

能复兴者，根基深也

——山西汾酒（600809）深度报告

买入|维持

报告要点：

● 汾酒的立身之本是什么？

山西汾酒，是中国清香白酒龙一，我们认为，他的立身之本正是看起来有些虚无缥缈、但实际上不容忽视的历史和文化积淀。

曾经的40年“汾老大”，在几代人心中都烙下痕迹；诗人杜牧脍炙人口的诗句，“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”；杏花村的酿酒史，据考证可以追溯到6000年前的仰韶文化时期、三皇五帝时代；1915年，巴拿马万国博览会，甲等大奖章；厚重的历史积淀，构筑了汾酒宽阔的护城河。

● 汾酒复兴与国企改革，怎么理解？

2017年，汾酒打响山西国企改革第一枪。汾酒国企改革前，2013-2016年的3年，虽然有行业震荡因素，但3年收入CAGR仅-10.22%、归母净利润CAGR仅-14.27%，2016年利润仅6.05亿元，改革后，2016-2019年的3年，收入CAGR大幅跃升到39.20%、归母净利润CAGR大幅跃升到47.41%，2019年利润跃升到19.39亿元。可见，汾酒的国企改革，真不一样。

那么，汾酒的国企改革的关键点在哪呢？我们认为关键是两板斧。第一板斧，是用人，山西省国资委重点管好汾酒集团李秋喜董事长一个人，全面放权，经营层采用组阁聘任制，充分激发活力；第二板斧，是激励，签订3年收入30%/30%/20%、利润25%/25%/25%目标，完成目标，则李秋喜董事长按规定取得报酬，同时，李秋喜先生承诺“完不成任务，我将引咎辞职”。我们看到，两板斧下来，汾酒的经营焕然一新，从此进入发展快车道。

2021年底，袁清茂董事长接棒，在首个完整年度的2022年，预告收入+30%左右、归母净利润+49%，机制通畅，持续高增长。

● 汾酒凭什么快速复兴、并在长江以南高增？

我们认为，最重要的是汾酒本质上是“收复南方有根基的失地”+关键窗口的国企改革。

汾酒曾经做了40年“汾老大”，80年代，更是达到“全国每斤名酒中，就有半斤出自杏花村汾酒厂”的水平（新华社），但公司90年代的“名酒变民酒”战略失误、叠加1998年山西案件殃及池鱼，使公司跌出了头部酒企的队伍，90年代-新世纪10年代，汾酒从全国版图退守至山西及周边，2016年收入排名已跌至行业第7。

但是，当年80年代的青年，20岁的至今是50逾岁、30岁的至今是60逾岁，当年的强大品牌势能仍然留存于当今意见领袖心智，这个是汾酒快速复兴、并能够在长江以南率先高增的根基，本质上是“收复有根基的失地”，与从0开始攻城攻坚的风险是不一样的。

叠加汾酒2017年国企改革，汾酒实际上抓住了关键的“天时、地利、人和”窗口，这个窗口目前逻辑仍然通畅，汾酒长江以南有望持续高增。

● 投资建议

公司是中国清香白酒龙一，历史和文化积淀深厚，国企改革动能持续释放，青花动销旺盛，长江以南复兴加速。我们预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为78.84/101.61/128.08亿元，增速48.37%/28.89%/26.05%，对应3月10日PE 41/31/25倍（市值3,198亿元），维持“买入”评级。

● 风险提示

消费场景波动风险、省外扩张不及预期风险、食品安全风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13989.80	19970.99	26043.66	32553.13	39819.57
收入同比(%)	17.63	42.75	30.41	24.99	22.32
归母净利润(百万元)	3079.23	5313.61	7883.93	10161.45	12808.05
归母净利润同比(%)	56.39	72.56	48.37	28.89	26.05
ROE(%)	31.49	34.91	40.63	40.91	41.26
每股收益(元)	2.52	4.36	6.46	8.33	10.50
市盈率(P/E)	103.87	60.20	40.57	31.48	24.97

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

52周最高/最低价(元)：324.8 / 229.7

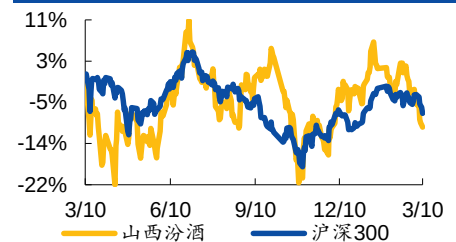
A股流通股(百万股)：1217.71

A股总股本(百万股)：1220.07

流通市值(百万元)：319223.47

总市值(百万元)：319842.25

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券公司研究-山西汾酒（600809）事件点评：

业绩预增49%，青花系列势能高》2023.01.20

报告作者

分析师 邓晖

执业证书编号 S0020522030002

电话 021-51097188

邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊

执业证书编号 S0020522090001

电话 021-51097188

邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆

执业证书编号 S0020522110001

电话 021-51097188

邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

目录

1.山西汾酒：清香龙一	4
1.1 清香龙头，积淀深厚	4
1.2 中国名酒，迈入国企混改新时代	4
1.3 山西省国资委控制 57%股权	5
1.4 公司业绩增速亮眼	6
2.白酒消费升级，“大清香”正当时	9
2.1 白酒行业：低端产能出清，消费升级持续	9
2.2 山西经济加速发展，支撑白酒消费升级	10
2.3 “大清香”正当时	13
3.青花动销旺盛，全国化势头正劲	14
3.1 青花表现强劲，产品结构持续优化	14
3.2 省内基本盘稳固，全国化加速推进	15
3.3 产能持续扩张，支撑成长	16
4.青花引领成长，混改释放活力	17
4.1 产品矩阵清晰，青花引领成长	17
4.2 品牌底蕴深厚，全渠道传播文化	22
4.3 渠道扩张加速中，管理精细化	23
4.4 国企改革不断深化，引入华润优化治理	25
5.盈利预测及投资建议	29
5.1 盈利预测	29
5.2 投资要点	30
5.3 投资建议	31
6.风险提示	32

图表目录

图 1：汾酒老作坊	4
图 2：公司及其前身所获荣誉	4
图 3：山西汾酒发展历程	5
图 4：公司股权结构（截至 2022Q3）	6
图 5：公司总营收、归母净利润变化情况	6
图 6：公司省内省外营业收入及增速变化	7
图 7：公司省内省外营业收入占比变化	7
图 8：公司汾酒销量及单价变化	7
图 9：公司各系列收入占比变化情况（%）	8
图 10：公司毛利率、净利率变化情况（%）	8
图 11：公司杜邦分析相关指标变化趋势	8
图 12：山西汾酒费用率变化情况（%）	9
图 13：2015-2021 年白酒行业产量（万千升）	9

图 14: 白酒行业销售收入及利润总额	9
图 15: 山西省 GDP 及增速变化情况	11
图 16: 山西省人均可支配收入变化情况	11
图 17: 山西省白酒产量变化	11
图 18: 吕梁市白酒产量趋势	13
图 19: 各清香酒企纷纷抢占高端及次高端	14
图 20: 公司酒类及汾酒收入及吨价变化	15
图 21: 公司省内及省外销售收入变化情况	15
图 22: 山西汾酒全国化战略演进图	16
图 23: 山西汾酒产销量趋势	17
图 24: 郭沫若为汾酒手书“酒如泉”三字	18
图 25: 汾酒绿色山丹马场大麦原粮基地图	18
图 26: 青花 20	21
图 27: 青花 30 复兴版	21
图 28: 老白汾	21
图 29: 巴拿马 10	21
图 30: 53 度 475ml 玻汾	22
图 31: 献礼版玻汾	22
图 32: 竹叶青·青享	22
图 33: 竹叶青·荣耀棕	22
图 34: 2021 年汾酒封藏大典	23
图 35: 公司广告宣传费用变化趋势	23
图 36: 公司省内外经销商数量趋势	23
图 37: 公司前五大客户收入占比趋势 (%)	24
图 38: 2022 年 6.18 京东酒类竞速榜	24
图 39: 山西汾酒线上销售收入趋势	24
图 40: 山西汾酒与华润签订战略合作协议	27
图 41: 青花 30 复兴版·华润 Ole' 首发签约仪式	27
表 1: 中国酒业“十四五”发展规划	10
表 2: 山西白酒产业支持政策	12
表 3: 主流白酒香型及工艺	13
表 4: 山西汾酒产品矩阵（一）：汾酒	19
表 5: 山西汾酒产品矩阵（二）：系列酒及配制酒	20
表 6: 山西汾酒 2017-2019 年目标考核责任书内容	25
表 7: 部分集团资产注入上市公司情况	26
表 8: 山西汾酒股权激励计划拟授予对象及获授予股份数量情况	27
表 9: 山西汾酒股权激励计划考核目标及解除限售安排	28
表 10: 公司董事会及高管概况	29
表 11: 山西汾酒盈利预测拆分	30
表 12: 可比公司估值	32

1. 山西汾酒：清香龙一

1.1 清香龙头，积淀深厚

品质卓越，三大品牌享誉全国。公司地处拥有 6000 多年酿造历史的山西省汾阳市杏花村，拥有“汾”“杏花村”“竹叶青”三大中国驰名商标，是清香型白酒国家标准的制订者之一，旗下汾酒是清香型白酒的杰出代表，核心大单品“青花”、大众口粮酒“玻汾”等广受消费者好评，竹叶青酒作为著名保健养生酒享誉国内外。公司坚持“酿好酒、储老酒、售美酒”的品质路线，力求产品的精益求精。

清香之祖，酿造技艺传承久远。汾酒拥有独特的“固态地缸分离发酵、清蒸二次清”的酿造工艺，采用分级陶坛贮存。早在 1500 年前的南北朝时期，汾酒就作为宫廷御酒受到北齐武成帝的推崇，载入廿四史。晚唐大诗人杜牧的“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”使汾酒家喻户晓。1915 年，汾酒在巴拿马万国博览会上荣获甲等大奖章。因其源远流长的文化，传统悠久的酿造历史和清香卓越的品质，汾酒被誉为“国酒之源，清香之祖”。

传承经典，山西汾酒高质量发展。1949 年，公司前身山西杏花村汾酒厂成立，汾酒、竹叶青酒成为开国大典国宴用酒。在第一到五届全国评酒会上，汾酒蝉联五届“中国名酒”称号。1993 年，杏花村汾酒厂改组为汾酒集团，同年汾酒集团生产主体部分组建山西杏花村汾酒厂股份有限公司，并于次年 1 月在上交所上市，这也是全国第一家白酒上市企业。目前公司拥有生产基地 11000 余亩，原粮种植基地 120 余万亩，2021 全年酒类产销量超过 15 万千升，营收近 200 亿元。

图 1：汾酒老作坊



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

图 2：公司及其前身所获荣誉



资料来源：汾酒集团官网、国元证券研究所整理

1.2 中国名酒，迈入国企混改新时代

公司旗下汾酒五次蝉联国家名酒称号，竹叶青亦获多项殊荣。1949 年，公司前身国营杏花村汾酒厂成立。1952 年汾酒在全国第一届评酒会上被评为国家名酒，成为中国“老四大名酒”之一，此后共五次蝉联国家名酒的称号。竹叶青酒也连续三次被评为中国名酒，获得五次国际金奖。1986 年，获国家质量管理奖，1988 年通过产品质量认证，2000 年一次性通过 ISO9001 国际标准质量体系认证。

