性

2017 年李秋喜和国资委签订军令状，开启三年“脱胎换骨”的内部改革。山西汾酒的混改是从 2014 年开始，是时汾酒销售公司和新晋商酒庄合资成立“山西汾酒创意定制有限公司”，其中汾酒销售公司占 51% 股权，标志着汾酒混合所有制改革正式开启。2017 年 2 月，李秋喜和山西省国资委签订目标考核“军令状”（《三年任期经营目标考核责任书》），承诺 2017-2019 年酒类收入增长 30%/30%/20%，酒类利润增长 25%/25%/25%，并三年内实现汾酒集团整体上市。山西省国资委向汾酒集团下放 8 项权利，给予汾酒集团在经营方针和预算决算方面的自主权，由此掀开了汾酒三年来由内而外“脱胎换骨”的改革征程。

表 16: 2017-2019 年，汾酒集团酒业业务考核目标及完成情况

	2017A	2018A	2019A
汾酒集团酒类营收增速考核目标(%)	30.0%	30.0%	20.0%
汾酒集团酒类实际营收增速(%)	37.0%	55.4%	26.6%
汾酒集团酒类利润增速考核目标(%)	25.0%	25.0%	25.0%
汾酒集团酒类实际利润增速(%)	56.4%	55.4%	31.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 17: 山西国资委向汾酒集团董事会下放八项权利

序号	山西汾酒八项经营权利
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
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

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：山西国资委，国信证券经济研究所整理

管理层方面，山西汾酒构建能上能下的市场化选聘制度。在管理层方面，汾酒大胆地在用人上采取组阁聘任制和模拟职业经理人制，2017年6月解雇了汾酒销售公司的经理层和部门负责人，同时用市场化的手段来聘任，实现组织管理的扁平化和集约化。山西汾酒经过近五年来的营销组织变革，已经形成了“31+10”的区域组织管理模式，建立了干部能上能下、能进能出的良性循环，组建了5000+人的营销队伍。

2018年汾酒推出股权激励方案，进一步激发管理层主观能动性。在薪酬激励方面，山西汾酒于2018年12月针对300余名管理层和业务骨干推出股权激励方案，制定了2019年到2021年的三年考核目标：以2017年为基数，要求2019年/2020年/2021年营收增长不低于90%/120%/150%，对应三年营收目标114.70/132.81/150.93亿元。在汾酒全国化推进和青花系列不断放量的推动下，2021年股权激励目标顺利超额完成。

表18：山西汾酒2019-2021年股权激励考核目标

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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表19：山西国资委对汾酒集团进行业绩考核

实际达成情况	山西汾酒企业工资总额预算	实际达成情况	董事长业绩考核
未完成目标利润	相应扣减工资总额	如果完成考核目标	董事长按照规定取得报酬
超过目标30%以内	按超过目标利润额的10%进行奖励	超额完成目标25%以上	给予董事长特别奖励
超过目标30-50%	按超过目标利润额的15%进行奖励	完不成年度经营业绩目标	解聘董事长
超过目标50%及以上	按超过目标利润额的20%进行奖励		

资料来源：山西国资委，国信证券经济研究所整理

3) 集团资产注入，解决同业竞争问题

汾酒集团酒类资产注入，顺利解决关联交易问题。2019年11月，山西汾酒收购汾青酒厂100%股权、汾酒销售公司10%股权、竹叶青营销公司10%股权等资产，汾酒集团基本实现把酒类业务全部转移至上市公司层面，极大地消除了上市公司和集团公司之间的关联交易，同时意味着汾酒集团整体上市更进一步。

山西汾酒从2017年开始不断优化营销组织管理，实现区域组织扁平，管理单位细化。2017年起，山西汾酒在营销层面开启组织架构改革：1) 2017年，将竹叶青酒营销公司并入汾酒销售公司一体化运作；2) 2018年，整合原有四家个性化

品牌营销公司，设立汾牌系列酒营销公司，进一步规范个性化品牌管理；3）2020年，汾酒成立汾酒营销中心，加速汾酒营销体系改革。目前山西汾酒在前期整合集团公司资产的背景下，基本形成了职责清晰、权责统一的营销体系架构。

表 20：汾酒集团酒类资产注入进展

时间	汾酒集团整体上市进程
2018 年 12 月	收购杏花村国贸公司；收购发展区销售公司 51%股权
2019 年 3 月	收购义泉涌公司部分资产
2019 年 6 月	收购宝泉涌公司 51%股权
	收购竹叶青营销公司 10%股权
2019 年 11 月	收购汾酒销售公司 10%股权
	收购汾青酒厂 100%股权
2020 年 11 月	收购发展区公司 51%股权

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

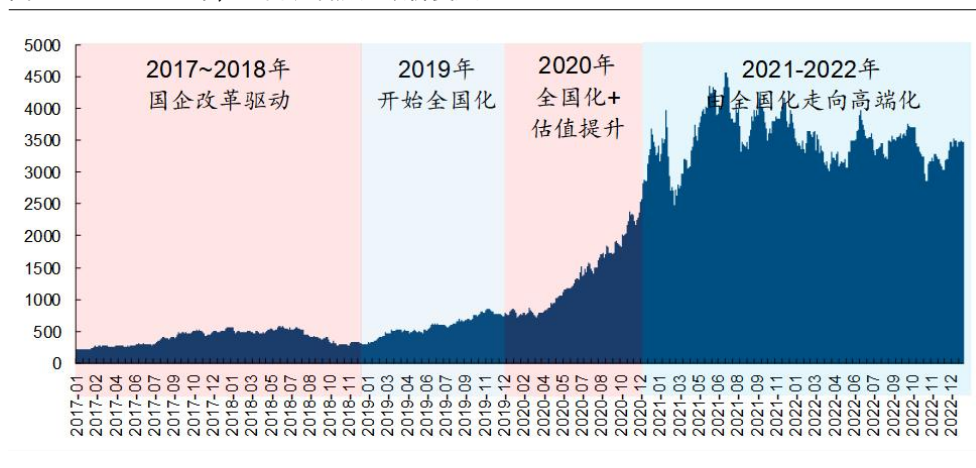
估值复盘：全国化&高端化是支撑汾酒高估值的底层逻辑

股价复盘：2017 年至今，业绩高增&结构优化不断触发戴维斯双击

2017-2022 年，山西汾酒市值增长 15.05 倍，业绩增长贡献 12.06 倍。山西汾酒从 2017 年开始三年国企改革，从内部管理制度、薪酬激励机制改革、营销机制改革等多个维度展开，实现了汾酒品牌复兴的历史重任。从报表数据来看，山西汾酒营业总收入从 2016 年的 44.05 亿元，增长至 2022 年约 260 亿元⁵，基本实现全国化扩张。汾酒归母净利润从 2016 年的 6.05 亿元增长至 2022 年约 79 亿元，增长驱动力开始由全国化扩张转为高端化增长。从市值表现来看，山西汾酒从 2017 年初的不足 220 亿增长至 2022 年末的近 3500 亿元，五年间汾酒市值增长约 15.05 倍，其中归母净利润增长贡献 12.06 倍，估值提升&全国化预期&高端化预期&市场流动性等其他因素贡献 3.00 倍。

我们复盘 2017-2022 年公司市值成长路径，基本可以分为四个阶段：1) 2017-2018 年，公司市值区间涨幅 40%，主要受益于李秋喜签订汾酒国企改革“军令状”，公司改革后盈利能力的大幅提升；2) 2019 年，公司市值区间涨幅 158%，主要系汾酒开始进攻长江以南等省外市场，打开公司业绩天花板；3) 2020 年，市值区间涨幅 318%，主要系流动性充裕下的板块估值提升+全国化逻辑逆势兑现+产品结构升级；4) 2021-2022 年，公司市值区间涨幅约 6%，主要系消化前期估值+公司由全国化向高端化过渡，未来高端化或是支撑公司持续成长的驱动力。

图 35: 2017-2022 年，山西汾酒历史股价复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值水平：全国化打开业绩空间，青花放量突破估值天花板

1) 2025 年汾酒目标营收 400 亿元，全国化进展决定汾酒的业绩天花板。按照山西汾酒十四五规划指引，公司 2025 年目标实现营收 400 亿元，相较 2021 年营收仍有一倍增长空间。从全国化进度看，公司在环山西+华东+华南市场依靠“玻汾开路+香型差异化+老四大名酒”三大维度来开始开拓省外市场，此外公司作为全国性名酒品牌具备很强的全国化基础。分区域拆解来看，2021 年山西汾酒省外贡献约 117 亿营收，营收占比约 60%。按照公司规划，省外营收占比目标提升至 70%左右，贡献大部分业绩增量，预计公司未来三年增长将由环山西市场转向华东华南市场，因此环山西市场调结构+华东华南市场推进速度将决定公司 2025 年 400

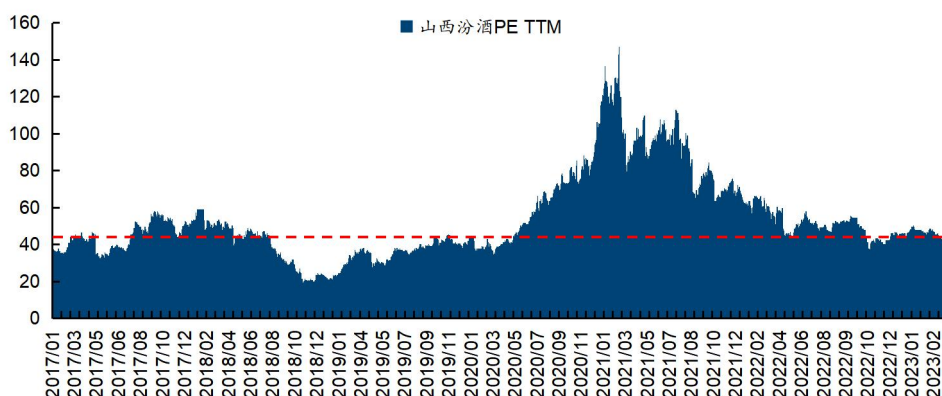
⁵ 数据来源：山西汾酒 2022 年年度业绩预告

亿目标营收的实现概率。

2) 主动调结构做产品结构升级，青花 30·复兴版等中高档产品放量决定估值天花板。2022 年，山西汾酒袁董事长定调全年围绕“四个专注、四个坚持”，提升中高端产品占比，优化调整公司的产品结构。从产品结构维度看，市场对于汾酒有以下担忧：（1）玻汾营收占比较大，省外消费者前期对玻汾接受度较高。虽然玻汾放量短期能提升营收水平，但是长期会损害汾酒整体品牌高度，与汾酒的“名酒”战略相违背；（2）青花 30·复兴版能否全国性放量，培育成千元价位段全国性大单品。边际上看，我们发现公司产品策略由过去的“抓两头，带中间”升维为“拔中高，控底部”，并开始主动控制低端玻汾的配额投放量。经过我们测算，预计 2025 年在中高端占比提升的带动下，公司净利率由 2021 年的 27.0%提升至 2025 年的 33.8%左右。

