公司研究

公司深度研究

申港证券股份有限公司证券研究报告

全国化恰逢其时 业绩增路径明确

——山西汾酒（600809.SH）

食品饮料/饮料制造

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

清香龙头名酒底色，国改焕发新活力。汾酒作为清香型白酒龙头，具备名酒基因。2017 年开始的三年国改完成用人机制市场化、引入华润战投、管理层激励、集团酒类资产整体上市等。内部焕发新活力、重新启动高增长。

主力产品青花、玻汾分别卡位次高端和光瓶酒两大快速扩容的优质赛道。其中次高端市场规模由 2015 年的约 130 亿元增长至 2019 年末的约 650 亿元，复合增速超过 30%，为白酒行业增长最快阵营；光瓶酒在消费升级和去掉包装喝好酒新理念下，形成对盒装酒替代。光瓶酒规模由 2016 年的 650 亿元增长至 2018 年的 960 亿元，年复合增速约 22%，在低端市场渗透率由约 27%快速提升至超过 50%。

- **青花收获 30%以上的放量增长。**青花受益于次高端不断扩容，以及企业在省外拓展和控量提价等策略上的精耕细作，实现连续放量增长，2019 年至 2020 年上半年增速超过 30%。
- **玻汾全国化潜力足。**凭借优异的产品力，享受高线光瓶酒扩容红利，实现快消化运作，2019 年增速约 50%。

渠道与市场：打造渠道硬实力，全国化才入半程。

- **渠道改革增强硬实力。**渠道架构扁平化，市场竞争力提升显著。省内实行精细化直分销，省外扩大垂直管理。渠道管控严保利润恢复同时渠道网络迅速扩张，渠道资源极大提升，终端数量突破 80 万家，经销商数量接近 2700 家。
- **省内地位稳固、省外全国化进入下半程。**省内龙头地位稳固，市占超 50%，营收达历史高点；省外占比过半，增速超过省内。全国化布局合理，13313 策略节奏明确。环山西市场降速提质、打造样板，启动长江以南市场、开启第二增长极。省内结构升级、省外全国化，增长路线清晰。

盈利能力改善空间：公司省外布局已见成效，未来销售费用迈过投入拐点以及逐年摊薄，净利率水平有望得到改善。

盈利预测及投资建议：恰逢白酒涨价及市场向名优酒集中阶段进行市场全国化的优质标的。预计公司 2020-2022 年净利润增速为 37.09%、32.77%、29.42%，市盈率为 61.7、46.5、35.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响消费场景、产品升级不及预期、省外全国化不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,381.9	11,880.07	13,845.81	16,352.92	19,428.15
增长率（%）	55.39%	26.63%	16.55%	18.11%	18.81%
归母净利润（百万元）	1,466.7	1,938.51	2,657.59	3,528.60	4,566.54
增长率（%）	55.36%	32.16%	37.09%	32.77%	29.42%
净资产收益率（%）	23.60%	26.03%	26.16%	28.27%	29.50%
每股收益(元)	1.69	2.23	3.05	4.05	5.24
PE	111.04	84.20	61.69	46.46	35.90
PB	26.21	22.01	16.14	13.13	10.59

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级 买入（首次）

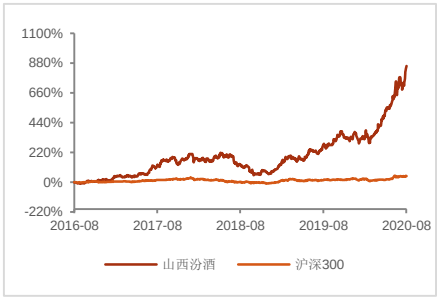
2020 年 08 月 31 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据	时间 2020.08.31
总市值/流通市值（亿元）	1,718.83/1,707.63
总股本（万股）	87,152.83
资产负债率（%）	46.39
每股净资产（元）	9.5
收盘价（元）	197.22
一年内最低价/最高价（元）	71.87/202.18