国营山西汾酒厂改组，股份公司成功上市。1993 年 8 月，国营山西杏花村汾酒厂改组为自主经营、自负盈亏的法人组织——山西杏花村汾酒（集团）公司；同年，

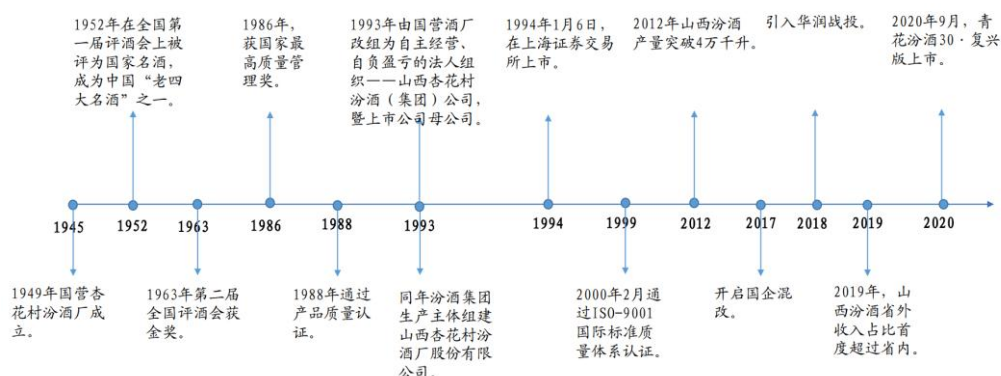
进行了企业股份制改造，（集团）公司拿出生产主体部分成立了山西省首家上市公司——山西杏花村汾酒厂股份有限公司。1994年1月，山西杏花村汾酒厂股份有限公司在上海证券交易所上市。

再次改组，成立山西杏花村汾酒集团有限责任公司。2002年4月2日，经山西省政府授权，在原山西杏花村汾酒（集团）公司基础上改组成立了山西杏花村汾酒集团有限责任公司，企业由此开始走上了现代化、市场化的创新发展之路。

汾酒开启国企改革新时代。2017年，母公司汾酒集团与山西国资委签署《2017年度经营目标考核责任书》与《三年任期经营目标考核责任书》，开启了汾酒集团及上市公司发展的新时代，此后集团陆续将酒类资产全部注入上市公司，2018年引入华润优化治理，上市公司进入高速发展期。

全国化加速推进。自2017年国企混改启动，公司省外收入增速大幅提升，2017年省外收入增速为26.37%，而2016年仅为8.47%，2018-2021年，省外收入增速分别为63.56%/47.65%/31.74%/49.48%。2019-2021年，公司省外收入占比均超过省内收入。

图 3：山西汾酒发展历程

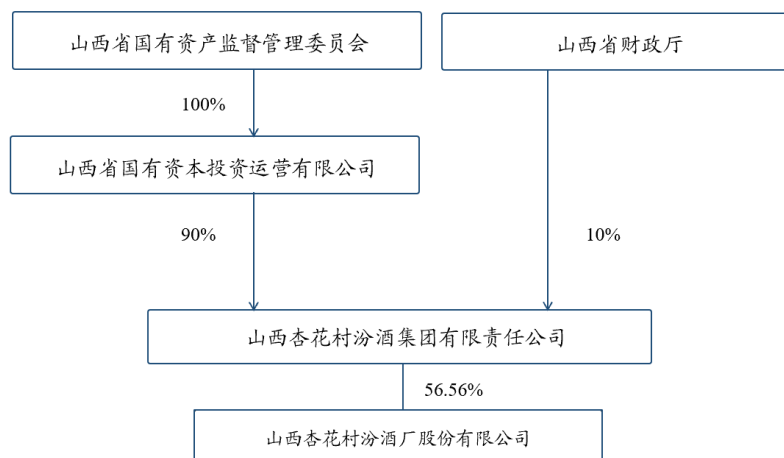


资料来源：公司公告、汾酒集团官网、国元证券研究所整理

1.3 山西省国资委控制 57%股权

公司股权结构稳定，实际控制人为山西省国资委。根据公司公告，截至2022Q3，公司实际控制人为山西省国资委，间接控制公司56.56%的股权，股权结构稳定；战略投资者华创鑫睿为第二大股东，持股比例为11.38%。

图 4：公司股权结构（截至 2022Q3）

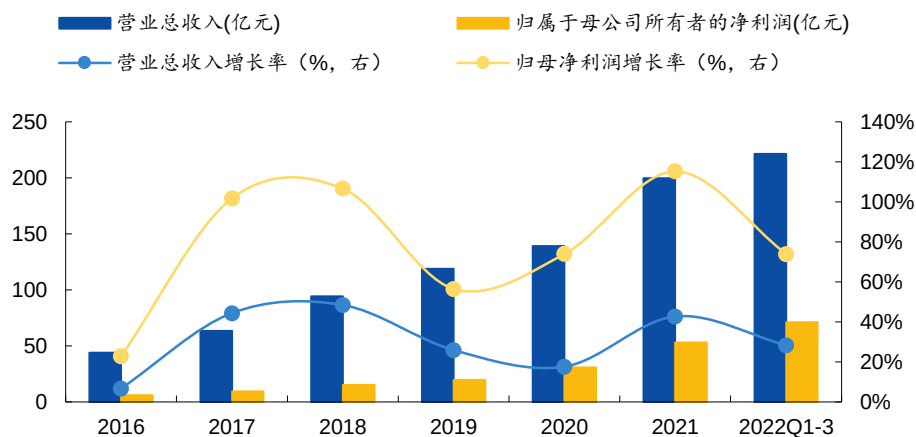


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.4 公司业绩增速亮眼

2016 年以来公司营收、业绩增速亮眼。2021 年公司实现总营收 199.71 亿元（+42.75%），2016-2021 年 CAGR 为 35.30%；实现归母净利润 53.14 亿元（+72.56%），CAGR 为 54.43%。公司 2016-2021 年收入逐年增长，主要得益于公司全国化的顺利推进，省内基本盘稳固，省外收入持续高增。2022Q1-3 公司实现总营收 221.44 亿元（+28.32%），实现归母净利润 71.08 亿元（+45.70%）。

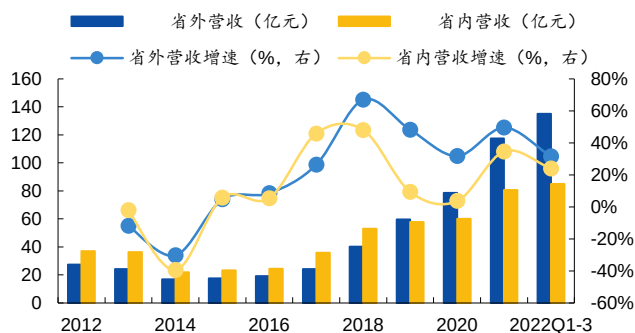
图 5：公司总营收、归母净利润变化情况



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

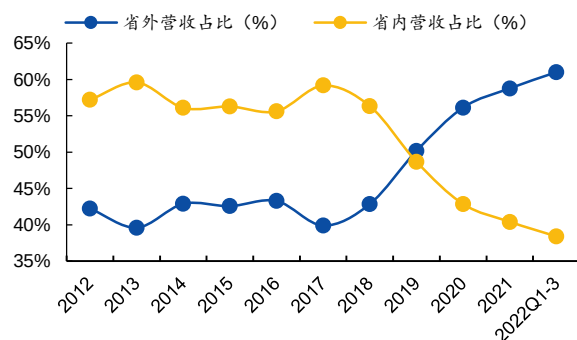
2017 年以来公司省外业务持续高增。近年来公司省外业务拓展成绩喜人，2019 年，省外收入占比首次超过省内。2021 年省外营收破百亿，达到 117.38 亿元（+49.48%），2017-2021 年 CAGR 为 37.26%；2021 年公司省外营收占比为 58.77%（+2.64pct），较 2017 年提升 18.86pct。

图 6：公司省内省外营业收入及增速变化



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 7：公司省内省外营业收入占比变化

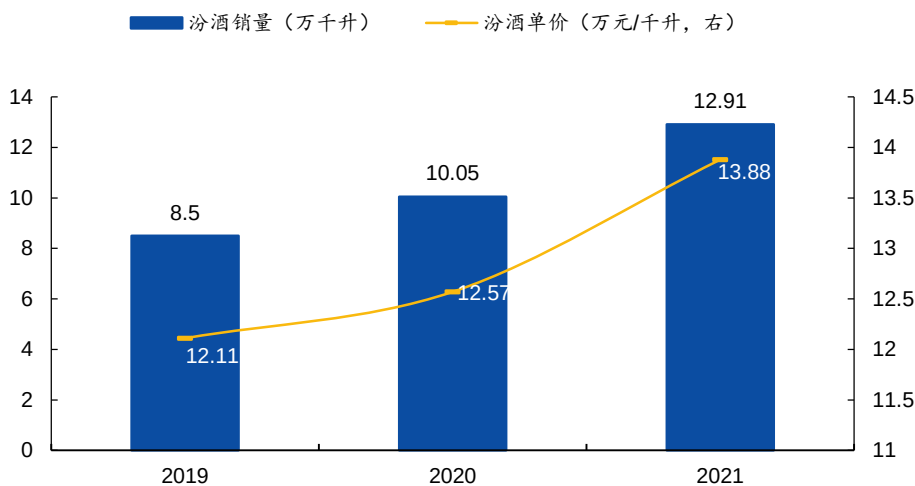


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司收入结构持续优化。汾酒是支撑公司收入的中流砥柱，2021 年营收占比 90.47%（较 2019 年提升 2.80pct）；2021 年配制酒占比 6.31%（较 2019 年提升 1.64pct）。2021 年公司汾酒、配制酒与系列酒的毛利率分别为 76.55%/63.71%/53.10%，毛利率更高的汾酒和配制酒营收占比提升。

公司汾酒单价持续提升。汾酒包含青花汾酒、巴拿马金奖、老白汾酒、玻汾等细分品牌。2021 年，汾酒销量 12.91 万千升，2019-2021 年 CAGR 为 23.23%；汾酒均价 13.88 万元/千升，2019-2021 年 CAGR 为 7.05%，公司汾酒单价持续提升。

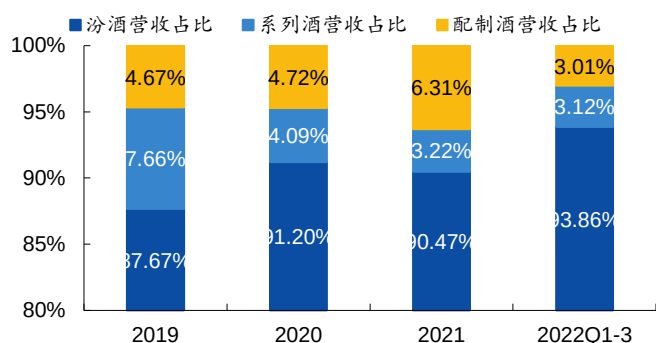
图 8：公司汾酒销量及单价变化



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

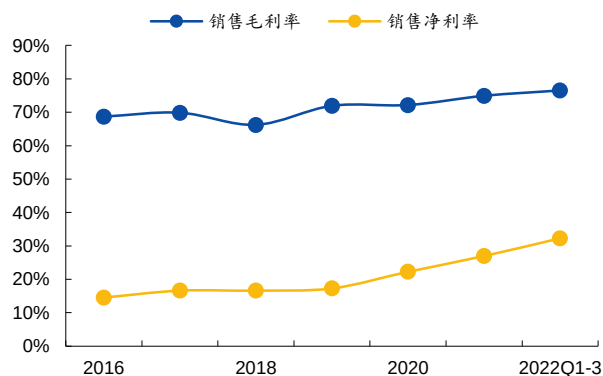
2018 年以来公司毛利率、净利率持续提升。2021 年，公司毛利率为 74.91%（较 2018 年提升 8.70pct），净利率为 26.99%（较 2018 年提升 10.36pct）。公司毛利率提升，主要得益于产品结构的持续优化。