我们预计 2022-2025 年，山西汾酒的增长将由前期的全国化扩张进入到深度全国化时代，业绩增长将由过去全国化单一驱动升级为全国化+高端化双轮驱动。根据分品类分区域测算，我们预计 2025 年汾酒实现 400 亿具有较大概率。其次，在汾酒主动推广青花 30 复兴版及以上品类或将打开公司估值天花板。

图 36: 2017 年至今，山西汾酒 PE TTM 估值中枢在 53.41X（截至 2023 年 03 月 10 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

全国化路径及空间测算：预计 2025 年有望实现营收约 430 亿元

山西市场：扎实基本盘市场，为全国化提供费投支持

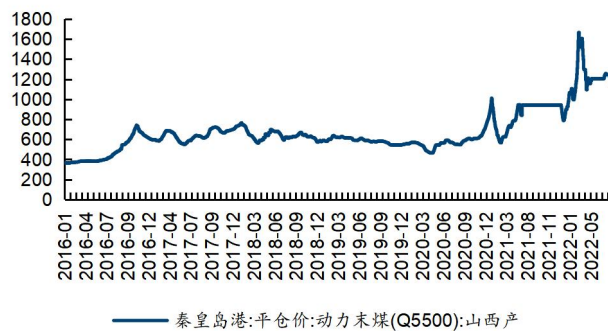
山西省经济发展享受煤炭经济带动，省内白酒价格带升级加速。根据国家统计局数据显示，2019 年山西省内煤炭产业占到全省 GDP 的 42% 左右。山西产动力煤价格从 2020 年初的 550 元/吨攀升至 2022 年底约 1200 元/吨，进而带动山西 2021 年 GDP 同比增长 28%，省内居民人均可支配收入复合增速约 7.6%。山西省内煤炭经济的快速发展带动省内白酒消费升级提速，山西汾酒作为省内清香白酒的第一品牌，预计将充分享受省内白酒价格带升级红利。

图 37：2019 年山西煤炭产业占比全省 GDP 约 42%



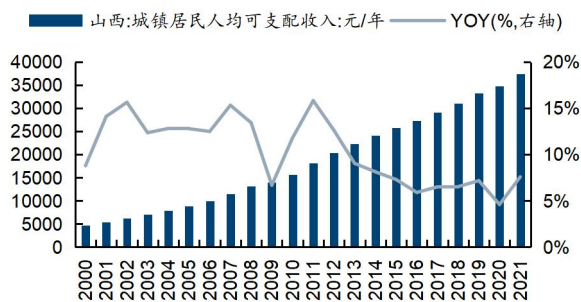
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 38：近年来山西煤炭价格持续回升（元/吨）



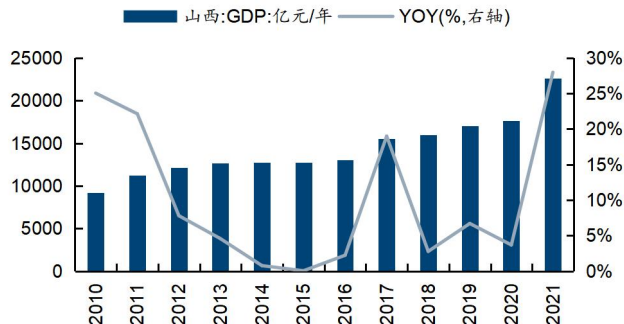
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 39：2021 年山西城镇居民人均可支配收入增速约 7.6%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 40：2021 年山西省 GDP 增速高达 28%

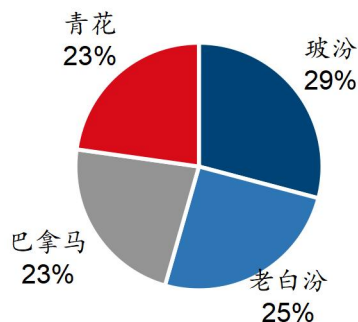


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

山西汾酒拥有山西省坚实的基本盘，未来仍有较大的结构升级空间。山西省内白酒市场呈现“一超多强”的竞争格局，山西汾酒省内龙头地位稳固。2019 年山西省内白酒市场规模在 100 亿左右，省内消费对清香型白酒具有较大偏好，本地品牌占据 70% 左右市场份额，茅五泸等外来品牌市场份额在 30% 左右，且省外品牌多以礼品属性较强的全国性名酒为主。山西汾酒凭借其悠久的历史沉淀和突出的品牌力在省内占据绝对龙头地位，2021 年山西省内白酒市场规模在 160-180 亿左右，汾酒省内销售口径是 80 亿，省内市占率高达 50% 左右。从产品结构维度看，2021

年青花系列/巴拿马系列/老白汾系列/玻汾系列营收占比约 23%/23%/25%/29%，对标其他地产酒品牌仍有一定的提升空间。其次，随着山西汾酒省外全国化起势较为明显，省内市场预计将有更多空间调结构。

图 41：2021 年山西汾酒省内销售结构占比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 42：2021 年山西省内各个地市 GDP 排序



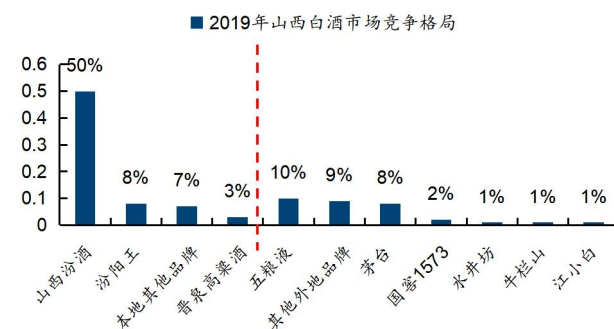
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 43：山西省地产酒布局



资料来源：乐酒圈、国信证券经济研究所整理

图 44：2019 年山西汾酒在省内市占率在 50%左右



资料来源：乐酒圈、国信证券经济研究所整理

表 21：山西省白酒市场各价格带主流产品

价格带	省内品牌	省外品牌
800 元以上	青花汾酒 50，青花汾酒中国装	茅台，五粮液，泸州老窖
300-800 元	青花汾酒 20/30，巴拿马汾酒/金奖 20/黑坛，清雅汾阳王	水井坊，剑南春
100-300 元	老白汾 10/20，汾阳王古法手工酿造	洋河，泸州老窖系列，金六福
100 元以下	玻汾系列，杏花村酒，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、国信证券经济研究所整理

全国化基因：基本盘稳固&全国性名酒&香型差异化

山西汾酒具有扎实的基本盘市场，为全国化扩张提供费投支持。山西汾酒作为清香型白酒的典型代表，充分享受香型差异化红利。此外，受到地区资源环境、白酒饮用文化的影响，清香型是山西省内的主流香型，汾酒作为清香鼻祖，在省内拥有绝对的品牌力、消费者基础以及市场份额。汾酒在山西省内市占率达 50% 左右，扎实的基本盘能给全国化扩张提供费投支持。

山西汾酒历史上是全国性名酒，名酒复兴能够唤醒消费者的记忆。山西汾酒先后五次蝉联全国评酒会，并于 1985 年成为全国最大的白酒基地，当年年产量占当时全国 13 种白酒产量的一半。汾酒引领了白酒的“清香时代”，过去已然实现汾酒品牌全国化。因此，2017 年汾酒开始重启全国化，有望通过青花系列和玻汾系列重新唤醒消费者记忆，持续引领清香复兴。上世纪汾酒的消费群体已经成长为社会的中流砥柱，核心消费群体的收入水平能支撑汾酒的消费升级。

山西汾酒拥有清香大众香型优势，河南、山东等环山西市场成为全国化的桥头堡。山西汾酒是大曲清香白酒的龙头企业，充分享受“清香”行业增长红利。山西汾酒和其他全国性名酒在香型和口感上存在明显差异，预计可以在产品差异化等维度实现对竞品份额的抢占。此外，随着白酒新国标的实施，国家将液态发酵/半固态发酵的清香型白酒划分成配制酒，预计公司依靠固态发酵产能将切分较大的市场份额。此外，山东、河南等环山西市场和山西存在较为频繁的人员流动和商务活动的往来，因此汾酒在山东、河南等地具有较强的清香型消费基础。从汾酒全国化路径来看，公司依靠清香品类优势和深厚的消费者基础，首先实现对环山西市场的渗透，随后再徐徐展开全国化进程。

图 45：山西汾酒具备全国化的基础



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

区域扩张：基本实现全国化扩张，打造三大板块市场

山西汾酒基本实现全国化扩张，后续将重点发展长江以南市场。在汾酒复兴的历程中，公司从 2017 年 60 亿左右营收成长至 2022 年约 260 亿，主要得益于汾酒坚定地推进全国化以及持续优化产品结构。在 2017 年汾酒改革前夕，汾酒省外营收占比约 40.3%，始终难以取得实质性的突破。2017 年，汾酒在强有力的产品组合基础上，系统性地推进全国化战略，其中关键性的便是“黄河长江行动计划”：守住黄河流域基本盘，重点推荐打造南方市场。从山西汾酒全国化进度来看，2017 年增长主要依赖山西市场，2018 年主要依靠山西市场+环山西市场，2019 年主要发力长江以南市场。

表 22：山西汾酒全国化扩张战略

时间	战略	具体规划
2017 年	1+3	以山西为大本营，京津冀为核心的华北市场，河南山东为核心的豫鲁板块，以内蒙和陕西为核心的西北板块
2018 年	13320	针对“1+3”板块市场(山西大本营、豫鲁板块、陕蒙板块、京津冀华北板块)进行资源聚焦，针对“3+20”(三个亿元市场辽宁、广东、海南，20 个千万级以上重点地级市场)市场进行重点市场筛选打造。
2019 年	13313	以山西为大本营，京津冀、豫鲁以及陕蒙为三大重点板块，华东、两湖、东南三小市场板块，由 13 个机会性省外市场组成的格局。
2020 年	1357	“1+3 板块”（即山西市场、京津冀板块、鲁豫板块、陕蒙板块）市场，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。
2021 年	1357+10	在 31 个省区基础上，成立了包括了邯郸、唐山、青岛、菏泽、深圳等 10 个地级市市场在内的直属管理区，全国化布局换挡提速。41 个区域管理组织同时保证了汾酒营销的全国化布局与优势市场的深耕。
2022 年	三大市场板块	大基地市场(山西、京津冀、河南、山东、内蒙)，华东市场(江浙沪皖)，华南市场(广东、两湖、江西)

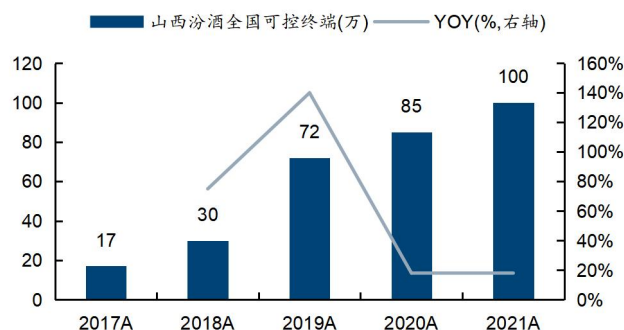
资料来源：公司公告、云酒网，国信证券经济研究所整理

图 46：2021 年山西汾酒省外营收不断提升



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 47：2021 年山西汾酒全国可控终端破百万



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

2017 年，山西汾酒采取“1+3”战略，重点打造环山西市场。山西汾酒提出要打赢京津冀、河南、山东三大省外战役，其中河南、山东是环山西市场的主要阵地。河南是汾酒省外第一大市场，也是第一个导入玻汾的省外市场，2017 年三季度，河南市场开始规模化、立体化运作青花汾酒系列。在省外开拓上，汾酒采取“山西主动承担包袱，省外发下包袱”的策略，即用山西省内市场快速增长来换取省