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 发展历程：历经波折 国改重启高增长 5
1.1 清香龙头 名酒基因 5
1.2 底蕴深厚 发展历经波折 5
1.3 三年国改获得实质性突破 内部活力释放 7
2.竞争环境：次高端良性扩容 光瓶酒持续增长 9
2.1 公司主力产品卡位次高端和光瓶酒 9
2.2 次高端市场趋势与潜力分析 10
2.2.1 名酒提价和消费升级为次高端带来持续扩容 12
2.2.2 次高端本轮扩容比上一轮更为良性 13
2.3 光瓶酒冲出低端酒阵营持续增长 13
2.3.1 百元低端酒规模整体收缩 13
2.3.2 光瓶酒逆势取代盒装酒 规模持续扩容 14
3.产品篇：两头带中间 精细化管理释放增长势能 15
3.1 量价齐升带来高增长 15
3.1.1 量价齐升 吨酒价格不断走高 15
3.1.2 青花、玻汾快速增长 高端占比不断走高 16
3.2 受益于次高端扩容和精耕细作 青花快速放量 16
3.3 玻汾性价比高 担清香培育大任 全国化潜力充足 18
3.4 其他产品线：腰部产品打开增长空间 19
4.底蕴深厚：拥有领先主要竞品的品类和品牌基础 20
4.1 香型和品质优势：最接近国际香型 年轻群体接受度高 20
4.2 品牌持续投入助力复兴和全国化 21
5.渠道与市场：打造渠道硬实力 全国化才入半程 22
5.1 渠道改革增强硬实力 22
5.2 省内市场：基本盘稳固 24
5.2.1 省内市场龙头地位稳固 24
5.2.2 为全国化提供坚实保障 25
5.3 省外扩张：全国化才下半程 25
5.3.1 布局清晰 节奏明确 省外上升空间大 25
5.3.2 环山西市场打造样板市场 26
5.3.3 启动长江以南市场 开启省外第二增长极 27
6.看未来：汾酒何以再铸辉煌？ 28
6.1 产品渗透提结构 28
6.1.1 清香大市场不断提升 为增长打开空间 28
6.1.2 青花将延续量价齐升 继续提高次高端份额 29
6.1.3 高线光瓶酒玻汾成大单品可期 29
6.1.4 省内结构升级 省外份额提高 汾酒增长路径明确 30
6.2 全国化再入下半程 30
6.2.1 百亿之后长江以南市场打造第二增长极 30
6.2.2 环山西降速提质 华东高速增长 市占提高空间大 30
6.2.3 各区域针对性策略确保全国化顺利拓展 31
6.3 财务分析：提毛利降费用 净利润提升空间大 31
7.盈利预测 32

图表目录

图 1： 山西汾酒发展历程 6
图 2： 引入华润作为战略投资者 8
图 3： 2019 年次高端酒企份额 11
图 4： 光瓶酒近年规模变化 15
图 5： 山西汾酒历年销量 15
图 6： 产品销售吨价不断提升 15
图 7： 2019 年山西汾酒系列占比情况 16
图 8： 青花销售规模及同比增长 17
图 9： 玻汾销售规模及同比增长 18
图 10： 汾酒历年广告宣传费及增长情况 21
图 11： 省内直分销模式 23
图 12： 省内外经销商数量快速增长 24
图 13： 销售人员增长迅速 24
图 14： 终端数量急剧增长 24
图 15： 2019 年山西酒企市场占比情况 25
图 16： 省内市场营收及同比增长 25
图 17： 13313 市场布局、省外市场聚焦突破 26
图 18： 2019 年各板块销售情况 26
图 19： 省外销售占比 2019 年超越省内 27
图 20： 省外销售增速 2018 年起超过省内 27
图 21： 汾酒净利率低于次高端主要对手 31
图 22： 汾酒营业税金及附加比率高于主要竞品企业 31
图 23： 汾酒销售费用率同业对比 32
图 24： 销售费用率、管理费用率水平 32
图 25： 利润水平持续提高 32
图 26： 预收账款稳步提升 32

表 1： 山西汾酒改革大事记 7
表 2： 《三年任期经营目标考核责任书》主要考核目标及完成情况 7
表 3： 股权激励分配情况 8
表 4： 山西汾酒产品结构 10
表 5： 次高端阵营营收变化 12
表 6： 次高端仍将为增速最快阵营 12
表 7： 光瓶酒发展历程 14
表 8： 主要光瓶酒市场体量 14
表 9： 青花 30 产品价格调整 16
表 10： 主要酒企产能情况 17
表 11： 青花 20、30 在 2020 年的市场策略 18
表 12： 河南地区玻汾系列价格调整 19
表 13： 清香型与浓香型、酱香型工艺等比较 20
表 14： 汾酒独特的四最 21
表 15： 汾酒销售改革动作 22
表 16： 环山西市场为天然开放市场，规模大且无当地强势主导品牌 27
表 17： 华东市场消费空间大 28

表 18： 白酒主要香型及其占比 28
表 19： 4421 攻坚目标 30
表 20： 各区域针对性市场策略 31
表 21： 公司收入与业绩预测假设（亿元） 33
表 22： 公司盈利预测表 35

1. 发展历程：历经波折 国改重启高增长

1.1 清香龙头 名酒基因

汾酒是我国清香型白酒的鼻祖，是建国后评出的四大名酒。主导产品汾酒具有1500年历史，早在1915年就在巴拿马万国博览会上获得甲等金质大奖章，新中国成立后，成为第一种国宴用酒，之后历届全国名酒评比均榜上有名。“借问酒家何处有？牧童遥指杏花村”古诗中杏花村即汾酒产地，可见其深厚历史底蕴。

白酒行业第一家上市公司。1993年12月，公司改制为山西杏花村汾酒厂股份有限公司，公开上市发行，成为全国第一家白酒上市企业。

1.2 底蕴深厚 发展历经波折

汾酒曾经居白酒龙头的地位，90年代错失名酒涨价机会和朔州假酒案，行业地位陨落。后又通过高端品牌打造、品牌体系瘦身、营销改革重启增长。2017年后，行业复苏叠加国改释放内部活力，汾酒复兴拉开序幕。