图 9：公司各系列收入占比变化情况（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

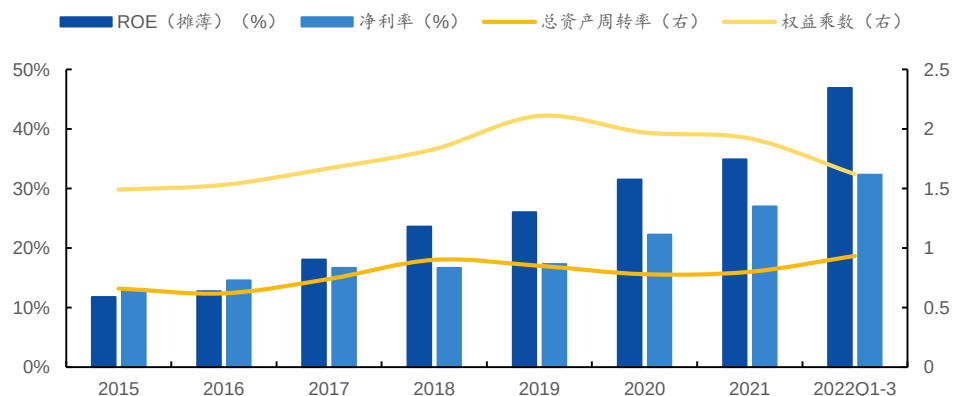
图 10：公司毛利率、净利率变化情况（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

公司销售净利率持续优化，带动 ROE 提升。公司 ROE（摊薄）持续增长，2021 年为 34.91%（+3.42pct），较 2015 年提升 15.93pct。2015-2021 年公司权益乘数呈小幅增长趋势，2021 年为 1.92。公司总周转率基本保持平稳，2021 年为 0.80。公司 ROE 的提升主要由于净利率的不断提高。

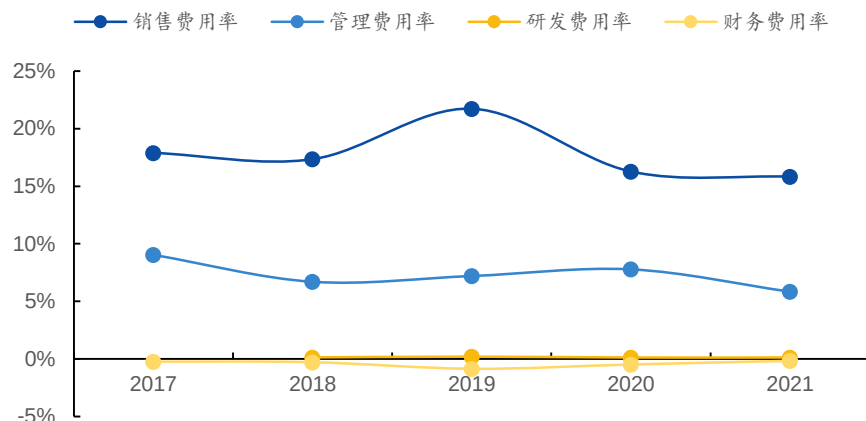
图 11：公司杜邦分析相关指标变化趋势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

费用管控精细化，期间费用率持续降低。2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.82%/5.84%/0.12%/-0.17%，同比分别-0.45/-1.94/+0.00/+0.32pct。公司销售费用率 2019 年大幅上升，主要由于广告宣传费及销售人员薪酬增加，2019 年后逐渐回落，源自费用管控精细化和会计政策变更的双重影响。2021 年管理费用率下降，主要得益于收入大幅增加的情况下，单位固定性费用下降。研发费用率和财务费用率保持平稳。

图 12：山西汾酒费用率变化情况（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

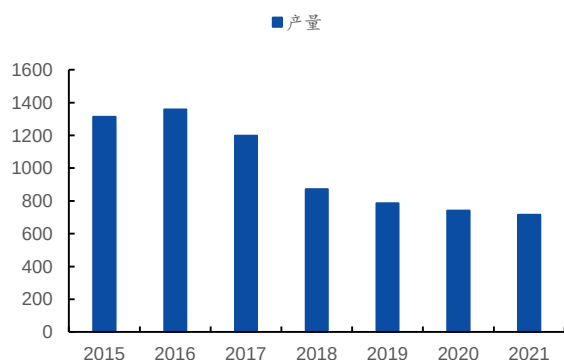
2.白酒消费升级，“大清香”正当时

2.1 白酒行业：低端产能出清，消费升级持续

白酒行业进入挤压式增长阶段。根据国家统计局数据，2021 年全国规模以上白酒企业总产量 716 万千升，同比微降 0.59%。2016-2018 年白酒行业实现低端产能出清，2019-2021 年白酒产量规模基本维持稳定。

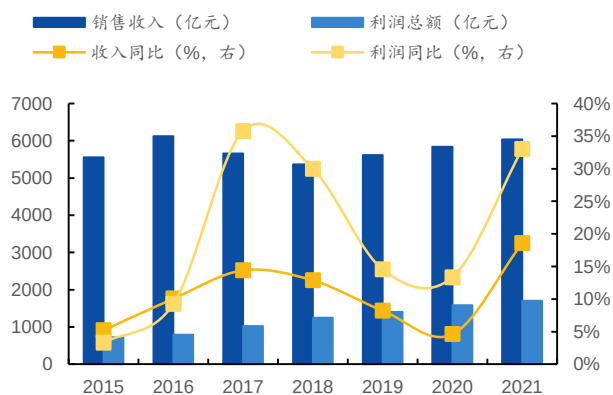
“集中度提高+消费升级”共促行业收入、业绩成长。根据中国酒业协会数据，2021 年我国规模以上白酒企业实现销售收入 6,033 亿元，同比增长 18.60%；实现利润总额 1,702 亿元，同比增长 32.95%。我们认为，白酒行业收入和利润的较快增长，主要由于行业集中度提高，效益向优势产区和企业集中以及白酒品牌的持续高端化升级。根据中国酒业协会数据，2021 年规模以上白酒企业数量为 965 家，较 2016 年减少 613 家，白酒行业 CR30 营收占比达到 50%以上。

图 13：2015-2021 年白酒行业产量（万千升）



资料来源：Wind、Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 14：白酒行业销售收入及利润总额



资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

各地白酒主流价格带上移，白酒价升趋势明显。根据酒业家数据，以河南省为例，河南省直面 C 端消费者渠道的产品销售价格，过去集中在 100-200 元之间，目前升级至 200-300 元间，未来这一数字将提升至 300-400 元；安徽省主流白酒价格带也出现了明显提升，由 100 元提升至 200-300 元价位，次高端市场也随之不断扩容。

政策支持白酒行业发展。2021 年，中国酒业协会发布《中国酒业“十四五”发展指导意见》，其中指出在产业目标上，预计 2025 年，中国酒类产业将实现酿酒总产量 6,690 万千升，比“十三五”末增长 23.9%；销售收入达 14,180 亿元，增长 69.8%；实现利润 3,340 亿元，增长 86.4%，年均递增 13.3%。其中，白酒产业 2025 年计划产量 800 万千升，比“十三五”末增长 8.0%；销售收入达 9,500 亿元，增长 62.8%；实现利润 2,700 亿元，增长 70.3%。

表 1：中国酒业“十四五”发展规划

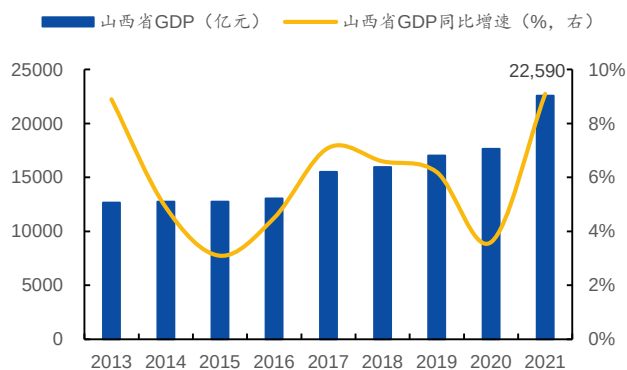
序号	对象	目标规划
1	产业目标	中国酒类产业将实现酿酒总产量 6,690 万千升，销售收入达 14,180 亿元，实现利润 3,340 亿元
2	产业结构	打造世界级产业集群
3	品牌培育	实施世界顶级酒类品牌培养计划
4	市场建设	实施酒类大商 1510 培育计划，培育千亿级酒类大商至少一家，百亿级 5 家，50 亿级大商 10 家
5	科技创新	培育和建设传统制造业（白酒、黄酒、露酒）先进创新中心
6	生态保护	构建酒类产业生态酿造体系，如建立健全酒业碳排放标准体系建设，形成完整的“零碳”理念和“零碳”发展模式
7	知识产权	设立反侵权假冒伪劣工作促进委员会
8	原料基地建设	积极推行白酒、黄酒酿酒专用粮基地建设，全力推进酿酒葡萄品种研究与产区规划工作，推进啤酒原料国产化发展和研究，形成国内、国际双驱动的保障供给格局

资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

2.2 山西经济加速发展，支撑白酒消费升级

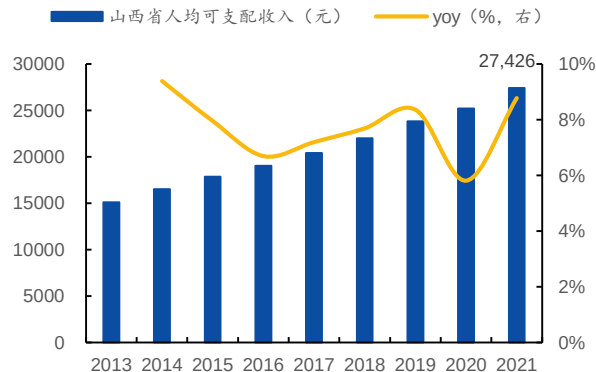
山西省经济发展加速，拉动白酒消费。2021 年山西省实现 GDP 总量 22,590.16 亿元，同比+9.1%，增速位列全国第三。2021 年山西省人均可支配收入 2.74 万元，同比+8.8%，除 2020 年受疫情影响，2016-2021 年增速逐年提升。2015-2019 年山西省白酒产量不断上升，2019 年为 20.93 万千升，2020 年受疫情影响有所回落。随着经济发展重心向中西部转移，未来山西省经济有望持续受益，带动省内政商务和社交白酒消费需求。