外市场渠道挤泡沫和回归良性，因此 2017 年省内市场主动承担了主要的增长任务。

2018 年，山西汾酒采取“13320”战略，正式开启长江以南市场的战略突围。山西汾酒除了山西大本营之外，以京津冀为根据地的华北板块、以河南和山东为主的豫鲁板块、以陕西和内蒙古为主的西北板块，构成汾酒发展的“1+3”格局。在营销层面，山西汾酒继续贯彻“抓两头，带中间”的产品策略，聚焦青花 20、青花 30，规范市场费用投放，通过控量挺价等措施增厚渠道利润。在省外开拓上，山西汾酒依靠山西和若干省外调整充分的省份（河南、山东、内蒙、东北等）来承担公司整体增量。

2019 年，山西汾酒采取“13313”战略，重点发展长江以南市场。山西汾酒喊出了“过长江、破华东、占上海”的口号，确定了由山西大本营，京津冀、豫鲁、陕蒙三大重点板块，华东、两湖、东南三小市场板块，以及 13 个机会型市场组成的“13313”格局。山西汾酒除了在山西和环山西市场保持持续增长之外，重点打造华东和西北两大市场。其中，汾酒目标在华东市场打造 1-3 个亿元级、5-10 个 5000 万级、20-30 个 1000 万级地级市，在西北市场重点抓甘肃、新疆地区，聚焦发展宁夏和青海。2019 年，汾酒全国可控终端网点突破 70 万家，省外营收首次超过省内，销售过亿的市场高达 17 个，长江以南核心市场增速均超过 50%。

图 48：2017-2019 年，山西汾酒由区域性走向泛全国化



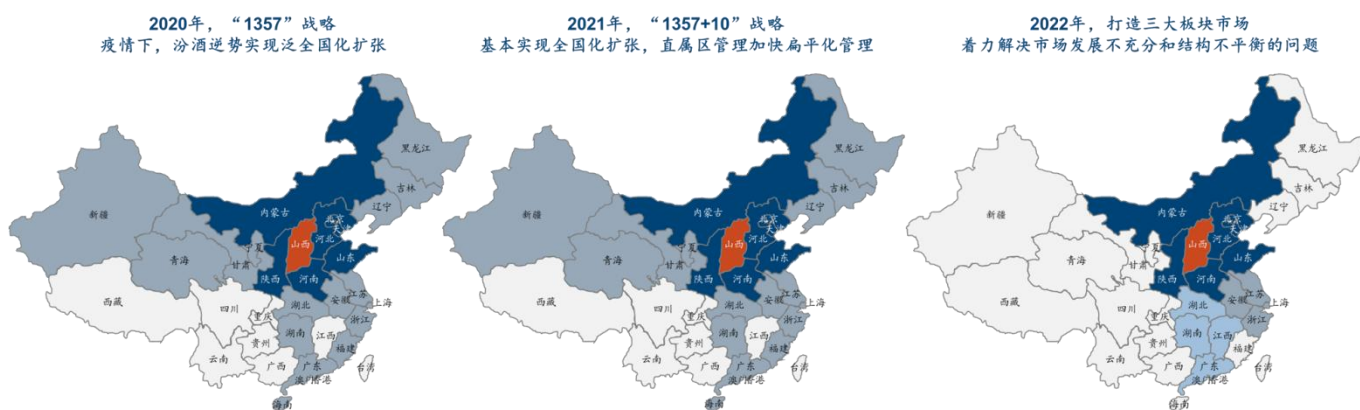
资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

2020 年，山西汾酒采取“1357”战略，疫情下逆势实现泛全国扩张。汾酒进一步提出“1357”市场布局策略，继续坚持打造 1+3 市场的核心板块，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）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）的开拓速度。2020 年，汾酒逐步搭建起“31 个省区+10 个直属管理区”的营销组织架构，并提出“打过长江”战略布局。2020 年疫情冲击下，玻汾在居家消费场景下凭借高性价比及品质，省外市场实现快速发展，成为汾酒全国化的先行军。

2021 年，山西汾酒采取“1357+10”战略，基本实现全国化。汾酒继续深化“1357+10”市场布局，通过对长三角、珠三角市场深度拓展，实现全国可控终端网点数量突破 100 万家。此外，汾酒在全国范围内选出 10 个直属管理区域，通过划小管理单元、实现组织下沉，建立更加高效的区域管理组织，进而打造成省外标杆市场。2021 年，汾酒整体营收接近 200 亿，在长江以南市场形成多个亿元级生存市场，山西及环山西市场“汾酒热”逐步扩散为“清香热”，基本实现全国化扩张。

2022 年，山西汾酒打造三大板块市场，着力解决市场发展不充分和结构不平衡的问题。汾酒提出打造“三大市场板块”，即以山西及环山西为核心的大基地市场，华东市场（江浙沪皖）以及华南市场（广东、两湖、江西）。汾酒为深化推进“1357+10”全国化，后续将聚焦大基地、华东、华南三大市场，加大资源投入，进而将其逐渐培育成汾酒全国化的排头兵。山西汾酒在基本实现全国化之后，2022-2023 年将进入转型发展期，着重专注于市场结构优化、产品结构优化等，提升青花系列等中高档的占比，实现汾酒由“全国化”往“高端化”的飞跃。因此，汾酒在市场布局方面，在省外抢占华东、华南等白酒消费高地，以点带面形成星火燎原之势。

图 49：2020-2022 年，山西汾酒基本实现全国化扩张



资料来源：公司公告、华夏酒报，国信证券经济研究所整理

从区域布局维度测算全国化空间：2025 年营收有望实现约 430 亿

从汾酒 2025 年 400 亿目标营收看，省内市场或以调结构为主，省外市场或将贡献大部分业绩增量。2021 年，山西汾酒白酒业务中省外营收/占比提升至 198.08 亿/59.3%，根据公司十四五规划指引，2025 年目标实现营收 400 亿，CAGR 高达约 19.2%。从区域结构看，山西汾酒 2025 年省外营收占比目标提升至 70%左右，其中山西/省外目标营收 120/280 亿元，CAGR 为 10.4%/24.3%。从山西省内市场看，汾酒在省内的市占率达 50%左右，预计后续营收继续提升空间来源于：1) 汾酒主品牌继续收割贴牌集团酒和弱势地产酒份额；2) 汾酒省内产品结构仍以中低档价位的老白汾系列和玻汾系列为主，后续省内市场或以调结构为主。从省外市场来看，汾酒从 2017 年开启全国化以来，省外市场营收从 2017 年的 24.09 亿元增长至 2021 年的 117.38 亿元，CAGR 高达约 48.6%。后续，省外市场或在招商扩点&渠道下沉&结构升级三重维度下实现 280 亿营收。

表 23：按照山西汾酒 2025 年 400 亿营收规划，70%省外的市场结构测算（亿元）

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2025E	CAGR
汾酒省内营收	35.72	52.87	57.85	59.96	80.7	120	10.4%
汾酒省外营收	24.09	40.21	59.6	78.52	117.38	280	24.3%
合计营收	59.81	93.08	117.45	138.48	198.08	400	19.2%
省外营收占比	40.3%	43.2%	50.7%	56.7%	59.3%	70.0%	

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

中性预期下，通过分区域测算，预计山西汾酒 2025 年酒业业务实现营收约 430 亿元，CAGR 约 21%。从汾酒全国化的路径看，本文基于以下假设，引入市场成熟度模型，从分区域视角来测算汾酒酒类业务 2025 年全国化空间：1) 我们将山西汾酒的市场分为省内市场、环山西市场和其他省外市场；2) 分析山西汾酒在各个市场成熟度（渠道搭建情况、消费者培育情况等）、市场竞争烈度（是否有强势地产酒）、消费者偏好（香型偏好），我们在此基础上测算汾酒的渠道扩张空间；3) 分析汾酒在当地的产品结构，由此判断汾酒的产品结构升级空间。综合来看，中性预期下，我们测算出 2025 年山西市场/环山西市场/其他市场酒业业务营收或达 127.5/119.5/181.6 亿元，CAGR 高达约 12%/20%/33%，酒类业务整体实现营收约 430 亿元，2021-2025 年 CAGR 约 21%左右。

表 24：山西汾酒 2025 年酒类业务营收分区域测算（亿元）

区域	市场成熟度	强势地产酒	香型偏好	产品结构	2021A-2025E 增速 悲观	2021A-2025E 增速 中性	CAGR 乐观	悲观预期 下营收	中性预期 下营收	乐观预期 下营收
山西	非常成熟	汾酒	清香	以中低端为主	10%	12%	14%	118.6	127.5	136.8
京津冀	较成熟，终端建设阶段	无	清香	结构较为均衡	13%	15%	20%	30.2	32.4	38.4
鲁豫	较成熟，终端建设阶段	无	浓/酱	山东青花占比高，河南玻汾占比高	18%	20%	25%	56.2	60.1	70.8
陕蒙	较成熟，终端建设阶段	西凤酒、河套王等	浓/清	结构较为均衡	23%	25%	30%	25.4	27.1	31.6
环山西	成熟度较高，渠道精细化阶段	强势地产酒较少	清香接受度高	主要以调结构为主，提升青花占比	18%	20%	25%	111.7	119.5	140.8
江浙沪皖	铺货和终端建设阶段	苏酒、徽酒等	浓香	青花占比高，玻汾严格控量	35%	40%	45%	31.6	36.5	42.0
粤闽琼	铺货和终端	无	香型包容	青花占比高	30%	35%	40%	31.4	36.5	42.3

其他地区	建设阶段 铺货和终端 建设阶段		青花占比高, 玻汾严格控	25%	30%	35%	92.8	108.5	126.2
其他合计	铺货和终端 建设阶段	香型较为包 容	青花占比高, 玻汾严格控 量	28%	33%	38%	155.8	181.6	210.5
合计	华东华南市 场成熟度较 低		拔中高控底 部,优化结构 是主旋律	18%	21%	25%	386.1	428.6	488.1

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测及整理

高端化路径及空间测算：预计 2025 年有望实现营收约 440 亿元

玻汾系列：汾酒全国化先行军，献礼版试水百元价位

玻汾主要是用于消费者培育，唤醒消费者对清香型白酒的记忆。玻汾具有全国化扩张的坚实基础：1) 清香的香型优势；2) 性价比较高，大曲清香固态发酵工艺，消费者口感反馈较好，向下享受光瓶酒升级的红利，向上承接低端盒装酒的份额；3) 新国标出台后，液态/半固态发酵的低端酒划分为配制酒，玻汾或抢占新国标下的市场空白；4) 汾酒是老四大名酒，过去也是全国性名酒品牌，能唤醒消费者记忆，同时大品牌下品质稳定能得到保障。未来，汾酒或将继续将玻汾定义为全国化的开路产品，进而实现青花 20 及以上产品的渠道导入。