一、1915-1993年：“汾老大”享誉中外，奠基中国清香龙头地位。

在计划经济粮食和物资短缺时代，供需关系是白酒行业主要矛盾。**清香型白酒具有生产周期短、成本低、粮耗低、出酒率高的特点**，公司凭借清香型白酒的产能优势，1985年产量突破8000吨，占当时全国13种名白酒产量的一半，1988年起连续6年销售收入和经济效益位居全国食品饮料企业之首，成为中国白酒龙头，享有“汾老大”称号。

二、1994-2001年：价格策略失误错失名酒涨价机会，收入徘徊不前，地位衰落。

- 90年代初白酒供不应求，国家放开“酒类专卖”的价格，酒企纷纷抢占高端、渠道为王，白酒行业市场经济到来。茅五剑坚持涨价策略，而**汾酒选择“名酒变民酒”，错失高端白酒发展机会**，零售价在1995年被五粮液一举超越。
- 此外1998年朔州假酒案的打击，影响公司损失70%以上的省外市场，营收规模从1993-2001年均在2.5-4.5亿元之间波动，行业地位进一步下滑。

三、2001-2007年：优化产品结构、加强营销和省外扩展，重回高端

2001-2007年期间，全国经济较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境。公司内部持续优化产品结构、于2002年和2004年先后推出青花瓷汾酒和国藏汾酒，进军高端酒市场。形成以青花汾酒和国藏汾酒为高端、老白汾酒为中端、玻汾为低端的“中间大，两头小”的产品结构。同时，加强营销整合、扩展省外市场，营收规模不断恢复，省外占比持续提高。

四、2008-2012年：品牌瘦身、营销体系改革，公司进入快速增长期

- 2002-2007年公司采用联合开发模式大力开发中高端品牌，联合开发品牌数量一度超过1000种，稀释品牌价值。
- 2007年公司开始整顿现有产品系列，品牌数减少到300个左右。2008年继续清理品牌，缩减至100个左右，受此影响，公司业绩快速下滑，2008年公司营收同比下降14%，归母净利润同比下降32%。

- 2009 年李秋喜上任，带领公司开启新一轮快速成长。公司开展营销体系改革，省内渠道深耕、省外扁平化。2010 年省内高端酒市占率达 70%，低端酒市占率约达 50%。省外公司采取“大区经理—片区经理(省级)—一批经销商(地级市)”的三级网络，过亿销售省份从 2009 年的 2 个增长至 2012 年的 10 个。

五、2013-2016年：行业进入调整期、业绩受困，调整期后增长乏力

2012年后，由于三公消费受限，白酒行业遭到巨大冲击，茅台、五粮液价格大幅回落影响，公司高端产品营收大幅下滑，营收从2012年64.79亿元下降至2014年39.16亿元。2015年白酒行业整体复苏后，公司虽然营收恢复增长，但增速较慢，2015和2016年收入同比增速仅为5.4%和6.7%。

六、2017年至今：行业复苏叠加国改释放内部活力，汾酒复兴拉开序幕

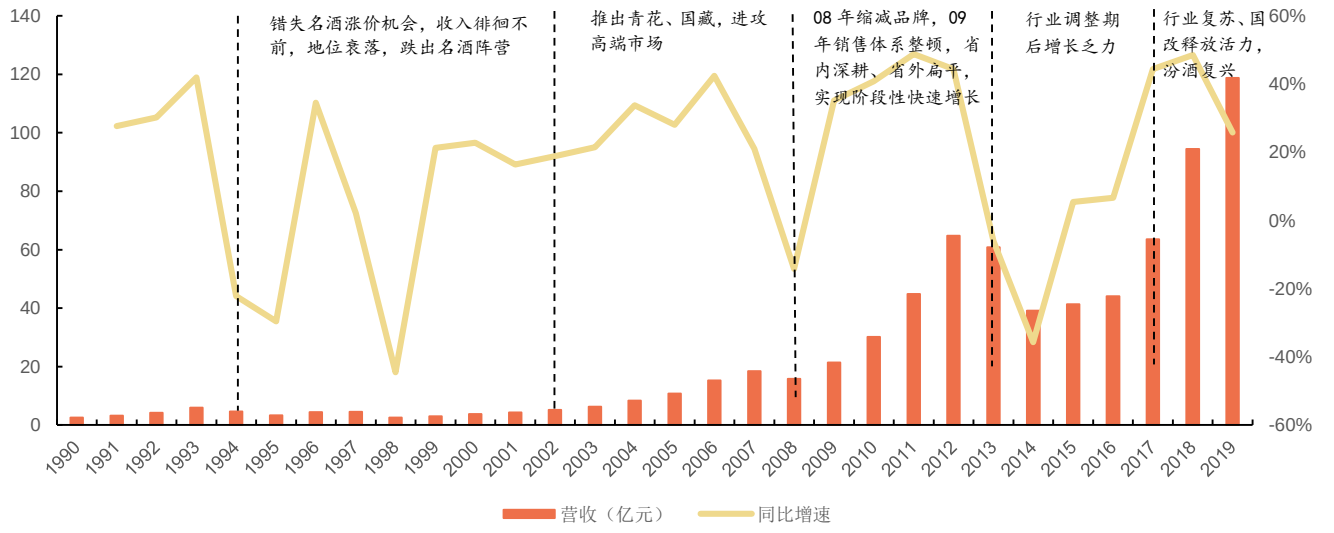
2017年，汾酒集团与山西省国资委签订经营业绩责任书，开启三年全面国改。

- 内部体制方面，公司创新激励机制和用人机制，推进国企混合所有制改革，充分激发内部活力；
- 渠道端，强化渠道管控力，渠道持续下沉和推进全国化；
- 产品端，坚持“抓两头带中间”的产品策略；
- 品牌端，加强品牌建设，以文化进行品牌赋能。