图 15：山西省 GDP 及增速变化情况



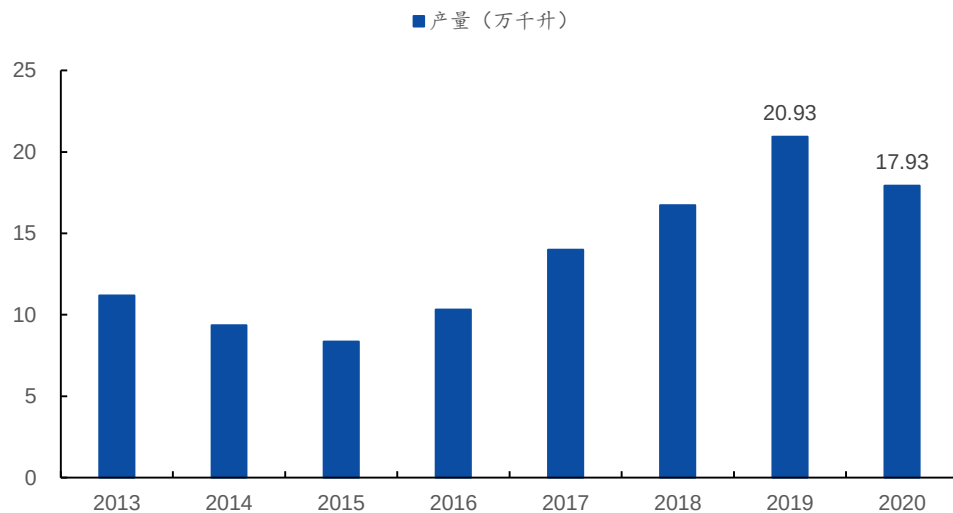
资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

图 16：山西省人均可支配收入变化情况



资料来源：山西省统计局、国元证券研究所整理

图 17：山西省白酒产量变化



资料来源：山西省统计局、国元证券研究所整理

山西省各级政府大力支持白酒产业。山西省、吕梁市、汾阳市纷纷出台政策，支持当地白酒产业发展，吕梁市提出，到 2025 年，全市白酒产能力争达到 50 万吨，白酒及相关产业产值突破 500 亿元。

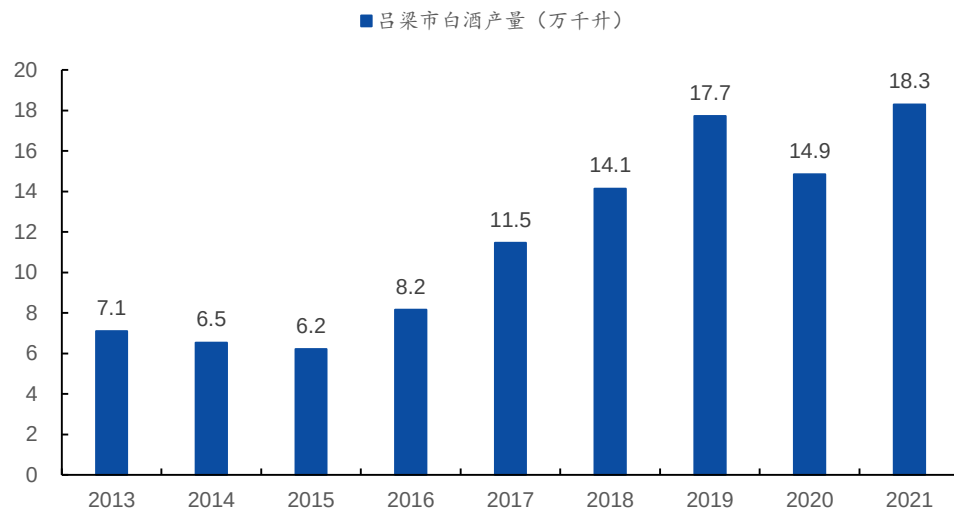
表 2：山西白酒产业支持政策

序号	发布单位	发布时间	文件名称	具体内容
1	山西省人民政府	2022 年 9 月	《山西省“十四五”推进农业农村现代化规划》	打造清香型白酒标志性产业链，力争进入白酒行业第一方阵。
2	山西省人民政府	2021 年 5 月	《山西省“十四五”新产品规划》	聚焦“做优产品、做强品牌、做大市场”，改进白酒酿造工艺，打造汾酒系列产品
3	吕梁市人民政府	2022 年 8 月	-	市委、市政府出台 9 项措施支持白酒产业高质量发展。 支持汾酒集团利用国家级技术平台优势，发展中高端产品，拓展省外、国外市场，培育形成一批 50 亿元级、百亿元级的超级单品，力争 2022 年底销售收入达到 300 亿元；支持龙头企业通过适当扩大产能、整合（联合）小酒企等方式不断做强做大。
4	吕梁市人民政府	2022 年 5 月	《吕梁市白酒产业高质量发展 2022 年行动计划》	进一步打响“世界十大烈酒产区·吕梁产区”品牌，到 2025 年，全市建设“一把抓”红高粱基地 100 万亩，白酒产能达到 50 万吨，产量达到 50 万千升，实现产值 500 亿元，形成汾酒集团以生产中高端酒为主，地方企业以生产中低端酒为主的多层次酒品牌竞相发展、错位互补的的酒类品牌格局。
5	吕梁市人民政府	2021 年 7 月	《吕梁市国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	到 2025 年，全市白酒产业产能、产量、产值和旅游人数大幅增长，力争产能达到 50 万吨、白酒产量达到 50 万千升、白酒及相关产业实现产值突破 500 亿元，占全国白酒市场份额由目前的 1.6% 上升到 3% 左右；酒与文化旅游融合发展取得突破性进展，初步形成融古村古镇、酿酒基地、酒庄酒街、技艺展演、文化商贸、康养休闲、会展经济、观光农业于一体的杏花村酒文化旅游融合发展示范区，体验和观光游客达到 500 万人次，建成世界著名的清香型白酒集聚区和世界烈酒博览休闲旅游目的地。
6	吕梁市人民政府	2020 年 5 月	《关于加快吕梁酒与文化旅游产业融合发展的实施意见》	配合汾酒集团，加快推动 2030 技改、1 万吨原酒产能和 5.88 万吨原酒储能 3 个项目建设。
7	汾阳市人民政府	2022 年 4 月	《汾阳市 2022 年市场主体倍增工程行动方案》	大力实施中国酒魂龙头工程，带动白酒产业快速增长，实现“五五”目标，即汾阳白酒年产量完成 50 万千升，白酒工业年总产值实现 500 亿元，汾酒市值达到 5,000 亿元，杏花村酒文旅景区年游客量突破 500 万人次，文旅产业年纯收入超过 50 亿元。
8	汾阳市人民政府	2021 年 4 月	《汾阳市国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	

资料来源：山西省人民政府、吕梁新闻网、汾阳市人民政府、国元证券研究所整理

消费需求及政策双重拉动，吕梁市白酒产量持续提升。2015-2019 年，吕梁市白酒产量持续增长，2020 年受疫情影响有所回落，2021 年，吕梁市白酒产量为 18.3 万千升，同比增长约 11%。

图 18：吕梁市白酒产量趋势



资料来源：山西省统计局、吕梁市新闻办公室、国元证券研究所整理

2.3 “大清香”正当时

山西汾酒高质量发展带动“清香热”。清香型和浓香型、酱香型是我国白酒三大主流香型。清香型是国内首个全国化的香型，根据酒说数据，上世纪 70 年代，清香型白酒市场份额超 70%；1988 年名酒价格管控放开后，浓香型超过清香成为市场主流；近年来，茅台带动下“酱酒热”兴起，酱香占比不断提升。2017 年汾酒集团成为国企改革试点，山西汾酒步入高质量发展阶段。山西汾酒主动大力培育清香香型，带动清香型主产区和产业发展，“汾酒热”带动“清香热”，“大清香时代”加速到来。

表 3：主流白酒香型及工艺

香型	工艺介绍	代表品牌	香型特点
清香型	原料除高粱外，制曲用大麦、豌豆，制大曲的温度较上两种低，不得超过 50℃，并用清蒸工艺，地缸发酵等，贮存期也是一年。	山西汾酒、黄鹤楼等	清香纯正，诸味协调，余味爽净，主要香味成分是乙酸乙酯和乳酸乙酯。
浓香型	原料是高粱、小麦、大米、糯米、玉米，冬季用中高温曲，夏季用高温曲，采用的是老五甑连续双轮底发酵工艺，混蒸混糟、老窖续渣是其典型特点，“千年老窖，万年糟”是有别于其他香型白酒的重要标志。	五粮液、泸州老窖等	具有窖香浓郁，绵甜爽净的特点，主体香源成分是己酸乙酯和丁酸乙酯
酱香型	以高粱为原料酿酒、用除杂后的小麦来制高温大曲，发酵微生物以细菌和酵母为主，总体工艺流程为“端午制曲，重阳下沙，一年一个大周期，两次投粮，九次蒸煮，八次发酵，七次取酒”；细化酿造工艺分为传统大曲酱香工艺、麸曲酱香工艺和大曲酱香与麸曲酱香结合的工艺。发酵周期长（一年），发酵温度高（55℃以上）；堆积工序独特（二次制曲）；贮酒周期长。	贵州茅台、郎酒等	因酱香型白酒中吡嗪类化合物明显高于其他香型，因此大都具有焦香、糊香或类似“焙烤”、“酱油”的气味。幽雅细腻，酒体醇厚，空杯留香持久。

资料来源：糖酒网、国元证券研究所整理

山西汾酒着力做大清香品类，主动带动其他清香酒企发展。大清香首先要得益于山西汾酒作为汾酒领头羊的带动，另外山西汾酒持续地有意识推动整个清香品类的发展。2022年6月9日，汾酒集团召开首届质量大会，会上16家清香型酒企共同发出倡议。清香型酒类市场占比虽然目前不及浓香型，但表现优秀的企业并不少，比如顺鑫农业（大众光瓶酒市场出色）、江小白（新渠道出色），这些企业在产品定位、特色和地域上也形成一定互补，帮助整个清香品类持续扩容。

山西汾酒带动清香品类向次高端及高端升级。山西汾酒核心大单品青花20稳据次高端价格带，2020年9月推出青花30·复兴版；同时期黄鹤楼推出75度大清香，老白干推出衡水老白干1915，红星、牛栏山等大众白酒品牌也纷纷抢占次高端及高端市场。

清香型白酒市场规模有望快速提升。根据酒说数据，2021年清香型白酒企业收入规模约750亿元，未来5年有望达到1,500亿元。

图 19：各清香酒企纷纷抢占高端及次高端



汾酒推出青花汾酒30·复兴版



黄鹤楼推出75度大清香



老白干推出衡水老白干1915



红星二锅头推出红星高粮·宗师1949



牛栏山推出彪马·臻选

资料来源：京东、国元证券研究所整理

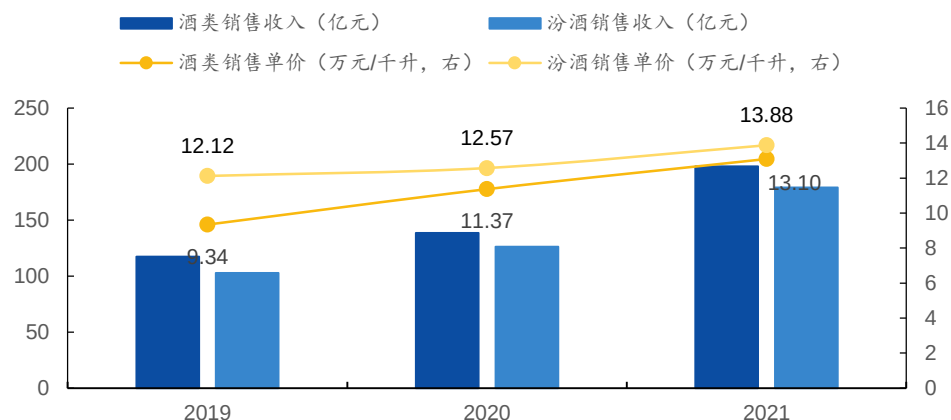
3.青花动销旺盛，全国化势头正劲

3.1 青花表现强劲，产品结构持续优化

2022H1 青花系列动销旺盛。公司持续推进青花汾酒圈层拓展和渠道扩张，加大消费者培育力度，2022H1，公司青花系列实现销售收入61亿元，同比+56%。

产品结构持续优化。自2019年公司品牌整合后，公司产品结构持续优化，单价不断提升。2021年公司酒类平均单价为13.10万元/千升，同比+15.18%，汾酒平均单价为13.88万元/千升，同比+10.44%。2022H1公司青花系列动销旺盛，竹叶青品牌下青享中高端产品稳步增长，产品结构加速升级。