2022 年推出献礼版玻汾冲击百元价位，采取“1 个核心、3 个优选、3 个坚持”。2022 年，在袁董事长提出的“更优结构、更好效益、更高质量”的规划下，汾酒顺势推出献礼版玻汾，市场零售价定在 109 元/瓶。在价格带定位上，100 元价位“超高线光瓶酒”属于价格带提前占位，持续引领光瓶酒的品类升级。献礼版玻汾不仅在酒质上有较大的提升，在市场流通也采取定量投放的方式：除首批外，每年固定投放为普通玻汾总量的 5%。献礼版玻汾作为一款具有战略意义的产品：1) 继续帮助汾酒培育海量的清香型消费群体；2) 帮助汾酒锻炼一批“能打胜战”的销售队伍；3) 为玻汾适应未来消费升级趋势，预计在汾酒品牌+品质的双重加持下，在 100 元价位具有天然的竞争优势。在市场投放上，献礼版玻汾 2022 年采取稳步分批次投放，优先投放大基地市场，后续在全国其他地区导入。在市场导入上，献礼版玻汾作为玻汾系列的高端品，坚持“1 个核心、3 个优选、3 个坚持”：1 个核心，是指承担玻汾产品结构优化布局，引领玻汾品质价值提升的使命；3 个优选，是指优选优质客户、优质终端、精准消费群体；3 个坚持，是指坚持价费分离，确保价格刚性，坚持优选终端，强化核心终端的培育，坚持精准投放，确保市场秩序的稳定。

图 50：2022 年汾酒推出献礼版玻汾，定价 109 元/瓶



资料来源：红星新闻，国信证券经济研究所整理

图 51：献礼版玻汾坚持“1 个核心、3 个优选、3 个坚持”



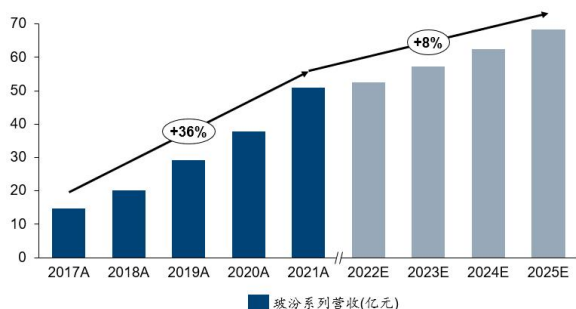
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

预计献礼版玻汾投放 5%配额，带动玻汾系列整体吨价提升约 5%左右。从销量维度看，预计 2022 年老玻汾配额相较上年减量 15-20%，献礼版玻汾配额为普通玻汾系列的 5%，且先从省外部分城市开始试点。从吨价维度看，老玻汾出厂价在 37 元左右，实际终端成交价在 50 元左右。献礼版玻汾预计定位 109 元，出厂价提升至 88 元左右，同时配套投放 10-20%费用，预计玻汾系列整体吨价提升 5%至 38.89

元（ $37*95\%+88*85\%*5\%=38.89$ 元）。

预计新玻汾一方面承接老玻汾升级的增量，另一方面或抢夺百元地产盒装酒的份额。市场或认为玻汾过去在 50 元价位凭借高性价比抢夺部分地产盒装酒的份额+承接 10-20 元光瓶酒升级红利，因此消费者对新玻汾定位 100 元的接受度或不足。但是，我们认为：1）此前玻汾系列中的地球汾、出口汾定位在百元以上，且核心消费群体的接受度较高。献礼版玻汾在酒质和外包装层面有较大的提升，进而带动玻汾核心群体的消费升级。2）在品牌集中&消费升级背景下，献礼版玻汾一方面承接普通玻汾自然升级而来的增量，另一方面或持续收购百元价位地产酒的份额。针对玻汾系列占比提升过快导致产品结构恶化的问题，我们认为公司或一方面主动提升青花系列占比，另一方面后续或逐步提升献礼版玻汾占比来抬升整体吨价。

图52：预计 2021-2025 年玻汾营收增速 CAGR 维持 7.6%左右



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

图53：预计 2025 年玻汾系列营收占比下降到 17%左右



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

千元价位：青花30·复兴版预计充分享受价格带增长红利

预计千元价格带未来三年维持 13%左右增速，价格带竞争格局优良且门槛较高。根据国家统计局数据及上市公司交流指引，2020 年中国白酒市场规模在 5836 亿左右，高端/次高端/低档价位占比 26%/13%/61%左右，预计 2020 年高端价位（600 元+）市场规模在 1500 亿左右。展望未来 3-4 年，高端价位或在消费升级&名酒集中&渠道集中的三重作用下，预计 2020-2025 年高端价位增速 CAGR 维持在 12%左右，高端市场规模或进一步扩容至 2800 亿元左右。我们对 600 元+高端价位进行细拆，600-800 元“超次高端”价位带正在快速崛起（得益于洋河 M6+、古 20、低度国窖等大单品的投入），千元价位段竞争格局较为优良（品牌沉淀&消费者培育等），2000 元以上超高端价位带继续以茅台为主一枝独秀。

表 25：预计 2020-2025 年高端价位的增速 CAGR 维持在 13%左右（单位：亿元）

价格带	2018 年	2020 年	2025 年	18A-20A	20A-25E	备注
高端(600 元+)	1019	1517	2800	22.0%	13.0%	600-800 元“超次高端”价格带正在形成，高端价位将维持较高增速，预计 25 年占比达 39%左右。
次高端(300-600 元)	483	759	1340	25.4%	12.0%	400-600 元价格带增速将高于 300-400 元。
低端(300 元以下)	3862	3560	3060	-4.0%	-3.0%	中低端价位将呈现萎缩的状态，预计 2025 年占比下降至 42-43%左右。
合计	5364	5836	7200	4.3%	4.3%	未来 3-4 年，白酒行业还是结构性增长，消费升级进入后周期。

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

茅台 1935 等酱酒短期入局加剧千元价格带竞争，中长期看高端酒需求韧性较强。根据上市公司年报等，我们测算了 2021 年高端价位的市场空间及竞争格局，基于高端酒 95%市场集中度的假设下，预计 2021 年整体高端酒市场规模在 1848 亿元左右，同比增长约 16.4%。其中，我们剔除茅台酒的影响，预计 2021 年千元价位段市场容量在 864 亿左右，同比增长约 24.3%。从千元价格带竞争格局的边际变化来看，呈现以下特征：1）茅台 1935 等酱酒的入局，通过香型差异化占据部分高端市场份额；2）普五批价在千元左右徘徊，对高端酒整体的批价形成压制；3）部分高端酒品牌在行业竞争加剧的背景下，开始往 600-800 元价位寻找增量；4）中期维度看，地产、基建链需求端持续走弱对千元价格带的冲击。中期维度看，千元价格带在消费升级&品牌集中&渠道集中&茅台高端引领的推动下，或将在短期调整后维持较快增速。

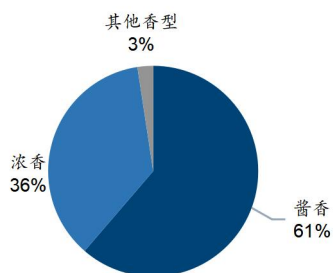
图 54：2021 年高端价位竞争格局及体量测算（亿元）

产品	香型	一批价 (元/500ml)	终端成交价/淘宝价格 (元/500ml)	销售额（亿元，报表口径）					主销区域
				2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	
贵州茅台（茅台酒）	酱香	3200	3500	524	655	758	848	935	全国
五粮液（高价位酒）	浓香	975	1100	214	302	397	441	491	全国
国窖1573	浓香	920	1000	46	64	86	107	130	全国，集中在四川、河北、湖南等
青花郎	酱香	910	950	7	19	32	42	68	全国，西南、华东、华中为主
国台龙酒/15年	酱香	1350/675	1800/1000	1	1.8	4	8	16	全国，华中、华南、华北为主
洋河梦之蓝M9手工班	浓香	1170	1399	3	9	11	13	16	江苏省内占65%，周边河南、安徽、浙江等
金沙摘要	酱香	700	959			6.41	12	38	贵州、河南、广东等地
汾酒青花30复兴版	清香	815	950				12	20	山西省内，及山东、河南、北京
君品习酒	酱香	930	1100				7.9	20	全国，主要以贵州、河南、广东等地为主
酒鬼内参	馥郁香	790	880	1.8	2.4	3.3	6	10	湖南长株潭地区，广东，京津冀
高端酒合计							1509	1756	
高端酒市场规模测算							1588	1848	注：按照95%集中度测算
千元价位段合计（剔除茅台）							660	821	
千元价位段市场规模测算							695	864	注：按照95%集中度测算

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

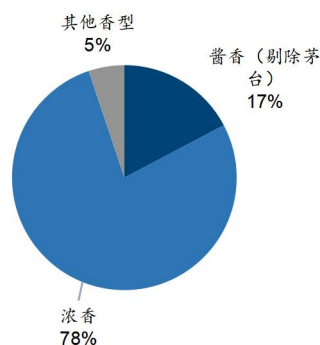
千元价格带进入门槛较高，青花 30·复兴版独占清香型高端酒赛道。千元价位段的竞争和传统地产酒和次高端的竞争策略存在较大差异，后者更多依赖的是渠道费投效率以及渠道运作能力，而千元价格带的进入门槛更高、竞争要素更具独占性：**1) 名酒基因。**价格是高端酒的生命线，高端白酒的消费场景更多集中在商务宴请、礼赠等场景，因此社会性需求占比更大。对于各大全国性名酒想要在千元价格带放量，是否具有名酒基因和品牌高度是必要的竞争要素。汾酒作为上世纪的清香老大，具有较为广泛的品牌知名度和流行度，同样也是拥有“骨子里的名酒基因”。**2) 高端消费者圈层营销操盘手法。**从历史复盘来看，千元价格带的流行度都是从圈层营销的小众消费破圈走向大众消费的过程，例如高端酒的政商务消费引领等。茅五泸郎汾在高端消费群体操盘手法更具特点：茅五更加侧重高端政商务引领；泸郎更多侧重终端和消费群体的 BC 端联动；汾酒处于试水千元价格带的前期，还是以团购为抓手，强化对核心消费群体的培育。**3) 香型多元化。**从我国消费群体香型偏好来看，“酱浓清”是我国白酒的三大主流香型，清香型作为华北等区域的主流香型，从高端商务宴请的角度需要一款高端酒（例如山西省内高端商务宴请以清香为主等）。汾酒作为实至名归的清香老大，预计将充分受益于高端价位香型多元化的发展机遇。

图 55：2021 年高端酒赛道各大香型市占率



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 56：2021 年高端酒赛道各大香型市占率（剔除茅台酒）