国改期间，公司实现高速发展，领先次高端阵营主要竞争对手。

随着山西省内需求恢复，次高端价格带市场扩容，2017年至今公司开启第三轮快速增长阶段，2016-2019年营收复合增速70%。同时大力拓展省外市场，省外占比大幅提升。此期间集团酒类集体上市、引入战略投资者、股权激励落地，国企改革取得实质性突破，内部活力进一步释放。

图1：山西汾酒发展历程



资料来源：公司年报、申港证券研究所

1.3 三年国改获得实质性突破 内部活力释放

与山西国资签署军令状、改革获得突破

2016年前后白酒行业复苏以来，公司营收仅恢复个位数增长，与其他品牌酒企的差距不断拉大。2017年2月，汾酒集团与山西省国资委正式签署山西国企改革首份“军令状”——《2017年度经营目标考核责任书》和《三年任期经营目标考核责任书》：

- 经营目标考核责任书设置了汾酒三年经营目标：2017 年至 2019 年酒类收入增长目标为 30%、30%和 20%，酒类利润增长目标均为 25%。
- 此外，责任书强调集团经营利润总额目标与薪酬总额挂钩，要求任期内推进汾酒集团混合所有制改革，集团整体上市，最终目标是三年回到白酒第一阵营。

表1：山西汾酒改革大事记

时间	主要改革举措
2017 年 2 月	与山西省国资委签署经营目标，完不成则董事长下岗
2017 年 2 月	集团党委会人事调整：股份公司总经理常建伟兼任销售公司书记及执行董事，汾酒销售公司副总李俊担任销售公司总经理，原汾酒销售公司总经理刘卫华任集团主管改革的副总经理
2017 年 2 月	集团召开营销单位责任书签订大会，以“强激励、硬约束、加压、松绑”的创新机制作为营销系统改革的突破口，将职代会签订的责任书推到，重新与 11 户涉及酒类经营的单位签订责任书
2017 年 6 月	销售公司科级以上干部，全部解聘后竞聘上岗，实行一把手组建团队、选聘经理层，经理层聘用其他干部
2017 年	三步并做两步走，三年任务两年完成，引进市场化用人机制。 契约化薪酬激励机制，给予自主权，大幅提高待遇
2018 年 1 月	提出《汾酒集团体制机制改革整体推进方案》及其子方案（1+35 方案体系），其中 1 个整体方案已出台，35 个配套子方案完成 28 个
2018 年 2 月	引入华润作为战略投资者
2018 年 12 月	提出限制性股权激励
2018 年底	收购集团酒业相关资产，国际贸易公司、酒业发展区销售公司等
2019 年 3 月	销售公司人员调整，一线杰出业绩人员升任集团副总等职务
2019 年	收购集团义泉涌公司、汾青酒厂、宝泉涌公司，理顺集团酒类生产关系。收购汾酒销售公司 10%股权、竹叶青公司 10%股权，理顺公司产权关系
2020 年 1 季度	竹叶青独立运作，升级为竹叶青大健康产业，打造新的增长极

资料来源：公司公告、微酒、申港证券研究所

2019年三年任期经营目标收官，汾酒圆满完成各项任务。营收连续高速增长，完成国资委任务、全国化布局梯次进行、渠道健康、终端数量大增，完成管理层激励、引入战略投资者，内部活力释放。

表2：《三年任期经营目标考核责任书》主要考核目标及完成情况

考核指标	目标	完成情况
国有资本保值率	107.60%	2017 年国有资本保值率 108.97%，提前完成目标
酒类营业收入	103.74 亿元	2019 年 11 月集团口径酒类营业收入超过 110.64 亿元
酒类利润总额（含税）	16.38 亿元	2019 年 11 月集团口径酒类利润超过 23.45 亿元
其他指标	推行员工持股改制试点	2019 年 3 月完成核心人员 395 人限制性股票激励
其他指标	任期内推动汾酒集团整体上市	通过收购集团资产，实现 2019 年底集团资产证券化率 92%，集团整体上市基本实现

资料来源：公司公告、申港证券研究所

收购集团酒类资产，实现集团整体上市

经过 18/19 年的数次资产整合，目前汾酒酒类资产已多注入上市公司，集团资产证券化率已超过 92%，同时汾酒股份公司完成新一轮换届，李秋喜从汾酒集团董事长任上开始兼任上市公司董事长，标志着汾酒集团整体上市任务圆满完成。这将极大地减少公司关联交易，增强上市公司独立性，进一步提升经营质量。

管理层激励落地，内部士气提升

股权激励落地，提升士气。2019 年 3 月，公司首次推出股权激励计划，以每股 19.28 元的价格，授予中高层管理人员和核心技术人员共 395 人 568 万股限制性股票，以切实的激励制度表率，充分调动员工积极性。