图 20：公司酒类及汾酒收入及吨价变化

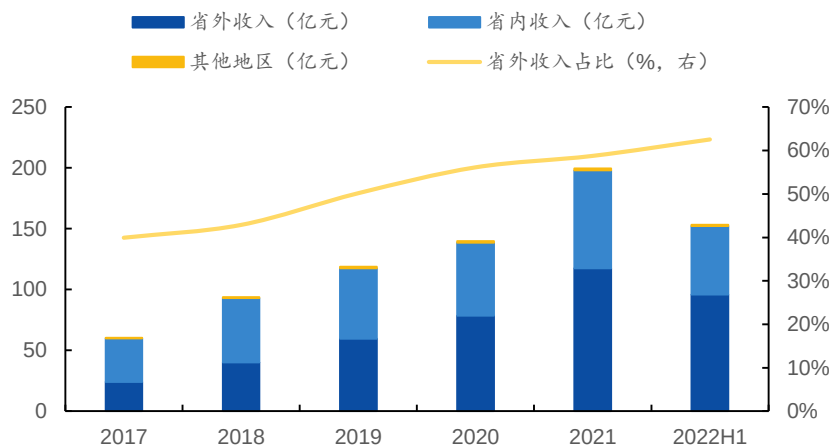


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3.2 省内基本盘稳固，全国化加速推进

大基地市场基本盘稳固，全国化战略加速推进。山西汾酒全国化程度高，2019 年其省外收入首次超过省内，其后省外占比不断提升，2021 年为 58.77% (+2.64pct)。山西汾酒在省内有着强大的品牌号召力和忠诚度，2019 年在山西省内市占率达到 50%；省外，公司在环山西市场（河南、山东、内蒙、陕西）口碑良好，在整个大基地市场具有竞争优势；公司以南方市场发展为契机，规划江、浙、沪、皖、粤等市场的科学发展路径，2021 年，南方市场销售平均增幅达 60% 以上，增势强劲。

图 21：公司省内及省外销售收入变化情况



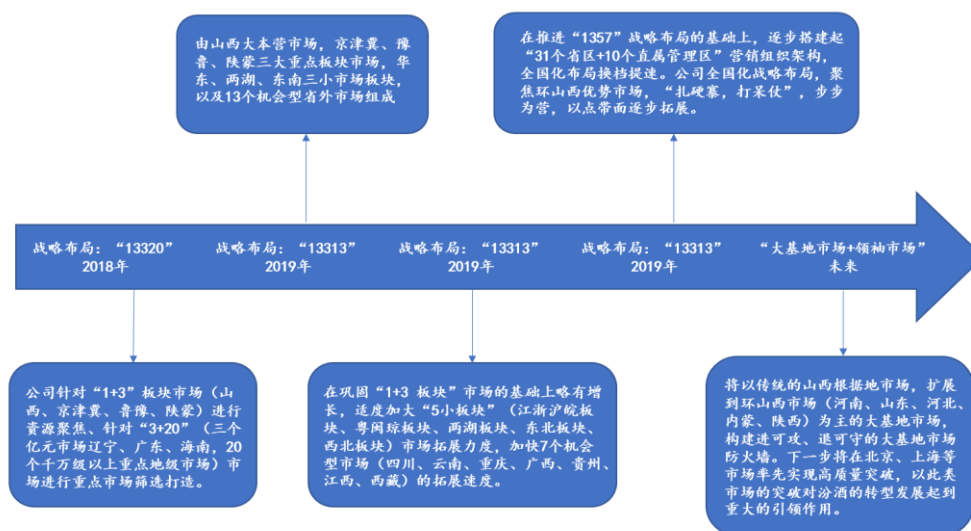
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

全国化力度逐渐加强，战略布局日益清晰。汾酒全国化市场布局策略从“13320”到“13313”，到“1357”，再到当前“1357+10”，全国化拓展力度逐步加强。“1357+10”策略具体含义如下：1）在巩固“1+3 板块”（即山西市场、京津冀板块、鲁豫板块、陕蒙板块）市场的基础上略有增长；2）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）市场拓展力度；3）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；4）“+10”指 10 个直属管理区。

未来公司将围绕“大基地市场+领袖市场”进行重点突破。其中，将以传统的山西根据地市场，扩展到环山西市场为主的大基地市场，包括河南、山东、河北、内蒙、陕西。通过环山西市场的管理一体化，将根据地市场的壁垒向外拓大一圈，构建进可攻、退可守的大基地市场防火墙。同时，北京、上海作为全国的政治、经济、金融、文化中心，是具有战略意义的核心标杆市场。下一步公司将在北京、上海等市场率先实现高质量突破，以此类市场的突破对汾酒的转型发展起到重大的引领作用。

图 22：山西汾酒全国化战略演进图

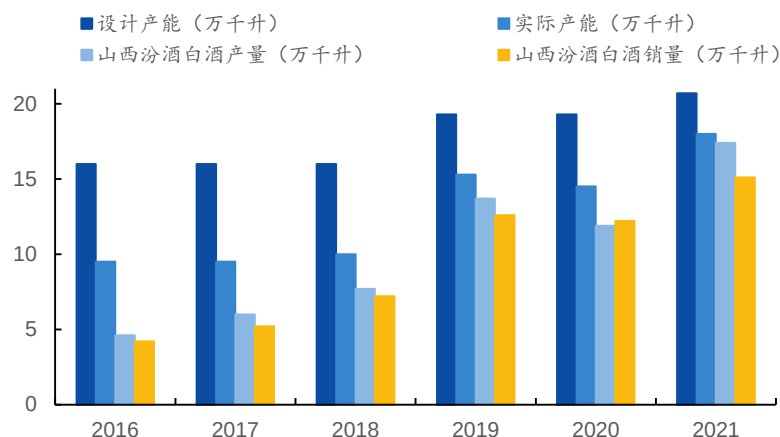


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3.3 产能持续扩张，支撑成长

现有产能基本饱和，限制公司持续放量。2016 年公司成品酒设计产能 16 万千升，实际产能 9.5 万千升，随着国企混改以来，集团资产陆续注入上市公司，公司产能不断提升，同时销量增速迅猛，产能也得以充分释放，2021 年公司产能利用率（产量/实际产能）为 96.45%，基本达到饱和。

图 23：山西汾酒产销量趋势



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

产能扩张为汾酒未来发展打下坚实基础。随着市场销量日益扩大，汾酒开始着眼于布局产能扩张，为未来发展夯实基础。产能扩张方面，公司在短期内通过租赁资产来补充原酒产能，长期通过一些列产能扩张计划夯实自身的产能。2022 年 3 月，山西汾酒公告，将投资 91 亿元建设汾酒 2030 技改原酒产储能扩建项目（一期），项目建成后新增年产原酒产量 5.1 万吨，增加储酒能力 13.44 万吨。

4. 青花引领成长，混改释放活力

4.1 产品矩阵清晰，青花引领成长

得天独厚的自然条件，古老独特的酿造技艺，绿色优质的原粮供应，共造清香美酒。杏花村坐落于吕梁山脉和汾河，地处中国大陆腹地，山西省的几何中心，其酿酒历史可以追溯到 6000 年前。郭沫若先生曾以“杏花村里酒如泉”形容杏花村得天独厚的酿酒条件。公司以高粱、大麦、豌豆、水为原料，按照汾酒独特的“固态地缸分离发酵、清蒸二次清”的酿造工艺，采用分级陶坛贮存。公司在山西、东北、内蒙、甘肃、河北等地拥有 120 余万亩原粮种植基地，保证酿酒原料绿色健康。

图 24：郭沫若为汾酒手书“酒如泉”三字



资料来源：汾酒集团官微、国元证券研究所整理

图 25：汾酒绿色山丹马场大麦原粮基地图



资料来源：中国酒业杂志、国元证券研究所整理

产品矩阵清晰，覆盖全价格带。公司旗下产品分为汾酒、系列酒和竹叶青酒三大类。其中汾酒主要包括定位高端的复兴版青花 30，卡位次高端的青花 20、青花 30，中高端的巴拿马金奖、老白汾酒系列及大众酒玻汾；系列酒主要是杏花村品牌旗下产品，包括杏花村酒、杏花村清酒、杏花村福酒和兴华源等；配制酒主要是竹叶青酒系列。公司构建了覆盖高、中、低价格带的产品体系，形成了全价格带的竞争力。2021 年公司汾酒/系列酒/竹叶青酒销售收入分别为 179.20/6.38/12.50 亿元。

产品策略明确，提升中高端及以上价格带产品竞争力。公司落实汾酒“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，推进产品高端化策略的实施，提升高价位产品站位，推进圈层拓展及市场推广，使青花系列中高端产品占比进一步提升。竹叶青围绕“健康国酒”定位，稳固构建起青享、荣耀、传统三大系列产品结构，品牌知名度持续提升，收入大幅增长。

表 4：山西汾酒产品矩阵（一）：汾酒

种类	系列	产品	价格（元）	规格
汾酒	1、青花系列	青花 50	1099	65 度 100ml
			5899	55 度 500ml
		青花 40	3209	53 度 500ml
		青花 30 虎年生肖版	2199	53 度 850ml
		青花 30 · 复兴版	1799	53 度 850ml
			1199	53 度 500ml
			2199	53 度 150ml*5
			1699	53 度 100ml*5
		青花 25	448	42 度 475ml
		青花 20	488	53 度 500ml
			368	53 度 375ml
			478	42 度 500ml
	2、巴拿马系列	巴拿马 20	456	53 度 475ml
		巴拿马 10	393	42 度 475ml
			308	53 度 475ml
	3、老白汾系列	封坛 15	199	53 度 475ml
		封坛 15（喜酒）	188	42 度 475ml
		老白汾 10	158	53 度 475ml
			145	45 度 475ml
		醇柔（喜酒）	108	53 度 475ml
	4、玻汾系列	献礼版	128	53 度 500ml
		乳玻 琵琶汾	63	53 度 475ml
		黄盖	51	53 度 475ml
			53	48 度 475ml
		红盖	50	42 度 475ml