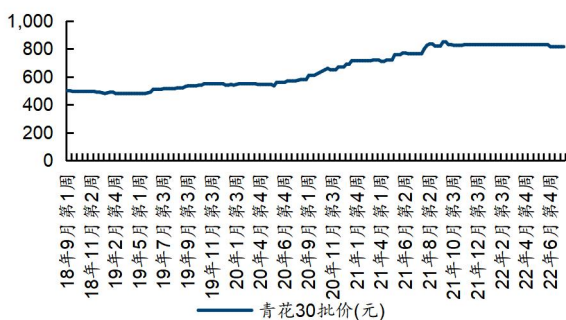


资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

青花系列：预计 2025 年青花 30·复兴版有望实现营收 55 亿

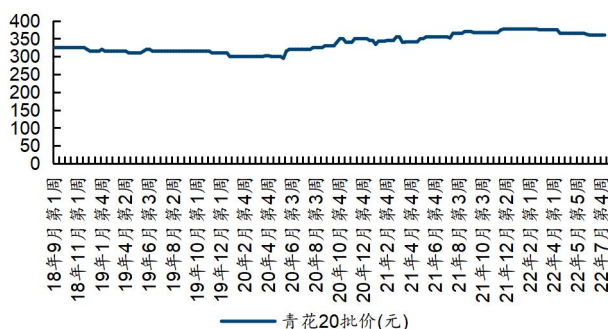
青花 30·复兴版是汾酒千元价位的“投名状”，未来有望成长为全国性大单品。青花系列实际上采取的是“抓中间带两头”的策略，抓住青花 30·复兴版，向下延伸抓住青花 20，向上延伸抓住青花 40 和中国装。在青花系列内部，汾酒主动砍掉青花 15 年和青花 25 年，突出青花 20、30 复兴版的核心地位，未来汾酒或推出青花 30 复兴版的非标品来减轻主品的增长压力，例如大国工匠系列、历史文化系列等。在渠道操作上，青花 30 复兴版主要以团购为主，青花 20 年则通过流通渠道来实现走量。青花 30·复兴版采取直控终端的模式，2020 年 9 月上市后依次供货华润商超、全国 KA 商超、地方酒行系统，最后才将配额下放到经销商层面，通过控盘分利模式来强化价盘的稳定性。

图 57：青花 30·复兴版批价稳定在 815 元左右



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

图 58：青花 20 批价稳定在 360 元左右



资料来源：今日酒价，国信证券经济研究所整理

青花 30·复兴版在酒质&产能&品牌维度均有一定的提升：1) 青花 30·复兴版延长发酵周期，增加 10 年老酒比例。从生产工艺上看，清香型白酒 28 天为一个发酵周期，每年工厂停产检修 2 个月，每年可以生产 10 个轮次。青花 30·复兴版采取的是两轮发酵（56 天），发酵周期延长一倍，只有两个车间才能生产复兴版（全手工生产，每天最多 500 箱），同时增加 10 年以上老酒的比例，因此复兴版在口感上相较青 20 会更加突出。2) 复兴版的产能较为稀缺，特优率仅为 10%+。从优酒率上看，理论上清香型白酒的优质率是 100%，复兴版等高端酒选取其中的特优酒。汾酒的特优率仅为 10%+，因此复兴版等高档酒的产能显得较为稀缺。3) 复兴版更加突出“青花”品牌。青花复兴版的设计并不仅仅是简单的包装改变，在复兴版 30 设计中更多的把“青花汾酒”4 个字设计的一样大，更加突出青花品牌。

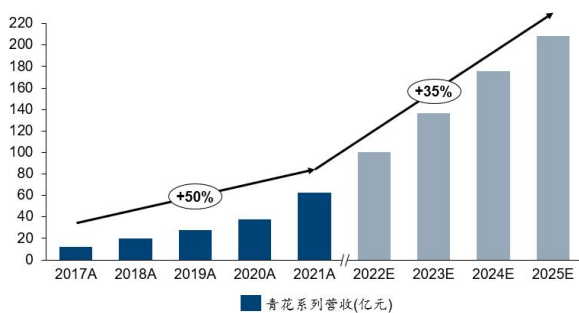
图 59：青花汾酒 30·复兴版更加突出“青花”品牌



资料来源：百度图片、公司官网，国信证券经济研究所整理

青花 30·复兴版的品质能支撑千元价位，后续积极看好复兴版放量对整体品牌高度的拉升。针对汾酒的工艺能否做高端化，市场或认为清香型工艺的口味差别不大，工艺基础决定汾酒没法试水千元价位。我们认为千元价位的门槛较高，不单单需要有优质的酒质来做支撑，还需要常年累月的品牌基础和消费者基础。从产区维度上看，在 1964-1965 年的汾酒试点中，结果表明杏花村一带的空气和土壤中含有多种有利于汾酒生产的微生物，因此青花系列稀缺性也具有产区支撑。从工艺维度上看，优质清香型白酒只采取中段流出的“头茬汾酒”，其次还需要进行分级贮存，因此青花系列选取的是其中 10%+特优酒。青花 30·复兴版在此基础上，一方面增加 10 年以上基酒的占比，另一方面只在最古老的两个车间进行生产，采取的是双轮发酵。综合来看，千元价位段的青花 30·复兴版从工艺角度、产能角度、年份角度、口感角度等和次高端青花 20 均有较为明显的区别。

图 60：预计 2021-2025 年青花系列营收符合增速 35%左右



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

图 61：预计 2025 年青花系列营收占比提升到 50%左右



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

中性预期下，预计 2025 年青花 30·复兴版有望实现营收约 55 亿元，2022-2025 年 CAGR 达约 22%。青花 30·复兴版自 2020 年迭代升级以来，已经培育了将近 3 年，我们深度复盘了国窖 1573 的成长历史发现，千元价格带大单品的培育放量需要长期的消费培育和市场费投，才能塑造其在消费者中的品牌高度和实现高端品非线性增长。我们从以下两个维度来测算 2025 年青花 30·复兴版的稳态体量：1) 针对山西省内市场，山西汾酒在省内市场成熟度较高&渠道铺市率较高，因此复兴版在省内的增长更多是来自青花 20/25 的升级需求。2) 针对省外市场，汾酒环山

西、华东、华南等市场复兴版仍处于市场导入期，渠道铺货率和市场成熟度相对较低，因此省外市场处于铺货+复购增长的双重成长期。在中性预期下，考虑到青花 30·复兴版仍处于品类培育的前期，我们假设 2023-2025 年青花 30·复兴版省内/省外 CAGR 约 15.0%/25.0%，预计 2025 年青花 30·复兴版有望实现营收约 55 亿元，整体 CAGR 约 22.2%。

表 26：中性预期下，预计 2025 年青花 30·复兴版实现营收约 55 亿元，CAGR 约 22.2%（单位：亿元）

青花 30·复兴版	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A-2025E CAGR
省内	6.0	9.0	10.4	11.9	13.7	15%
省外	14.0	21.0	26.3	32.8	41.0	25%
合计营收	20.0	30.0	36.6	44.7	54.7	22.2%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

表 27：2025 年青花 30·复兴版省内外营收的敏感性测算

敏感性分析		省外营收增速 CAGR								
		17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	25.0%	27.0%	29.0%	31.0%	33.0%
省内营收增速 CAGR	11.0%	45.9	47.7	49.5	51.4	53.3	55.3	57.4	59.5	61.7
	13.0%	46.6	48.4	50.2	52.1	54.0	56.0	58.1	60.2	62.4
	15.0%	47.3	49.1	50.9	52.8	54.7	56.7	58.8	60.9	63.1
	17.0%	48.0	49.8	51.6	53.5	55.4	57.4	59.5	61.6	63.8
	19.0%	48.8	50.6	52.4	54.2	56.2	58.2	60.2	62.4	64.6

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

从产品结构升级测算全国化空间：2025 年营收有望实现约 440 亿

中性预期下，通过分产品测算，预计山西汾酒 2025 年酒业业务实现营收约 436 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 19%。从汾酒高端化、产品结构的路径看，本文基于以下假设，引入产品生命周期模型，从品类拆分视角来测算汾酒酒类业务 2025 年增长空间：1) 我们将产品分为青花系列、腰部系列、玻汾系列和其他系列；2) 我们搭建各个品类的生命周期模型，判断所处的价格带及生命周期阶段；3) 考虑到酒企会主动平衡好量价关系，因此导入量价关系模型；4) 从区域扩张和结构升级维度，判断各品类的增长空间。综合来看，中性预期下，我们测算出 2025 年青花系列/腰部系列/玻汾系列/其他系列有望实现营收 203.2/127.9/68.3/36.7 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 27%/14%/9%/22%；酒类业务整体实现营收约 436 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 19%左右。

表 28：山西汾酒 2025 年酒类业务营收分产品测算(亿元)

品类	产品生命周期	量价关系	增长空间	预计 2022A-2025E 增速 CAGR			悲观预期	中性预期	乐观预期
				悲观	中性	乐观	下营收	下营收	下营收
青花系列				22%	27%	32%	182.9	206.1	228.2
青花 30 复兴版	导入期→成长期	挺价为主	区域扩张+渠道精耕	17%	22%	25%	48.3	54.7	58.6
青花 20	成长期→成熟期	放量为主	全国化扩张	25%	30%	35%	117.2	131.8	147.6
非标系列	成长期	挺价为主	控制放量，品牌占位	20%	25%	30%	17.5	19.5	22.0
腰部系列				12%	14%	19%	121.3	127.9	145.4
巴拿马系列	成熟期	放量为主	导入环山西市场	8%	10%	15%	64.6	68.3	78.0

老白汾系列	成熟期	放量为主	换代升级，提价	18%	20%	25%	56.7	59.6	67.3
玻汾系列				6%	9%	12%	63.4	68.3	73.5
普通玻汾	成长期	控量为主	严格配额制	3%	5%	7%	55.2	58.4	61.9
献礼版玻汾	导入期	放量为主	全面导入市场	60%	70%	80%	8.2	9.8	11.7
其他系列				17%	22%	27%	32.4	36.7	41.4
杏花村	成熟期	放量为主	收割区域酒份额	25%	30%	35%	17.4	19.6	22.0
竹叶青	成熟期	放量为主	渠道模式调整阶段	10%	15%	20%	15.0	17.1	19.4
酒业业务合计				16%	19%	24%	400.0	438.9	488.5

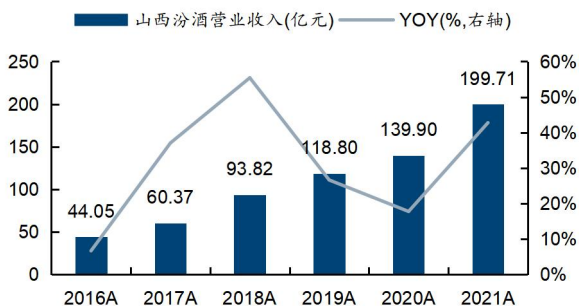
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测及整理