表3：股权激励分配情况

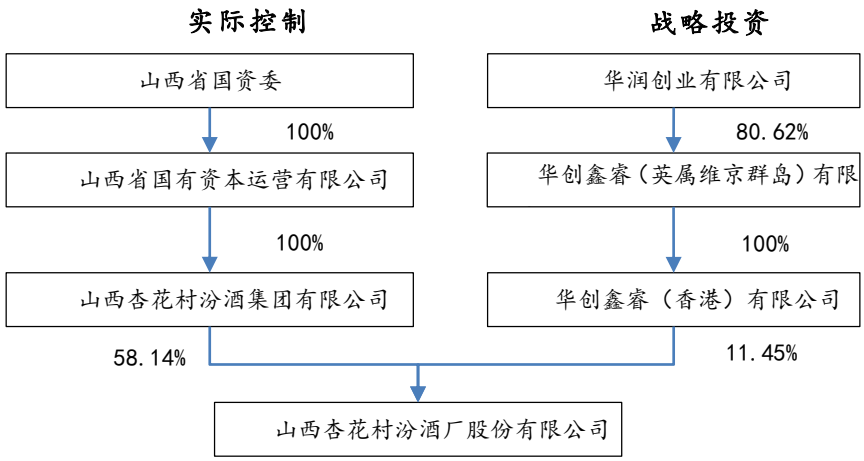
姓名	职务	授予限制性股票数量	限制性股票的授予价格（元）	获授限制性股票占授予总量的比例
宋青年	副总经理	50000	19.28	0.88%
武世杰	常务副总经理	50000	19.28	0.88%
李俊	副总经理	50000	19.28	0.88%
马世彪	总会计师	50000	19.28	0.88%
李成刚	总经理助理	50000	19.28	0.88%
郝光岭	总经理助理	50000	19.28	0.88%
高志峰	总经理助理	50000	19.28	0.88%
王涛	董事会秘书	50000	19.28	0.88%
武爱东	总经理助理	50000	19.28	0.88%
中层管理人员和核心技术人员 （共 387 人）		523000	19.28	92.08%
合计		568000	/	100%

资料来源：公司年报、申港证券研究所

引入华润作为战略投资者

2018年，汾酒集团转让11.45%的股份给华润旗下持股公司，汾酒与华润在运营管理、产品开发、渠道整合上的合作深化。

图2：引入华润作为战略投资者



资料来源：公司公告、申港证券研究所

1、运营管理：成立战略合作领导小组，汾酒的销售经理与雪花的大区经理点对点交流。

2、渠道整合：华润拥有超过190 万家终端，而白酒渠道以终端烟酒店为主，传统商超零售渠道布局相对较弱，因此汾酒与华润的战略合作具备极高的兼容性和互补性，玻汾已植入雪花啤酒的销售体系，但由于啤酒终端较为零散，公司仅对接了5%的渠道终端。

3、产品开发：低端光瓶酒玻汾已合作运营，后续将合作推出中高端专属产品。

4、机制提升：华润3人入汾酒董事会，建立长效发展机制。山西汾酒增补华创鑫睿陈朗、侯孝海为董事候选人、张远堂为独立董事候选人。华润派驻人员进入汾酒董事会，是推进混改、提升企业经营业绩的具体措施之一。有助于提高上市公司管理效率，帮助汾酒建立一整套长效发展机制。

2.竞争环境：次高端良性扩容 光瓶酒持续增长

汾酒主力产品所在的次高端、光瓶酒阵营，扩容速度将领跑白酒产业，是白酒行业两大优选赛道。

- 次高端在名酒提价和消费升级带动下，市场规模由 2015 的 130 亿增长到 2019 年的约 650 亿，年化复合增速超过 30%，为白酒行业各阵营中增长最快。预计未来仍将保持明显高于行业整体的增速，实现良性扩容。
- 光瓶酒受益于消费升级及品质追求，市场规模由 2016 年的 650 亿元增长至 2018 年的 960 亿元，年复合增速约为 22%，在低端白酒市场渗透率由约 27%快速提升至超过 50%，占全部市场份额的约 17%。

2.1 公司主力产品卡位次高端和光瓶酒

汾酒产品线齐全，次高端、中端、低档均有主力产品卡位，且各价格带占比均衡，覆盖更广泛的客户群体，也奠定了产品结构具有极强的延伸性。产品体系中,青花（400-800 元）高举高打树品牌，玻汾（100 元以下）稳扎稳打扩销量，以此带动腰部产品老白汾（100-400 元）迅速推进。