资料来源：京东、国元证券研究所整理
 注：使用 2023/3/10 京东预估到手价。

表 5：山西汾酒产品矩阵（二）：系列酒及配制酒

种类	系列	产品	价格（元）	规格
系列酒 (杏花村)	1、杏花村 X 系列	X18	698	53 度 500ml
			650	42 度 500ml
		X9	308	53 度 475ml
			298	42 度 475ml
	2、杏花村金质系列	金质 20	790	53 度 500ml
		金质 8	298	53 度 500ml
			290	42 度 500ml
		金质 5	198	53 度 500ml
			188	42 度 500ml
			120	53 度 500ml
		金质 3	110	42 度 500ml
	3、杏花村鲲鹏系列	鲲鹏	73	53 度 475ml
			71	42 度 475ml
	4、杏花村金标系列	金标	88	53 度 750ml
			76	42 度 750ml
			43	53 度 450ml
			55	42 度 450ml
	5、杏花村玻汾系列	特制玻瓶	33	53 度 475ml
配制酒 (竹叶青)	1、徐朝兴系列	徐朝兴	38888	45 度 9l
			12689	45 度 4.5l
			4388	45 度 1.5l
	2、青瓷系列	青瓷 30 版	899	45 度 500ml
		青瓷 20 版	728	42 度 500ml
		青瓷 10 版	368	38 度 500ml
	3、青享系列	青享 20 版	678	53 度 500ml
		青享 20 版坛装	568	42 度 500ml
	4、荣耀系列	绿瓶	148	53 度 500ml
		红瓶	118	45 度 500ml
		棕瓶	98	42 度 500ml
	5、经典竹叶青系列	玫瑰汾酒	485	28 度 225ml
		彩筒竹叶青	148	38 度 475ml
		金象竹叶青	119	38 度 500ml
		传承竹叶青	99	45 度 500ml
		玻瓶竹叶青	64	38 度 475ml

资料来源：京东、国元证券研究所整理
 注：使用 2023/3/10 京东预估到手价。

主抓青花系列，聚焦中高端、高端白酒市场。青花汾酒是清香型白酒的顶级精品，也是山西汾酒的形象产品，定位中高端。在产品策略上，公司实行青花系列大单品战略，持续释放青花汾酒的头部效应，推动青花系列等中高端产品销量稳步增长。青花 20 是汾酒全国化的主力产品，3 月 1 日 53 度 500ml 京东预计到手价 463.6 元/瓶，卡位次高端；青花 30 复兴版于 2020 年 9 月推出，站位千元价格带，拉升汾酒品牌势能。

图 26：青花 20



资料来源：京东、国元证券研究所整理

图 27：青花 30 复兴版



资料来源：京东、国元证券研究所整理

“新”“老”联手，强化腰部产品力。老白汾酒与巴拿马系列酒均为公司腰部产品，老白汾酒，作为汾酒经典，早在 1915 年为中国夺得美国巴拿马赛会唯一金奖，兼具品质与价格优势；巴拿马系列，于 2017 年推出，占位 100-300 元价格带，聚焦汾酒的省外三大板块市场，对标正在崛起的城市新中产。在公司全国化进程下，“新”“老”两款酒将共同构筑起汾酒的腰部力量，为公司业绩提升贡献力量。

图 28：老白汾



资料来源：京东、国元证券研究所整理

图 29：巴拿马 10



资料来源：京东、国元证券研究所整理

玻汾在光瓶酒市场竞争力强，献礼版打开光瓶酒价格天花板。玻汾是公司全国化扩张的重要单品，贡献了公司白酒营收的 30% 左右，依托山西汾酒品牌及其优良的品质，在市场上拥有良好的口碑。2022 年 8 月 6 号，献礼版玻汾上市，建议零售价为 109 元/瓶，布局百元价格带的高线光瓶酒市场，借助其名酒品牌及纯粮酒高品质进一步打开光瓶酒天花板。

图 30：53 度 475ml 玻汾



资料来源：京东、国元证券研究所整理

图 31：献礼版玻汾



资料来源：云酒头条、国元证券研究所整理

借力省内康养战略东风，打造竹叶青健康消费大市场。“十四五”期间，山西省将以打造千亿级产业为目标，推动医疗、养老等多业态深度融合发展，把康养产业培育成为山西省新的经济增长点和重要支柱产业。公司紧紧抓住山西打造千亿级大健康产业的重大契机，立足竹叶青大健康产业，开拓竹叶青健康消费升级的大市场，目标是形成“竹叶青”品牌为龙头的山西省特色健康产业集群。竹叶青立足“健康国酒”的品牌定位，稳固构建起青享、荣耀、传统三大系列产品结构，品牌知名度持续提升。

图 32：竹叶青·青享



资料来源：京东、国元证券研究所整理

图 33：竹叶青·荣耀棕



资料来源：京东、国元证券研究所整理

4.2 品牌底蕴深厚，全渠道传播文化

公司品牌底蕴深厚，美誉度高。公司前身可追溯至 1875 年成立的宝泉益酿酒作坊，1915 年宝泉益所产汾酒荣获巴拿马万国博览会甲等金质大奖章，同年，宝泉益易名为义泉泳。1932 年晋裕汾酒收购义泉泳，成为杏花村传统酿酒业的唯一代表。1949 年杏花村汾酒厂在收购晋裕汾酒义泉泳酿造厂和德厚成酿造厂的基础上成立。1952 年以来，汾酒在 1-5 届全国评酒会上蝉联“国家名酒称号”，竹叶青亦在 2-4 届获此殊荣。

公司重视品牌建设。公司董事长袁清茂先生在 2021 汾酒全球经销商大会上指出，汾酒要把品牌作为企业的核心价值，把品牌价值的提升作为首要目标，不断提升品牌知名度、美誉度和客户忠诚度。

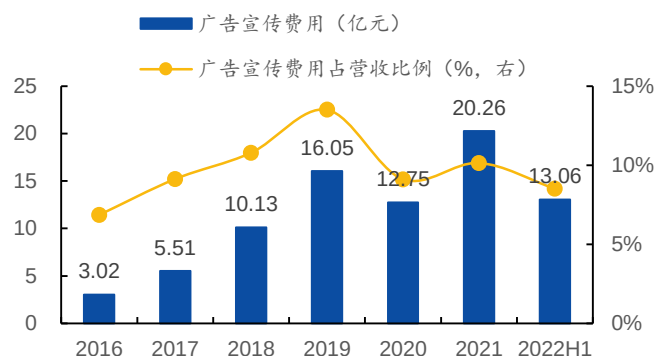
全渠道传播汾酒文化，提升品牌价值。不同于部分酒企在电视等传统渠道大力投放广告，山西汾酒更重视全渠道营销。2018 年以来，公司陆续举办“行走的汾酒”“封藏大典”等活动，持续提升汾酒“文化+品质”影响力。2021 年，公司先后参加 104 届春季糖酒会、105 届秋季糖酒会、首届消博会、中部博览会等，成功举办“青花汾酒 40 中国龙”上市发布会、“2021 年汾酒封藏大典”。2016-2019 年，公司广告宣传费用及占总营收比例持续增长，2020 年受疫情影响下降，2021 年恢复增长。

图 34：2021 年汾酒封藏大典



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

图 35：公司广告宣传费用变化趋势

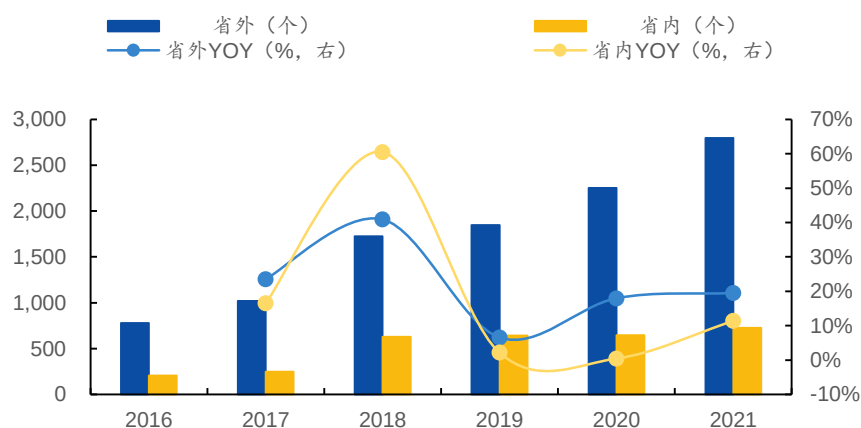


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.3 渠道扩张加速中，管理精细化

深耕线下，加速渠道扩张。公司持续提升终端基础建设质量，提高精细化管理水平，推动经销商结构优化与分级，增强优质经销商培育，渠道和终端掌控能力进一步加强，全国市场可控终端网点达 100 余万家。截至 2021 年末，公司经销商数量达到 3,524 家 (+21.69%)，2016-2021 年 CAGR 为 28.99%，其中省外经销商 2,796 个，省内经销商 728 个。

图 36：公司省内外经销商数量趋势

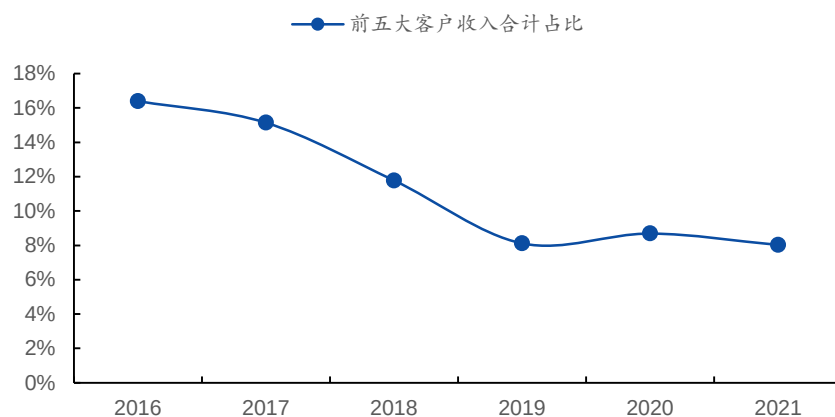


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

省内直分销结合提升渠道控制力，省外“厂商 1+1”推动渠道快速扩张。省内公司直接设置产品主管，协助经销商对重点酒店、商超等重点终端进行直销，也起到监管分销商的作用，加强了渠道中间环节和终端的管控。省外扩大垂直管理，通过“厂商

1+1 渠道”模式来实现直控终端，在当地招有实力的经销商，厂商派出销售人员对其进行监督和管理。公司渠道管理扁平化持续推进，公司前五大客户销售占比持续降低，自 2016 年的 16.40%持续下降至 2021 年的 8.03%，扁平化推进效果显著。

图 37：公司前五大客户收入占比趋势（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

营销精细化水平不断提升。2019 年起，公司对全系列产品实行销售配额制管理，实行精细化分级管理，并对重点管控的青花汾、玻汾等实行精细化分级管理。2020 年，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。

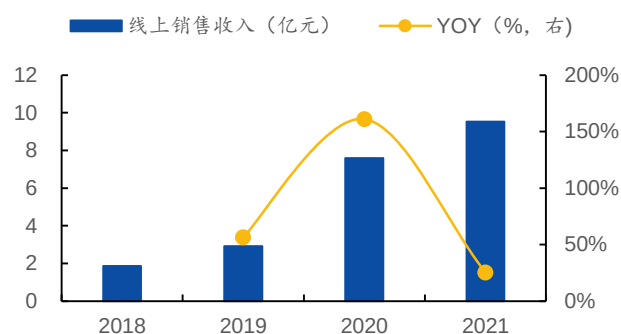
发力线上营销，各大平台表现优异。公司产品在各大电商平台运营水平稳居前列，2022 年，京东汾酒官方旗舰店获得“618”当天与“618”全周期的白酒品牌店铺排行榜第一的成绩；天猫汾酒官方旗舰店获得“618”当天与“618”全周期白酒品牌店铺排行榜第三的成绩。在直播电商赛道，快手汾酒官方旗舰店在“618”全周期白酒品牌店铺排行榜排名第一。2018-2021 年，公司线上销售收入由 1.86 亿元提升至 9.53 亿元，CAGR 为 72.4%，增势强劲。