盈利预测与财务分析：高端化加速推进，全国性次高端向千元价位迈进

财务分析：结构持续优化，盈利能力大幅改善

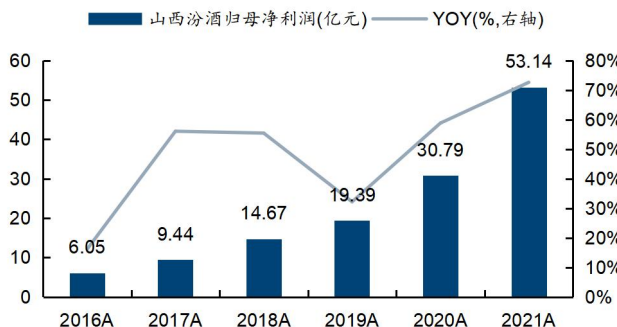
山西汾酒近五年来全国化稳步推进，2021 年实现营收接近 200 亿元。山西汾酒营业收入从 2016 年的 44.05 亿元增长至 2021 年的 199.71 亿元，CAGR 高达约 35.3%，其中 2016-2020 年汾酒的增长主要是依靠全国化，2021 年增长驱动力转变成产品结构升级。从量价拆解来看，2016-2020 年山西汾酒营收增速 CAGR 达 33.5%，销量 CAGR 增速达 30.7%，吨价复合增速仅为 2.1%，主要系汾酒全国化前期玻汾快速放量所致。山西汾酒归母净利润从 2016 年的 6.05 亿元增长至 2021 年的 53.14 亿元，CAGR 高达约 54.4%，主要系全国化快速推进下营收持续保持高增，以及产品结构升级和三年国改下管理费用优化。预计山西汾酒在青花系列持续放量和全国化稳步推进的双重带动下，公司有望在 2025 年实现营收突破 400+亿元，达成“三分天下有其一”的复兴目标。

图 62：山西汾酒 2021 年营收接近 200 亿



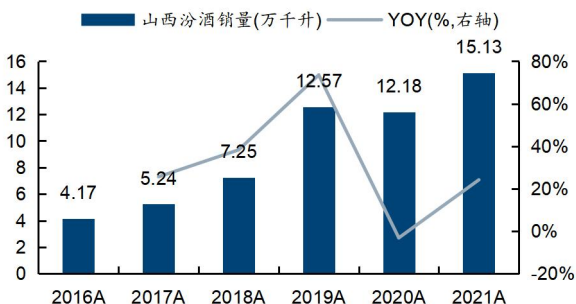
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 63：山西汾酒净利润 2016-2021 年 GAGR 高达约 54.4%



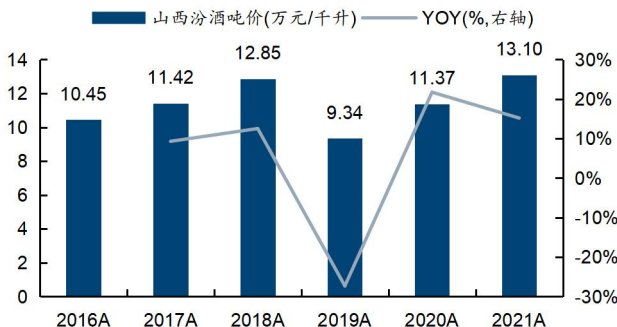
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 64：山西汾酒 2016-2021 年销量 GAGR 达 30.7%



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 65：山西汾酒 2016-2021 年吨价 GAGR 达 2.1%

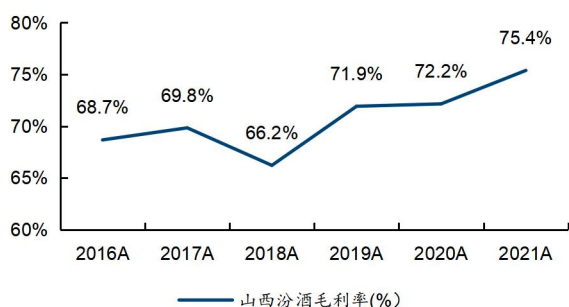


资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

山西汾酒高端化不断推进，盈利能力大幅改善。从盈利能力来看，山西汾酒净利率从 2016 年的 14.6% 提升至 2020 年的 22.3%，主要系产品结构优化下毛利率提升以及内部治理优化下的管理费用优化，其中毛利率/管理费用率/销售费用率分别贡献 3.5 pcts / 2.2 pcts / 1.3 pcts。从产品结构升级来看，在山西汾酒“抓两

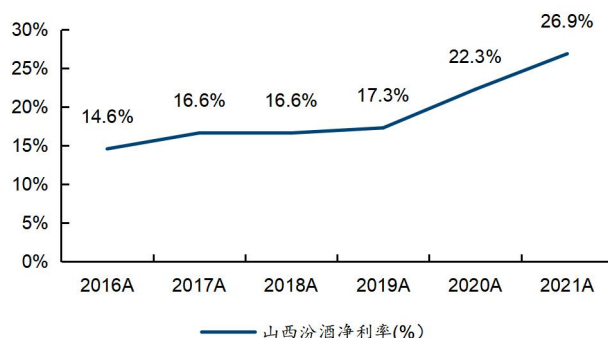
头，带中间”的产品战略下，中高端（青花系列+巴拿马系列）营收占比由 2018 年的 56.3%提升至 2021 年 58.4%，未来有望实现贡献 70%左右的营收。其中，青花系列在青花 20 全国化的带动下，营收由 2016 年的 8.33 亿元增长至 2021 年 62.51 亿元，CAGR 高达约 50%左右，实现汾酒品牌高势能崛起。从费用端来看，山西汾酒销售费用在全国化进程享受一定的规模效应，2020 年由于受到疫情冲击部分费用难以投放，预计未来公司销售费用维持在 19-20%的水平。公司管理费用率从 2016 年的 10%优化至 2021 年的 5.8%，主要系一方面享受规模效应下的费用摊薄，另一方面受益于三年国改下的经营效率优化。

图 66：2021 年山西汾酒毛利率提升至 75.4%



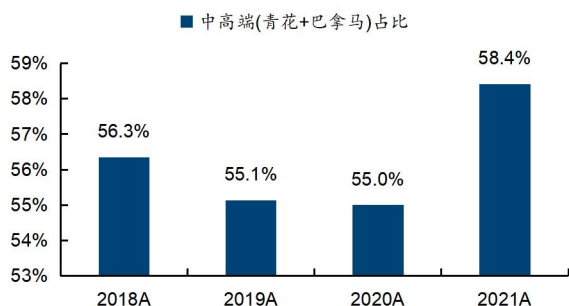
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 67：2021 年山西汾酒净利率提升至 26.9%



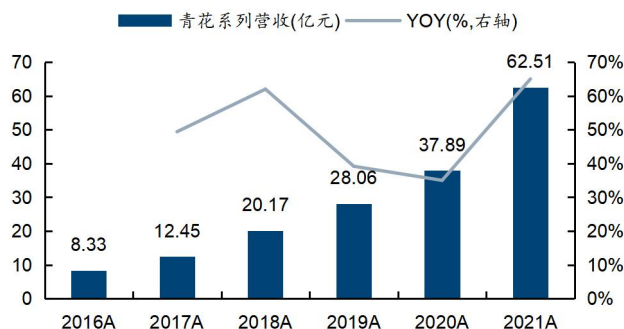
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 68：汾酒系列中高档占比提升至 58.4%



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

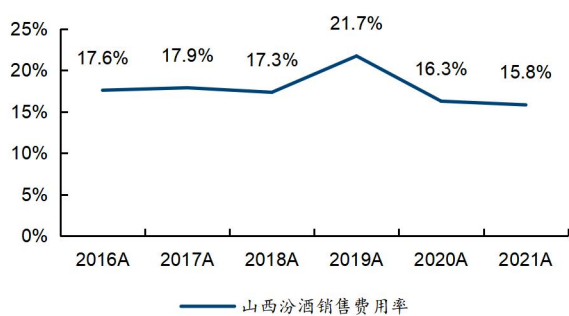
图 69：2016-2021 年青花系列增速 CAGR 高达约 50%



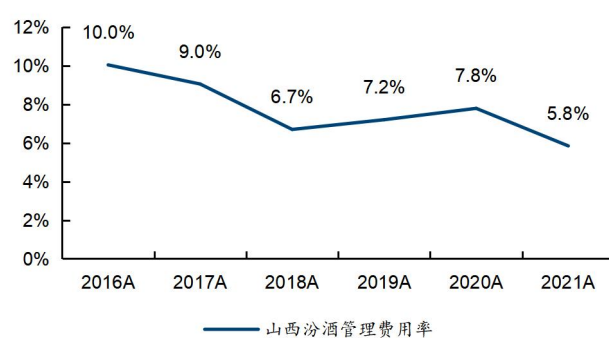
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 70：山西汾酒销售费用率维持相对稳定 (%)

图 71：山西汾酒管理费用出现大幅优化 (%)



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：汾酒全国化加速推进，复兴版培育卓有成效

核心假设：汾酒全国化加速推进，全国性次高端迈向千元价位

2017年，在李秋喜的主导下，山西汾酒开启品牌复兴的三年国企改革行动，明确实施“11936”中长期汾酒复兴战略，实现“62210”五年奋斗目标。2017-2019年期间，山西汾酒相继完成管理层重塑、治理结构改革、股权激励推进、产品线梳理、全国化推进等一系列举措，并于2021年营收接近实现200亿元。在产品端，山西汾酒由过去的“抓两头，带中间”转向“拔中高，控底部”，公司通过主动控制低端玻汾，提高青花系列的占比，进而优化整体产品结构。在青花系列内部，公司通过“抓中间，带两头”的方式，2020年推出青花30复兴版定位千元价位段，逐步实现青花30·复兴版在青花20基础上接续增长。在市场布局方面，山西汾酒经过五年左右的全国化推进，在全国覆盖100万家+可控终端，打造28个亿元以上市场，长江以南市场平均增速达到60%+，已经成为全国性次高端龙头。展望2025年，山西汾酒一方面聚焦推进青花系列全国化进程，另一方面在环山西大基地市场有序实现腰部巴拿马、老白汾系列泛全国化，预计2025年公司营收有望突破400亿元。

我们分业务对山西汾酒业绩进行预测，主要基于以下假设：

汾酒板块（青花、巴拿马、老白汾和玻汾系列）：山西汾酒已经成功打造青花20和玻汾两支全国性大单品，后续汾酒系列将持续享受青花全国性放量以及结构优化的双重红利。从销量上看，山西汾酒持续推进“抓青花、强腰部、稳玻汾”策略，内部销量进一步优化，预计2022-2024年销量同比增长10.6%/10.8%/8.1%。从吨价上看，随着青花占比不断提升，玻汾推出百元价位献礼版玻汾，以及后续老白汾换代升级，预计2022-2024年吨价同比增长20.2%/12.9%/10.9%。从营收上看，预计汾酒系列未来三年营收实现238.28/297.96/357.08亿元，同比增长33.0%/25.0%/19.8%。