四大系列梯次分布，价格带全覆盖：

- 青花系列：青花系列是公司的高端产品系列，也是清香高端白酒的典型代表。定位于次高端价格带。主要产品包括青花 30、青花 20 等，定位于商务、宴请用酒。
- 巴拿马和老白汾系列：老白汾系列（100-300 元）和巴拿马系列（300-400 元）集中发力腰部消费升级趋势明显的中高档价格带，是公司收入的主要贡献之一，产品包括老白汾封坛 15、老白汾 10、老白汾醇柔、巴拿马金奖 20 等。
- 玻汾系列：玻汾（50 元上下）依靠极高的性价比占领低端市场，保证了汾酒的高市场占有，偏于快消品，单品包括 53 度黄盖玻汾、53 度出口玻汾、42 度红盖玻汾等，定位于大众主流消费人群。
- 竹叶青系列：竹叶青（40-500 元）产品包括金象竹叶青、牧童竹叶青、玻瓶竹叶青等。作为保健酒中的驰名品牌，定位于快速增长的老年人市场，逐渐往下延伸，承接旺盛的中年人养生需求。

表4：山西汾酒产品结构

系列	产品	终端价格	产品图片示例
青花系列	青花 50 65 度 100mL	1048	
	青花中国装 55 度	1999	
	青花 30 53 度	789	
	青花 20 53 度	478	
老白汾系列	巴拿马金奖 20 53 度	388	
	巴拿马金奖 10 53 度	288	
	老白汾封坛 15 53 度	238	
	老白汾 10 53 度	149	
	老白汾醇柔 53 度	119	
杏花村系列	53 度金质 5	188	
	53 度金质 3	128	
	玻瓶杏花村	45	
玻汾系列	黄盖玻汾 53 度	52	
	红盖玻汾 42 度	52	
	乳玻汾 48 度	79	
竹叶青系列	竹叶青 20 42 度	498	
	竹叶青 10 年	188	
	金象竹叶青 38 度	99	
	牧童竹叶青 45 度	68	
	玻瓶竹叶青 45 度	48	

资料来源：公司公告、申港证券研究所

2.2 次高端市场趋势与潜力分析

次高端主要发展阶段：

- **第一阶段：1998-2005 年，名白酒企业从“名酒变民酒”中走出来，推出高端产品。**汾酒在 1998 年推出青花汾酒系列，2000 年全兴大曲正式推出“水井坊”，沱牌曲酒推出“品位舍得”，2003 年洋河推出蓝色经典，2004 年郎酒推出红花郎。这些产品面世定价都高于当时的茅台（2000 年水井坊推出定价 600，茅台当时 300、五粮液 300-400）。

- **第二阶段：2006-2012 年，高端酒连续提价，次高端性价比凸显整体崛起。**2006 年白酒行业触底，开始恢复性增长，高端白酒需求回暖，价格攀升。受益于高端酒打开价格空间，次高端白酒通过运作高端产品放量，占位 500-1000 价格带，都获得了很好的发展，次高端白酒品牌整体崛起，2012 年次高端整体市场规模 310 亿左右，郎酒红花郎、剑南春水晶剑、洋河梦之蓝成为当时行业的前三甲，占比分别为 21%、15%、10%，销售规模约为 65 亿、47 亿、31 亿。

- **第三阶段：2013-2014 年，白酒行业调整期，次高端品牌分化，**剑南春稳健、梦之蓝逆势做品牌。高端白酒政务消费退出、价格崩盘，向下挤压次高端价格带，次高端承压巨大，酒价和业绩双双下滑明显。郎酒红花郎营收从 66 亿下降至 12 亿，青花汾酒从 17 亿下降至 6 亿，梦之蓝从 30 亿下降至 10 亿。

- **第四阶段：2015-2018 年，名酒呈现恢复增长，次高端行业再度扩容。**经过 2013-2014 深度调整期，白酒行业于 2015 年迎来复苏，高端酒业绩见底回升，2016 年

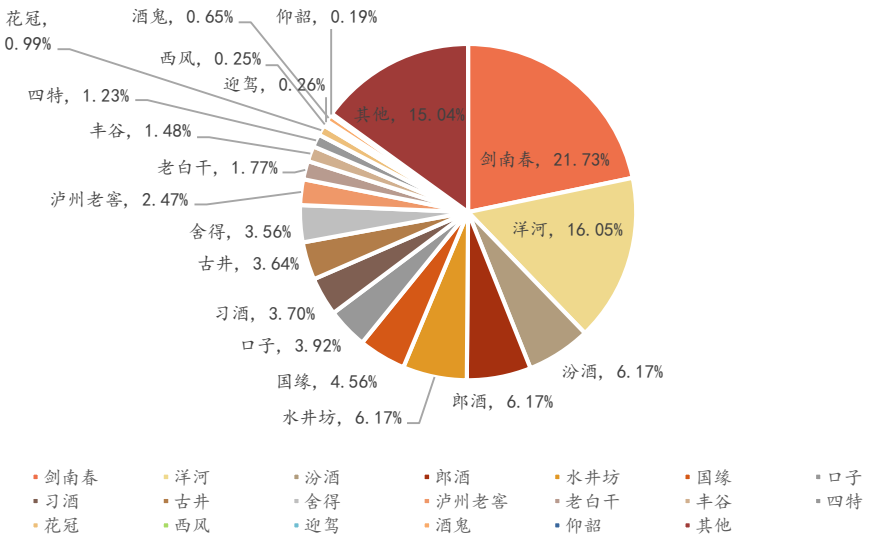
中茅台一批价开始逐步走高，2016 年茅台价格突破千元，茅台价格提升带动五粮液和国窖 1573 一批价上行，同时也再次打开次高端价格天花板，次高端再度加码精耕基础较好的市场同时进行全国化扩张。这一阶段次高端白酒呈现出加速增长的态势，2018 年次高端规模达到 510 亿，剑南春水晶剑 75 亿、梦之蓝 60 亿、红花郎 30 亿。