图 38：2022 年 6.18 京东酒类竞速榜



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

图 39：山西汾酒线上销售收入趋势



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

4.4 国企改革不断深化，引入华润优化治理

两大责任书签署，拉开国企改革序幕。2017年2月23日，上市公司母公司汾酒集团与山西省国资委签订《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》，拉开国企改革序幕，同时汾酒集团也是山西省属企业目标责任考核改革首家试点。目标责任书对于收入和利润提出明确要求——汾酒集团2017/2018/2019年收入（酒类）增长目标为30%/30%/20%，利润（酒类）增长目标为25%/25%/25%。

责任书放权至集团，引入市场化激励手段，调动全员积极性。目标责任书明确山西国资委对汾酒集团依法授权经营，使汾酒集团充分享有经营自主权，将决定公司经营方针和投资计划等八项权利下放至汾酒集团董事会，缩短决策链条；按照年度经营目标对董事长进行考核，将利润目标与企业工资总额预算挂钩，推行员工持股计划，通过正向激励提高员工积极性，自上至下激发内部改革创新活力，提高市场化水平。

表 6：山西汾酒 2017-2019 年目标考核责任书内容

序号	项目	内容
1	目标	1.汾酒集团 2017、2018、2019 年收入（酒类）增长目标为 30%、30%和 20%；三年利润(酒类)增长目标为 25%、25%、25%。行业地位（酒类收入排名）不低于第七名。上述三项指标占考核总分的 70%。 2.到 2019 年 12 月 31 日，汾酒集团国有资本保值增值率要达到 107.6%，酒类营业收入达到 103.74 亿元，酒类利润总额达到 16.38 亿元，企业资产质量及风险控制合理范围内。 3.企业要积极推动员工持股改制试点，董事长任期三年内完成汾酒集团整体上市。涉及监管机构原因，当年没有完成审批的，不作为否决企业完成任务的考核因素。
2	奖罚措施	年终依据审计报告，山西国资委对汾酒集团进行业绩考核。如果完成考核目标，董事长按照规定取得报酬；对超额完成目标 25%以上的，山西国资委给予汾酒集团董事长特别奖励。完不成年度经营业绩目标，解聘董事长。同时利润总额目标考核情况与企业工资总额预算挂钩。山西国资委根据汾酒集团完成利润目标情况，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，并对员工进行奖励。未完成目标利润的，相应扣减工资总额。
3	下放八项权利	山西国资委向汾酒集团董事会下放八项权利：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（其中：转让所持企业产权（股份）事项，国家另有规定的，依照其规定）；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（其中：企业增资和涉及上市公司国有股权管理事项，国家另有规定的，依照其规定）；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。
4	原则	一是权责利统一。按照国有资产保值增值和股东价值最大化要求，明确权利、义务、责任相统一，山西国资委对汾酒集团实行授权经营，经营业绩目标考核与奖惩挂钩。二是对标先进。根据汾酒集团所处行业、资产规模、经营难度等现状，对标行业先进水平，确定汾酒集团年度、任期考核目标，促进企业稳健快速发展。三是正向激励。坚持市场化取向，考核目标与经营业绩相挂钩，与企业负责人选任相匹配。鼓励国资委任命干部转化身份，改市场化选聘。推行经理层成员与职业经理人转换身份，实行契约化管理。

资料来源：山西国资委、国元证券研究所整理

集团资产全部注入上市公司，提高上市公司竞争力。目标责任书提出，在时任汾酒集团董事长李秋喜先生三年任期内完成集团资产全部上市。2018年以来，汾酒集团陆

续将杏花村国贸部分资产、发展区销售公司 51%股权、义泉涌公司 51%股权、宝泉涌公司 51%股权等资产注入上市公司，完成了酒类资产的全部上市，解决了上市公司与汾酒集团的同业竞争问题，同时进一步提升上市公司的市场竞争力和盈利能力。

表 7：部分集团资产注入上市公司情况

序号	公告时间	标的资产	交易对价（万元）
1	2020 年 11 月 19 日	山西杏花村汾酒集团酒业发展区股份有限公司 51%股权	26,520.85
2	2019 年 11 月 26 日	山西杏花村汾酒集团宝泉福利有限责任公司部分资产	1,415.57
3	2019 年 11 月 26 日	山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂 100%股权	19,725.12
4	2019 年 11 月 26 日	山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司 10%股权	1,194.95
5	2019 年 11 月 26 日	山西杏花村汾酒集团有限责任公司 9,275.00 平米土地使用权	213.33
6	2019 年 11 月 26 日	山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产	230.02
7	2019 年 11 月 26 日	山西杏花村汾酒集团有限责任公司部分资产	12,024.47
8	2019 年 11 月 26 日	山西杏花村汾酒销售有限责任公司 10%股权	25,817.84
9	2019 年 6 月 20 日	山西杏花村汾酒集团宝泉涌有限责任公司 51%股权	2,575.70
10	2019 年 3 月 6 日	山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产	9,945.04
11	2019 年 3 月 6 日	山西杏花村汾酒集团有限责任公司部分资产	891.03
12	2018 年 12 月 14 日	山西杏花村汾酒集团酒业发展区销售有限责任公司 51%股权	12,232.10
13	2018 年 12 月 4 日	山西杏花村国际贸易有限责任公司部分资产	9,282.75

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

引入华润作为战投，优化治理结构。汾酒集团为积极推进国企混改，为上市公司引入华润作为战略投资者，2018 年 2 月，双方签订协议，将上市公司 11.45%股权转让给华润创业的控股子公司华创鑫睿，转让后汾酒集团持股比例由 69.97%降低至 58.52%。截至 2022H1，最新持股比例为汾酒集团 56.56%，华创鑫睿 11.38%。华润的入股助力了上市公司法人治理结构优化，管理水平提升和市场渠道协同。

“引资”更“引智”，双方合作不断深化。山西汾酒与华润创业在营销协同与管理提升方面的工作交流与合作不断推进。2020 年，公司引入华润高端技术人才，推进汾酒数字化建设，青花 30·复兴版入驻华润高端超市 Ole'，2021 年，公司持续与华润在数字化转型等方面进行战略合作。

图 40：山西汾酒与华润签订战略合作协议



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

图 41：青花 30 复兴版·华润 Ole'首发签约仪式



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

股权激励激发核心员工主观能动性。2018 年 12 月 14 日，山西汾酒公告股权激励计划，拟向 397 名高管、中层管理人员及核心技术或业务人员授予不超过 650 万股限制性股票，占计划提交股东大会前总股本的 0.75%，在业绩目标设置上，要求 2019/2020/2021 年净资产收入率不低于 22%，以 2017 年为基数，营业收入增长率不低于 90%/120%/150%，即不低于 114.71/132.82/150.94 亿元，目前看三期目标均已顺利达成。本次激励计划覆盖人员范围广、力度大，充分调动关键员工的积极性。

表 8：山西汾酒股权激励计划拟授予对象及获授予股份数量情况

序号	姓名	职务（时任）	获授权益数量（万股）	占授予总量的比例	占股本总额的比例	对应授予日市值（万元） （授予日 2019/3/26）
1	宋青年	副总经理	5	0.77%	0.006%	285
2	武世杰	常务副总经理	5	0.77%	0.01%	285
3	李俊	副总经理	5	0.77%	0.01%	285
4	马世彪	总会计师	5	0.77%	0.01%	285
5	郝光岭	总经理助理	5	0.77%	0.01%	285
6	高志峰	总经理助理	5	0.77%	0.01%	285
7	王涛	董事会秘书	5	0.77%	0.01%	285
8	武爱东	总经理助理	5	0.77%	0.01%	285
9	中层管理人员、核心技术 （业务）人员（389 人）		528	84.62%	0.64%	30,043
10	预留		60	9.23%	0.07%	3,414
-	合计		628	100%	0.75%	35,733

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 9：山西汾酒股权激励计划考核目标及解除限售安排

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占获授数量比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日 起至授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交 易日当日止	40%	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	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日 起至授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交 易日当日止	30%	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	自授予登记完成之日起 48 个月后的首个交易日 起至授予登记完成之日起 60 个月内的最后一个交 易日当日止	30%	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、国元证券研究所整理

企业改革新阶段，方向目标进一步明确。2021 年 1 月，《山西省国企改革三年行动实施方案（2020-2022 年）》出台，明确了全省 2020 年至 2022 年深化国资国企改革的任务书、时间表、路线图，为汾酒的进一步深化改革指明了方向。2021 年 1 月，汾酒集团与省国资运营公司签订《“一企一策”经营业绩考核目标责任书》，立足新发展阶段，继续用好改革法宝，迈向了实现高质量高速度发展的新目标。

管理层经验丰富，管理力强。2022 年 1 月 7 日，袁清茂先生履新山西杏花村汾酒股份有限公司董事长，汾酒“新帅”袁清茂先生在地方政府部门、国企、上市公司等都担任过负责人，有着丰富的管理经验。2022Q1-3 公司收入/利润增速分别达到 28.32%/45.70%，延续公司高增态势。公司副董事长、总经理谭忠豹先生是公司元老，2002 年即担任公司副董事长，与公司风雨同舟。

表 10：公司董事会及高管概况

序号	姓名	职务	性别	年龄
1	袁清茂	董事长	男	54
2	谭忠豹	副董事长、总经理	男	60
3	李振寰	董事	男	55
4	刘卫华	副董事长、副总经理	男	52
5	陈 鹰	副董事长	男	53
6	杨建峰	董事	男	59
7	常建伟	董事	男	58
8	高 明	董事、总会计师	男	60
9	余忠良	董事	男	58
10	李 俊	副总经理	男	49
11	李成刚	副总经理	男	57
12	王 涛	董事会秘书	男	56
13	李沛洁	总经理助理	男	52
14	张永踊	总经理助理	男	50

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

5.盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

山西汾酒盈利预测的重点假设如下：

1) 汾酒：公司在“抓青花、强腰部、稳中间”的产品策略下，以拳头产品青花系列持续拉动公司产品结构升级；同时玻汾系列处于稳健发展态势。我们预计 2022-2024 年公司汾酒收入增速分别为 31.07%/24.67%/21.64%。

2) 配制酒：公司配制酒代表产品竹叶青系列，已融入山西省战略性新兴产业群，有望延续当前强劲增长态势。我们预计 2022-2024 年公司配制酒收入增速分别为 42.59%/40.66%/37.64%。