系列酒板块（杏花村等）：汾酒集团体内的系列酒业务于2018年顺利注入上市公司一体化运作，汾酒于2019年开始对系列酒进行品牌瘦身计划，大幅精简杏花村和汾牌SKU，实现产品和品牌的双重聚焦。2020年系列酒公司进行停产整顿、产品架构进一步梳理，于2021年迎来恢复式增长。从销量上看，预计2022-2024年系列酒销量同比增长33.3%/28.6%/23.8%。从吨价上看，预计2022-2024年系列酒吨价同比增长5.0%/5.0%/5.0%。从营收上看，预计2022-2024年系列酒实现营收8.93/12.06/15.67亿元，同比增长40.0%/35.0%/30.0%。

配制酒板块（竹叶青等）：竹叶青品牌曾经三次入选露酒类全国名酒，公司不断加大竹叶青大健康产业发展步伐，推出全新一代青享版和荣耀版竹叶青酒，完成价格带全覆盖，有望将竹叶青品牌打造成汾酒开启全面复兴的第三张牌。从销量上看，预计配制酒板块2022-2024年销量同比变动-14.3%/10.6%/11.7%。从吨价上看，预计配制酒板块2022-2024年吨价同比增长5.0%/4.0%/3.0%。从营收上看，预计配制酒板块2022-2024年实现营收11.25/12.94/14.88亿元，同比变动-10.0%/15.0%/15.0%。

费用率预测

1) **销售费用率：**考虑到山西汾酒处于后全国化时期，全国化的渠道搭建基本完成，前期市场建设费预投和消费者培育投入基本完成，我们预计销售费用率后续在规模效应+主动收缩渠道费用作用下或存在优化空间，假设2022-2024年销售费用率呈现优化趋势，分别为13.8%/13.0%/12.1%。

2) **管理费用率**：考虑到公司今年大力推进数字化系统，提高内部管理效能提升，叠加全国化下的规模效应，我们预计 2022-2024 年公司管理费用率呈现下滑趋势，分别为 5.0%/5.0%/5.0%。

3) **研发费用率**：考虑到公司持续进行白酒风味研究和产品研究，预计 2022-2024 年研发费用率保持相对稳定，分别为 0.1%/0.1%/0.1%。

4) **财务费用率**：由于公司有息负债较少，在手现金较为充沛，预计 2022-2024 年财务费用率维持在-0.7%/-0.9%/-1.1%左右。

表 29：山西汾酒费用率预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入增长率	26.6%	17.8%	42.8%	30.2%	25.0%	20.0%
毛利率	71.9%	72.2%	74.9%	76.9%	78.0%	78.7%
管理费用率	7.1%	7.7%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用率	21.7%	16.3%	15.8%	13.8%	13.0%	12.1%
财务费用率	-0.9%	-0.5%	-0.2%	-0.7%	-0.9%	-1.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

盈利预测结果

我们从量价维度对分品类进行拆分，具体分拆数据如下表所示：

表 30：山西汾酒主营业务拆分及预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	6037	9382	11880	13990	19971	26000	32506	39015
YOY	37.0%	55.4%	26.6%	17.8%	42.8%	30.2%	25.0%	20.0%
营业成本	1821	3170	3336	3896	5011	5994	7164	8313
YOY	32.0%	74.1%	5.2%	16.8%	28.6%	19.6%	19.5%	16.0%
毛利	4216	6212	8544	10094	14960	20005	25341	30701
毛利率	69.8%	66.2%	71.9%	72.2%	74.9%	76.9%	78.0%	78.7%
汾酒								
销量（千升）		69923	84991	100455	151263	142794	158160	170974
YOY			21.6%	18.2%	24.2%	10.6%	10.8%	8.1%
吨价（元/千升）		11.54	12.12	12.57	13.88	16.69	18.84	20.88
YOY			5.0%	3.8%	10.4%	20.2%	12.9%	10.9%
营收（百万元）		8067	10297	12629	21001	23828	29796	35708
YOY			27.7%	22.6%	66.3%	13.5%	25.0%	19.8%
系列酒								
销量（千升）		44650	33470	14274	10880	14507	18652	23093
YOY			-25.0%	-57.4%	-23.8%	33.3%	28.6%	23.8%
吨价（元/千升）		2.14	2.69	3.96	5.86	6.16	6.46	6.79
YOY			25.7%	47.4%	47.9%	5.0%	5.0%	5.0%
营收（百万元）		955	900	566	638	893	1206	1567
YOY			-5.8%	-37.1%	12.7%	40.0%	35.0%	30.0%
配制酒								
销量（千升）		5159	7272	7069	11311	9695	10721	11970
YOY			41.0%	-2.8%	60.0%	-14.3%	10.6%	11.7%
吨价（元/千升）		6.57	7.54	9.24	11.05	11.60	12.07	12.43
YOY			14.6%	22.6%	19.6%	5.0%	4.0%	3.0%
营收（百万元）		339	548	653	1250	1125	1294	1488
YOY			61.6%	19.2%	91.4%	-10.0%	15.0%	15.0%
其他业务								
营收（百万元）		74	135	142	163	154	210	252

YOY	34.5%	82.4%	5.0%	14.8%	-5.7%	36.8%	20.0%
-----	-------	-------	------	-------	-------	-------	-------

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

预计 2022-2024 年山西汾酒实现营业总收入 260.00/325.06/390.15 亿元，同比增长 30.2%/25.0%/20.0%。预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 79.01/102.78/128.71 亿元，同比增长 48.7%/30.1%/25.2%，对应 EPS 6.48/8.42/10.55 元。

估值分析与投资建议：步入品牌复兴新征程的汾酒是优秀的底仓配置品种

绝对估值：279.73–317.82 元

我们将公司分为显性期（2022–2024 年）、半显性期（2025–2031 年）和永续期（2032 年起）三个阶段，采取 FCFF 估值法来反映公司内在价值。

1) **显性期（2022–2024 年）**：参考前文盈利预测，我们预计 2022–2024 年营收实现增长 30.2%/25.0%/20.0%，预计 2022–2024 年归母净利润实现增长 48.7%/30.1%/25.2%。

2) **半显性期（2025–2031 年）**：假设公司营收增速逐年衰减至 8%左右。

3) **永续期（2032 年起）**：白酒消费具有社会性和个人双重属性，同时受益于我国特有的礼仪文化，白酒需求具有较强的韧性。白酒作为高端品，从历史数据看，具有较强的提价能力且能大幅跑赢同期通胀水平。其次，白酒企业品牌壁垒较强，行业竞争格局较为稳固。综合来看，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.5%。

表 31：山西汾酒 FCFF 估值中盈利预测假设

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	26.63%	17.76%	42.75%	30.2%	25.0%	20.0%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%
营业成本/营业收入	28.08%	27.85%	25.09%	23.05%	22.04%	21.31%	21.1%	20.91%	20.71%	20.51%
管理费用/营业收入	7.13%	7.71%	5.79%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用/营业收入	0.19%	0.12%	0.12%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
销售费用/销售收入	21.73%	16.27%	15.82%	13.84%	12.96%	12.13%	11.30%	11.10%	10.90%	10.70%
营业税及附加/营业收入	18.97%	17.89%	18.68%	18.64%	18.58%	18.53%	18.50%	18.00%	18.00%	18.00%
所得税税率	27.82%	26.45%	23.99%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	33.08%	25.65%	3.28%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

资本成本假设：无风险利率我们选取 10 年期国债利率 2.73%，股票市场风险溢价 6.0%，债务成本采取 5.0%。基于以上假设，山西汾酒 WACC 约 8.31%。

表 32：山西汾酒 WACC 假设

无杠杆 Beta	0.93	T	24.00%
无风险利率	2.73%	Ka	8.31%
股票风险溢价	6.0%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价（元）	266.65	Ke	8.31%
发行在外股数（百万）	1220	E/(D+E)	100%
股票市值(E, 百万元)	321488	D/(D+E)	0%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	8.31%
Kd	5.00%	永续增长率（10 年后）	2.5%

资料来源：国信证券经济研究所预测及整理

FCFF 估值：我们选取 FCFF 估值法对山西汾酒进行绝对估值，测算 WACC 为 8.31%，永续增长率按 2.5%计算，预计公司的内在每股价值约 279.73–317.82 元（中值 297.48 元），对应市值约 3413–3878 亿元（中值约 3630 亿）。

表 33：山西汾酒 FCFF 估值法敏感性分析

敏感性分析		WACC 变化				
		7.9%	8.1%	8.31%	8.5%	8.7%
永续 增长 率变 化	3.1%	351.96	336.34	321.94	308.63	296.29
	2.9%	341.37	326.72	313.18	300.63	288.96
	2.7%	331.59	317.82	305.05	293.18	282.12
	2.5%	322.54	309.55	297.48	286.23	275.73
	2.3%	314.13	301.85	290.41	279.73	269.73
	2.1%	306.30	294.67	283.80	273.63	264.09
	1.9%	299.00	287.94	277.60	267.90	258.79

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

相对估值：252.71-294.83 元

山西汾酒作为全国性名酒品牌，拥有青花 20 和玻汾两支全国性大单品，2020 年推出定位千元价位段的青花 30·复兴版，产品结构持续优化。预计未来山西汾酒在长江以南持续放量+复兴版培育初见成效+青花系列占比不断提升的三重推动下，公司估值水平将由全国性次高端向半瓶高端白酒迈进。从 PE 估值角度，我们选择贵州茅台、五粮液、泸州老窖等全国性名酒，2023 年白酒行业 PE 估值中枢在 28X 左右。我们预计 2023-2024 年山西汾酒的 PE 水平在 31.1/24.9X，考虑到青花系列全国化有序推进，以及清香品类在全国高势能崛起，享受一定龙头溢价和确定性溢价，我们给予公司 2023 年 30-35X 估值水平，目标价 252.71-294.83 元，对应市值约 3100-3600 亿元，维持“买入”评级。