- **第五阶段：2018 年至今，次高端整体仍在扩容，但进入分化阶段。**从供给端看，行业快速扩容背景下，新进入者迅速增加，高端龙头以系列酒进入次高端领域，部分地产酒龙头以升级产品形式进入次高端，从需求端看，随着价格带的提升，次高端的竞争越来越表现为品牌力和产品力的竞争，品牌拉力成为关键。

次高端竞争格局

- 次高端全国性品牌主要包括：剑南春、洋河梦之蓝、郎酒红花郎、水井坊、汾酒青花、舍得酒等老名酒，也包括泸州老窖和茅台集团旗下的一些系列酒品牌。
- 地产酒品牌：多是地产酒旗下推出的升级产品，因地产酒主力价格带一般位于 100-200 元或者 100 元以下，但近几年次高端的高速增长使地产酒纷纷大力推广其次高端产品。

图3：2019 年次高端酒企份额



资料来源：产业信息网、西凤酒招股书、酒媒、申港证券研究所

表5：次高端阵营营收变化

酒企	次高端代表产品	次高端容量变化（亿）			
		2012 年（上一轮周期高点）	2015 年（周期调整低点）	2018 年（本轮周期）	2019 年
剑南春	水晶剑	60-70	45	80-90	约 105
郎酒	红花郎	50-60	约 13	约 35	40-45
山西汾酒	青花系列	约 20	约 8	约 24	约 28
洋河股份	梦之蓝（天之蓝）	约 40	约 17	约 63	65
水井坊	井台装/臻酿八号	约 15	约 8	约 27	约 34
今世缘	特 A+/国缘 K 系列			18	25+
古井贡酒	古 8/7 及以上		7-8	约 20	30+
口子窖	口子 10/20		约 1	4-5	5-6
酒鬼酒	红坛	14	4-5	8	10+
舍得酒业	品味舍得	14	7-8	18	20+
国台	国标酒			8-9	20+
茅台系列酒	赖茅、汉酱等		1-2	20-25	30+
习酒公司	金钻、窖藏		约 4	25-30	50+
其他公司	五粮特曲/窖龄 60 年等	80+	约 50	近 160	200+
次高端合计		310	130	510	650

资料来源：华夏酒报、白酒网、申港证券研究所

2.2.1 名酒提价和消费升级为次高端带来持续扩容

次高端的扩容源于消费升级。目前整体白酒市场约 5700 亿左右，中档酒占比在 40%-50%之间，规模在 2300-2900 亿之间，假设每年存在 5%左右消费升级进入次高端，带来约 120-150 亿左右的增量。假设按照每年 100-150 亿的扩容速度看，行业增速仍有望维持在 20%以上。

受益名酒提价和消费升级，次高端仍将是增速最快的价格区间。次高端白酒市场规模分别由 2015 年的约 130 亿元增长至 2019 年末的约 650 亿元，年化复合增速超过 30%，为白酒行业各阵营中增长最快。

可以预见，白酒行业头部集中、消费升级趋势将持续，高端白酒在核心大单品稳步提价放量过程中实现量价齐升，次高端白酒在头部企业产品结构升级、稳健放量过程中亦能在低基数下实现量价齐升，仍有望成为最快扩容的价格区间。

表6：次高端仍将为增速最快阵营

价格阵营	2012 年容量（亿）	2016 年容量（亿）	2012-16 CAGR	2021E（亿）	2016-2021 CAGR
低端（0-100）	1556	2606	15.9%	3102	2.0%
中端（100-300）	2001	2440	5.1%	3347	6.5%
次高端（300-800）	310	192	-11.5%	653	27.7%
高端（800 以上）	578	610	1.3%	1061	11.7%
合计	4466	5926	8.2%	8162	5.9%

资料来源：糖酒快讯、酒业家、申港证券研究所

2.2.2 次高端本轮扩容比上一轮更为良性

经济增长速度、商务活动活跃度、大众收入水平均对次高端白酒的需求有直接影响，消费升级是次高端白酒的重要驱动力，对于次高端板块而言，消费升级的速度直接影响板块扩容的速度；

上一轮（2011-2013 年）次高端发展的四大驱动因素：

- 三公消费助推、高端价格泡沫、业外资本投机、行业独特的团购公关模式。上一轮次高端成长基础脆弱：
- 政务主导消费，企业和经销商寻租空间大；
- 企业只重价格、市场根基薄弱；资本参与招商，新进经销商经验缺乏；
- 消费者盘中盘和深度分销模式兴起，酒企偏重关系营销和团购