表 11：山西汾酒盈利预测拆分

盈利预测	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,880.07	13,989.80	19,970.99	26,043.66	32,553.13	39,819.57
增速（%）		17.76%	42.75%	30.41%	24.99%	22.32%
毛利率（%）	71.92%	72.15%	74.91%	77.58%	78.98%	80.28%
汾酒						
营业收入（百万元）	10,297.37	12,629.04	17,920.31	23,488.25	29,282.79	35,619.21
增速（%）		22.64%	41.90%	31.07%	24.67%	21.64%
销量（千升）	84,991.27	100,455.30	129,072.06	154,951.01	181,370.15	208,956.56
增速（%）		18.19%	28.49%	20.05%	17.05%	15.21%
单价（万元/千升）	12.12	12.57	13.88	15.16	16.15	17.05
增速（%）		3.76%	10.44%	9.18%	6.51%	5.58%
单位毛利（万元/千升）	9.18	9.23	10.63	11.97	12.93	13.83
毛利率（%）	75.80%	73.45%	76.55%	78.95%	80.07%	81.15%
系列酒						
营业收入（百万元）	900.05	565.89	637.93	626.57	612.96	596.55
增速（%）		-37.13%	12.73%	-1.78%	-2.17%	-2.68%
销量（吨）	33,469.67	14,273.56	10,880.16	7,762.99	5,897.55	4,580.03
增速（%）		-57.35%	-23.77%	-28.65%	-24.03%	-22.34%
吨价（万元/吨）	2.69	3.96	5.86	8.07	10.39	13.03
增速（%）		47.43%	47.89%	37.66%	28.77%	25.32%
吨毛利（万元/吨）	0.95	2.09	3.11	4.58	6.14	7.99
毛利率（%）	35.20%	52.69%	53.10%	56.80%	59.09%	61.31%
配制酒						
营业收入（百万元）	547.79	653.12	1,250.03	1,782.38	2,507.07	3,450.65
增速（%）		19.23%	91.39%	42.59%	40.66%	37.64%
销量（吨）	7,271.65	7,068.83	11,311.13	13,476.08	16,025.75	18,892.76
增速（%）		-2.79%	60.01%	19.14%	18.92%	17.89%
吨价（万元/吨）	7.53	9.24	11.05	13.23	15.64	18.26
增速（%）		22.65%	19.61%	19.68%	18.28%	16.75%
吨毛利（万元/吨）	4.87	6.19	7.04	9.04	11.29	13.76
毛利率（%）	64.59%	67.04%	63.71%	68.37%	72.18%	75.32%
其他业务						
营业收入（百万元）	134.87	141.76	162.72	146.45	150.31	153.16
增速（%）		5.11%	14.79%	-10.00%	2.64%	1.90%
毛利率（%）	50.80%	57.96%	65.74%	58.64%	60.99%	61.92%

资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

5.2 投资要点

1) 山西汾酒，清香典范

公司是我国清香白酒龙头，酿酒历史悠久，产品品质卓越。公司实际控制人为山西省国资委，股权结构稳定。2021 年，公司实现收入 199.71 亿元（+42.75%），归母净利润 53.14 亿元（+72.56%），增长势能强劲。

2) 青花动销旺盛，全国化势头正劲

a) 青花表现强劲，产品结构持续优化。2022H1 公司青花系列动销旺盛，实现收入 61 亿元，同比+56%；竹叶青品牌下青享中高端产品稳步增长，产品结构加速升级。

b) 全国化加速推进。山西汾酒全国化程度高，2021 年省外收入占比 58.77%；山西省内及环山西市场优势稳固，2021 年，南方市场销售平均增幅达 60%以上。

c) 产能持续扩张。2022 年 3 月，公司公告技改项目，项目建成后将新增原酒产量 5.1 万吨，增加储酒能力 13.44 万吨。

3) 品牌力、渠道力卓越，混改进一步释放活力

a) 产品矩阵清晰，覆盖全价格带。公司青花系列主打高端及次高端，玻汾占领大众光瓶酒市场，巴拿马和老白汾强化腰部力量。杏花村、竹叶青丰富产品品类。

b) 品牌底蕴深厚。公司拥有“汾”、“杏花村”以及“竹叶青”三大名酒商标，品牌美誉度高；公司全渠道传播汾酒文化，提升品牌价值，陆续举办“行走的汾酒”“封藏大典”等活动，持续提升汾酒“文化+品质”影响力。

c) 渠道持续扩张，管理水平精细化。公司省内直分销结合，省外采用“厂商 1+1”模式；对全系列产品实行配额制管理，引入各类数字化系统，营销管理精细化。

d) 国企混改不断深化，华润协同效应明显。2017 年国企改革启动，集团酒类资产陆续全部注入上市公司，引入华润优化治理结构，股权激励激发核心员工积极性。新任董事长管理经验丰富，引领汾酒延续高增势头。

4) 白酒消费升级，“大清香”正当时

a) 白酒行业持续消费升级。白酒行业进入挤压式增长阶段，价增成为行业扩容的主要驱动因素，根据中国酒业协会数据，2021 年我国白酒行业实现销售收入 6,033 亿元 (+18.60%)；实现利润总额 1,702 亿元 (+32.95%)；行业集中度提升趋势明显，CR4 由 2011 年的 16.2%提升至 25.4%。

b) 山西经济增长加速，带动省内白酒产业发展。2021 年山西省实现 GDP 总量 22,590.16 亿元，同比增长 9.1%，原煤产量 119,316 万吨，同比增长 10.5%。2021 年吕梁市白酒产量为 18.3 万千升，同比增长约 11%，根据规划，到 2025 年，吕梁全市白酒产能力争达到 50 万吨，白酒及相关产业产值突破 500 亿元。

c) “大清香”正当时。山西汾酒高质量发展带动“清香热”，且山西汾酒持续推动整个清香品类的发展。根据酒说数据，2021 年清香型白酒企业收入规模约 750 亿元，未来 5 年有望达到 1,500 亿元。

5.3 投资建议

公司是中国清香白酒龙一，历史和文化积淀深厚，国企改革动能持续释放，青花动销旺盛，长江以南复兴加速。我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 78.84/101.61/128.08 亿元，增速 48.37%/28.89%/26.05%，对应 3 月 10 日 PE 41/31/25 倍（市值 3,198 亿元），维持“买入”评级。

表 12：可比公司估值

序号	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)						PE		
		(2022.3.10)	2022E	增速	2023E	增速	2024E	增速	2022E	2023E	2024E
1	山西汾酒	3,198	78.84	48.37%	101.61	28.89%	128.08	26.05%	40.57	31.48	24.97
2	贵州茅台	21,983	626.21	19.37%	736.37	17.59%	858.81	16.63%	35.11	29.85	25.60
3	五粮液	7,578	271.25	16.03%	316.14	16.55%	363.79	15.07%	27.94	23.97	20.83
4	古井贡酒	1,435	30.14	31.18%	37.66	24.93%	46.33	23.03%	47.62	38.12	30.98
5	迎驾贡酒	525	17.33	25.39%	21.68	25.13%	26.71	23.16%	30.27	24.19	19.64

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

6.风险提示

消费场景波动风险、省外扩张不及预期风险、食品安全风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15807.96	25285.67	29343.97	33678.51	38341.39
现金	4606.71	6145.80	8799.22	11552.77	14442.23
应收账款	1.68	1.25	3.55	3.39	4.04
其他应收款	140.78	102.63	188.76	238.54	263.27
预付账款	116.69	162.98	206.07	222.99	262.85
存货	6353.55	8189.00	9339.76	11011.26	12717.56
其他流动资产	4588.53	10684.01	10806.61	10649.56	10651.46
非流动资产	3970.58	4668.90	6528.02	9315.26	12134.28
长期投资	39.43	76.36	85.42	91.33	99.48
固定资产	1762.44	2246.60	3102.81	4862.25	7116.56
无形资产	338.95	363.24	377.27	391.03	404.92
其他非流动资产	1829.75	1982.71	2962.52	3970.65	4513.32
资产总计	19778.53	29954.56	35871.98	42993.77	50475.67
流动负债	9629.33	14265.17	15898.31	17446.62	18555.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1454.93	1779.80	2127.85	2461.78	2843.64
其他流动负债	8174.41	12485.37	13770.46	14984.84	15711.44
非流动负债	84.26	102.63	102.12	102.99	103.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	84.26	102.63	102.12	102.99	103.05
负债合计	9713.60	14367.80	16000.43	17549.61	18658.12
少数股东权益	287.98	364.03	465.79	604.09	773.91
股本	871.53	1220.11	1220.11	1220.11	1220.11
资本公积	204.08	451.64	451.64	451.64	451.64
留存收益	8708.37	13499.10	17694.62	23125.72	29328.83
归属母公司股东权益	9776.96	15222.73	19405.81	24840.12	31043.70
负债和股东权益	19778.53	29954.56	35872.04	42993.82	50475.73

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2009.82	7645.11	8565.22	10144.68	12595.26
净利润	3115.86	5389.67	7985.69	10299.75	12977.87
折旧摊销	151.77	170.77	204.21	288.32	417.00
财务费用	-68.02	-33.12	-43.80	-60.02	-76.95
投资损失	48.78	-72.16	-73.84	-74.31	-76.55
营运资金变动	-1010.78	2368.05	-804.09	-1034.00	-1139.66
其他经营现金流	-227.78	-178.11	1297.06	724.94	493.55
投资活动现金流	-739.80	-4836.54	-2326.30	-2689.06	-3194.77
资本支出	195.82	156.28	2238.69	2934.35	3260.36
长期投资	594.50	4787.50	8.98	6.08	8.08
其他投资现金流	50.52	107.24	-78.63	251.37	73.67
筹资活动现金流	-1369.40	-183.19	-3585.50	-4702.07	-6511.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	348.59	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-133.08	247.56	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1236.32	-779.34	-3585.50	-4702.07	-6511.03
现金净增加额	-100.59	2624.96	2653.42	2753.55	2889.46

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13989.80	19970.99	26043.66	32553.13	39819.57
营业成本	3895.51	5010.58	5840.16	6842.48	7853.98
营业税金及附加	2503.31	3729.99	4570.66	5713.07	6988.33
营业费用	2276.16	3160.09	3966.45	4957.84	6064.52
管理费用	1089.08	1166.66	1338.64	1673.23	2046.73
研发费用	16.67	22.99	23.01	24.35	25.86
财务费用	-68.02	-33.12	-43.80	-60.02	-76.95
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	27.53	31.44	33.52	37.88
投资净收益	-48.78	72.16	73.84	74.31	76.55
营业利润	4234.88	7029.46	10465.97	13524.47	17044.30
营业外收入	5.52	70.89	45.82	30.67	34.31
营业外支出	3.78	9.83	6.01	5.03	5.23
利润总额	4236.62	7090.52	10505.78	13550.11	17073.37
所得税	1120.75	1700.85	2520.09	3250.36	4095.51
净利润	3115.86	5389.67	7985.69	10299.75	12977.87
少数股东损益	36.63	76.06	101.76	138.30	169.82
归属母公司净利润	3079.23	5313.61	7883.93	10161.45	12808.05
EBITDA	4318.62	7167.11	10626.37	13752.77	17384.35
EPS (元)	3.53	4.36	6.46	8.33	10.50

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	17.63	42.75	30.41	24.99	22.32
营业利润(%)	44.57	65.99	48.89	29.22	26.03
归属母公司净利润(%)	56.39	72.56	48.37	28.89	26.05
获利能力					
毛利率(%)	72.15	74.91	77.58	78.98	80.28
净利率(%)	22.01	26.61	30.27	31.21	32.17
ROE(%)	31.49	34.91	40.63	40.91	41.26
ROIC(%)	100.67	113.61	105.45	91.42	84.90
偿债能力					
资产负债率(%)	49.11	47.97	44.60	40.82	36.96
净负债比率(%)	0.00	0.09	0.04	0.04	0.04
流动比率	1.64	1.77	1.85	1.93	2.07
速动比率	0.98	1.20	1.26	1.30	1.38
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.80	0.79	0.83	0.85
应收账款周转率	1348.19	2847.12	2242.61	1942.30	2208.75
应付账款周转率	2.34	3.10	2.99	2.98	2.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.52	4.36	6.46	8.33	10.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	6.27	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	8.01	12.48	15.90	20.36	25.44
估值比率					
P/E	103.87	60.20	40.57	31.48	24.97
P/B	32.71	21.01	16.48	12.88	10.30
EV/EBITDA	71.28	42.95	28.97	22.38	17.71

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188