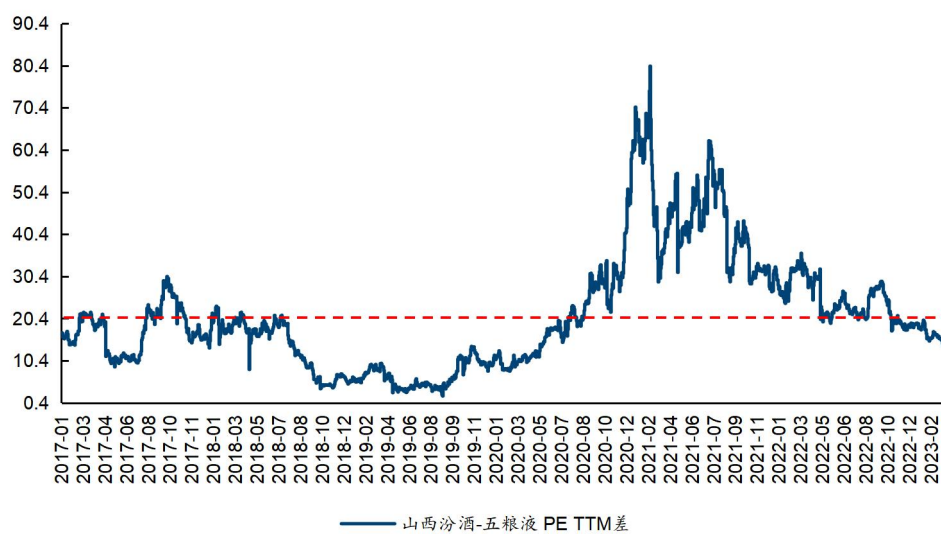
图 72：山西汾酒可比公司估值表（截至 2023 年 03 月 10 日）

股票代码	公司	市值	收盘价	市盈率		EPS								Growth				PEG	
				2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2023E	2024E	
600519.SH	贵州茅台	21,983	1,750.00	55.15	35.19	30.02	25.90	37.17	41.76	49.74	58.29	67.58	12.3%	19.1%	17.2%	15.9%	1.75	1.62	
000858.SZ	五粮液	7,578	195.24	43.31	28.13	24.29	21.10	5.14	6.02	6.94	8.04	9.25	17.2%	15.2%	15.8%	15.1%	1.54	1.39	
000568.SZ	泸州老窖	3,503	237.98	61.92	34.40	27.63	22.61	4.10	5.43	6.92	8.61	10.52	32.4%	27.4%	24.5%	22.2%	1.13	1.02	
002304.SZ	洋河股份	2,474	164.14	33.18	25.80	21.32	17.93	4.98	5.01	6.36	7.70	9.15	0.6%	26.9%	21.0%	18.9%	1.02	0.95	
000596.SZ	古井贡酒	1,254	271.55	69.55	47.44	37.24	30.08	3.68	4.45	5.72	7.29	9.03	20.9%	28.6%	27.4%	23.8%	1.36	1.26	
600702.SH	舍得酒业	619	185.65	129.88	39.98	31.31	23.90	1.75	3.78	4.64	5.93	7.77	116.7%	22.8%	27.7%	31.0%	1.13	0.77	
000799.SZ	酒鬼酒	448	137.80	140.45	38.13	29.75	23.43	1.51	2.75	3.61	4.63	5.88	81.7%	31.4%	28.2%	27.0%	1.06	0.87	
600779.SH	水井坊	372	76.18	80.13	29.40	24.78	20.73	1.50	2.45	2.59	3.07	3.67	63.9%	5.6%	18.6%	19.5%	1.33	1.06	
中位数					34.79	28.69	23.02												
均值					34.81	28.29	23.21												
600809.SH	山西汾酒	3,198	262.15	125.12	40.48	31.12	24.85	3.55	4.37	6.48	8.42	10.55	23.2%	48.0%	30.1%	25.2%	1.03	0.99	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

注：其他公司采用 wind 一致预期；收盘价采取 2023 年 03 月 10 日数据

图 73：山西汾酒-五粮液 PE TTM 差（均值为 21.09X，现值为 13.30X，截至 2023 年 03 月 10 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：汾酒品牌高势能崛起，成长性和确定性兼具的标的

山西汾酒骨子里的改革基因是持续高增的底层逻辑。山西汾酒过去作为典型的老国企，先后三次通过主动改革迎难而上，1987 年常贵明厂长签订“承包经营责任状”，2009 年李秋喜出任集团董事长实施“汾酒新政”，2017 年李秋喜签订三年国企改革“军令状”，带领汾酒开启实现全面复兴的新征程。山西汾酒从 2017 年开始，相继完成管理层市场化选聘、管理层股权激励、战略外部股东引入、管理层年轻化等，重新理顺管理层的权责利以及长效激励机制，实现内部组织的二次再造。年轻且高效的管理团队是公司相继实现全国化扩张，推进产品结构升级和打赢复兴版千元价格带战役的基石，也是支撑公司从 200 亿走向十四五 400 亿+ 的强大保障。

山西汾酒基本完成全国化布局，长江以南市场将打造第三增长曲线。山西汾酒作为曾经的清香龙头，具备全国性的消费者基础，名酒基因是支撑汾酒再次实现全国化的基础。2017 年公司的增长更多来自山西基地市场的份额增长以及渠道下沉，2018 年开始在京津冀、鲁豫、陕蒙环山西市场开始井喷式增长，长江以南的华东和华南板块将成为支撑汾酒实现 400 亿+ 营收的主要增量。我们认为汾酒具备再次实现全国化扩张的基础：1) 老四大名酒之一，全国性名酒品牌；2) 大曲清香型白酒的典型代表，“汾酒热”和“清香热”相辅相成；3) 汾酒已经成功打造玻汾和青花 20 全国性大单品，通过玻汾铺路、青花放量的方式来实现省外扩张；4) 成功搭建起 5000+ 人的销售队伍（含地勤人员等），通过省内+环山西市场练兵外放到其他市场，并在省外市场采取“一地一策”的模式进行扩张。目前，山西汾酒在华东、华南市场已经实现点状生存态势，后续或将由点连线，由线成面在长江以南市场打造成第三增长曲线。

青花稳定放量带动产品结构优化，青花 30 复兴版推动汾酒由全国性次高端向半瓶高端酒跃迁。玻汾占比较高、产品结构相对较低是过去制约汾酒发展的主因，针对玻汾系列，公司采取“拔中高、控底部”产品战略，主动限制玻汾的发展。短期看，汾酒在 2022 年推出定位百元价位的献礼版玻汾，或带动玻汾整体吨价提升。在青花系列省外放量，产品结构优化方面：1) 玻汾目前在省外属于高毛利、高周转产品，渠道推力较强，汾酒或将玻汾定义为导流产品，青花定义为利润产品，进而实现青花系列省外渠道扩张；2) 玻汾在当地市场完成前期的氛围培育工作，青花持续通过品鉴会等消费者培育享受 400 元次高端增长红利；3) 汾酒向上推出定位千元价位段的青花 30·复兴版，拔高青花系列的定位。后续随着青花 30 复兴版的有序放量，或带动公司实现从全国性次高端往半瓶高端白酒跃迁。横向对比来看，在产品结构维度，山西汾酒相较于五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒等而言，是能用一支品牌把高中低三个价位段都做的非常优秀的白酒企业。从价位段带动的逻辑上，公司前期增长是低端玻汾带动次高端青花 20 的增长，进而带动青花 30 复兴版，而五粮液、泸州老窖等更多是高端价位从上往下辐射，同时更多采取的是双品牌或多品牌战略，避免低端产品对主品牌形成稀释。汾酒和其他全国性白酒发展路径的差异，一方面凸显汾酒强大的品牌力，另一方面或表明汾酒的估值或按照“口粮酒-次高端-高端”的路径进行跃迁。当下，我们认为汾酒全国品牌高势能崛起，是成长性和确定性兼具的标的。

综合来看，预计山西汾酒 2022-2024 年实现营收 260.00/325.06/390.15 亿元，同比增长 30.2%/25.0%/20.0%；实现归母净利润 79.01/102.78/128.71 亿元，同比增长 48.7%/30.1%/25.2%，对应 EPS 6.48/8.42/10.55 元。结合绝对估值和相对估值，考虑到青花系列全国化有序推进，产品结构进一步提升，以及享受一定业绩确定性溢价，我们给予 2023 年 30-35X PE，目标市值约 3100-3600 亿元，对应目标价 252.71-294.83 元，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 252.71-294.83 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

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

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.73%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的贵州茅台、五粮液、泸州老窖、舍得酒业等酒企相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均 PE 的基础上给予一定溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来三年收入增长 30%/25%/20%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来三年业绩的风险。

我们预计公司未来三年毛利率分别为 76.9%/78.0%/78.7%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来三年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

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

山西省内的其他清香白酒企业更多开始全国化，后续或加大清香白酒的竞争烈度。

市场风险

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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4607	6146	11404	18182	26588	营业收入	13990	19971	26000	32506	39015
应收款项	142	104	142	178	210	营业成本	3896	5011	5994	7164	8313
存货净额	6354	8189	10124	12362	14572	营业税金及附加	2503	3730	4847	6039	7229
其他流动资产	4705	4816	6270	7840	9409	销售费用	2276	3160	3599	4213	4734
流动资产合计	15808	25286	33972	44592	56810	管理费用	1089	1167	1315	1640	1965
固定资产	2290	2493	2391	2764	3270	研发费用	17	23	26	33	39
无形资产及其他	339	363	387	413	443	财务费用	(68)	(33)	(175)	(296)	(448)
投资性房地产	1303	1736	1736	1736	1736	投资收益	(49)	72	0	0	0
长期股权投资	39	76	76	76	76	资产减值及公允价值变动	0	28	0	0	0
资产总计	19779	29955	38562	49582	62336	其他收入	(10)	(7)	125	156	189
短期借款及交易性金融负债	0	13	0	0	0	营业利润	4235	7029	10545	13903	17410
应付款项	2311	2812	3477	4245	5004	营业外净收支	2	61	0	0	0
其他流动负债	7318	11440	13756	16669	19473	利润总额	4237	7091	10545	13903	17410
流动负债合计	9629	14265	17233	20914	24477	所得税费用	1121	1701	2531	3476	4353
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	37	76	113	149	187
其他长期负债	84	103	103	103	103	归属于母公司净利润	3079	5314	7901	10278	12871
长期负债合计	84	103	103	103	103	现金流量表（百万元）					
负债合计	9714	14368	17336	21017	24580	净利润	3079	5314	7901	10278	12871
少数股东权益	288	364	473	618	798	资产减值准备	(4)	4	0	0	0
股东权益	9777	15223	20753	27948	36957	折旧摊销	150	170	246	263	287
负债和股东权益总计	19779	29955	38562	49582	62336	公允价值变动损失	0	(28)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(68)	(33)	(175)	(296)	(448)
每股收益	3.53	4.36	6.48	8.42	10.55	营运资本变动	(1578)	2305	(447)	(162)	(248)
每股红利	0.91	0.14	1.94	2.53	3.16	其它	31	70	109	144	181
每股净资产	11.22	12.48	17.01	22.91	30.29	经营活动现金流	1679	7835	7809	10523	13090
ROIC	35.7%	53.9%	75.3%	81.7%	88.0%	资本开支	0	(396)	(167)	(662)	(823)
ROE	31.5%	34.9%	38.1%	36.8%	34.8%	其它投资现金流	0	(6031)	0	0	0
毛利率	72.15%	74.91%	76.95%	77.96%	78.69%	投资活动现金流	(39)	(6464)	(167)	(662)	(823)
EBIT Margin	30%	34%	39%	41%	43%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	35%	40%	42%	44%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	43%	30%	25%	20%	支付股利、利息	(790)	(174)	(2370)	(3083)	(3861)
净利润增长率	59%	73%	49%	30%	25%	其它融资现金流	584	516	(13)	0	0
资产负债率	51%	49%	46%	44%	41%	融资活动现金流	(997)	168	(2383)	(3083)	(3861)
股息率	0.2%	0.1%	0.7%	1.0%	1.2%	现金净变动	643	1539	5259	6778	8406
P/E	74.2	60.2	40.5	31.1	24.9	货币资金的期初余额	3964	4607	6146	11404	18182
P/B	23.4	21.0	15.4	11.4	8.7	货币资金的期末余额	4607	6146	11404	18182	26588
EV/EBITDA	54.6	47.4	32.2	24.9	20.2	企业自由现金流	0	7309	7398	9502	11767
						权益自由现金流	0	7826	7518	9724	12103

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032