新一轮次高端扩容与上一轮有本质不同：

- 成长基础更加牢固："消费升级+高端名酒提价"直接催化次高端发展，经历了消费积累以后，消费者的品牌认知和消费能力有了很大的提升，有坚实的消费基础，为自下而上驱动。
- 扩容空间大：借助百元价位的成长历史，新商务主流价位的崛起将带来市场空间的大幅扩容。3-5 年内如中高端消费阵营每年 5%左右消费升级进入次高端，带来约 120-150 亿左右的增量，成长空间巨大。
- 持续性更强：次高端的升级是阶梯式的特征，由中高端升级到次高端后，未来相当长的一段时间是次高端价格带持续放量、规模扩大，呈现出"缓蓄势、急爆发"的特点。

次高端本轮扩容后进入品牌驱动为主、渠道拉力为辅的阶段

2017 年次高端由渠道推力和品牌拉力共振，带来整体强劲增长，2019 年品牌拉力和渠道推力共振结束，次高端阵营业绩出现强分化。汾酒通过强品牌拉力招商驱动，今世缘通过维护好的渠道利润保持快速扩张，洋河在品牌和渠道双重压力下出现同比下滑。

2.3 光瓶酒冲出低端酒阵营持续增长

2.3.1 百元低端酒规模整体收缩

2019 年，中国白酒产量约 786 万千升，其中 100 元以下低端白酒产量占比约 80%，约合 630 万千升，按照当前低端白酒主流价格带约 15 元/瓶进行估算，对应市场规模约 2000 亿元。2015 年以来，100 元以下低端白酒市场规模由 2015 年的约 2500 亿元下降至 2019 年的约 2000 亿元，年均复合下滑约 6%，低端白酒市场整体处于收缩阶段。当下低端白酒市场，经销商面临运营成本高、库存大、费用挤压、缺乏创新、窜货严重，厂家支持不足等压力。

表7：光瓶酒发展历程

发展阶段	发展状况	主要节点	阶段特点
2000 年之前	大众酒流通时代	88 年白酒价格放开;93 年起广告酒营销，地方酒崛起	代表品牌：玻汾、绵竹大区、尖庄、沱牌、全兴等名酒光瓶酒流行全国
2001-2008 年	高端和大众酒继续分化	加征从量税；2002 年起取消对白酒先征后返 18% 的所得税优惠政策 名酒集中发力中高端，老村长、龙江家园等品牌诞生	加税影响，无暇低端转高端，名酒光瓶酒体量萎缩，产品大量退出 代表品牌：老村长、小刀、龙江家园、鹿邑大曲、枝江、丰谷等地方大众光瓶酒崛起 主流价格：4-6 元成主流，8-10 元成高线
2009-2012 年	光瓶酒市场培育期	名酒集中发力高端，光瓶酒获得充足生长空间	代表品牌：老村长、龙江家园、牛栏山、三井小刀 主流价位：5-10 元，10-15 元进入培育周期
2013-2016 年	光瓶酒机遇期	高端酒遭遇断崖式下滑，集体向下看，大众酒时代来临，光瓶酒迎来高速发展期	代表品牌：老村长、龙江家园、小村外高速发展；牛栏山陈酿成为行业奇迹，泸州老窖二曲战略布局、快速发展；江小白、泸小二、一担粮、小郎酒规模发展 主流价位：10-15 成主流，15-20 光瓶起量
2017 年以来	光瓶酒加速升级	消费迭代升级，20、30、40-50 光瓶酒抬头，红星蓝瓶、玻汾加速成长	老名酒纷纷发力高线光瓶 代表品牌：红星蓝柔、泸州老窖蓝瓶、玻汾红盖、汾阳王时间陈酿等 主流价位段：10-20、20-30、40-60

资料来源：《大众光瓶酒营销白皮书》、申港证券研究所

光瓶酒种类众多，竞争格局极其分散。欧睿统计，低端酒市场中，2016 年 CR3 仅不到 10%，到 2018 年 CR3 占比达到 11.71%，其中牛栏山、老村长和红星的市场占有率分别为 6.2%、4.13%和 1.38%，剩下约 90%的份额被地产酒以及其他品牌瓜分。

表8：主要光瓶酒市场体量

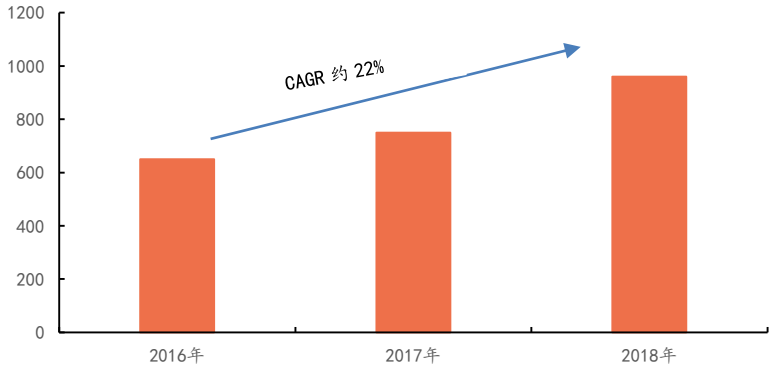
公司	核心产品	规模（亿）
顺鑫农业	牛栏山二锅头	60（2019 年）
老村长	老村长	50
郎酒	小郎酒	20
山西汾酒	玻汾	34（2019 年）
龙江家园	龙江家园	14-15
泸州老窖	二曲、泸小二	10+
五粮液	尖庄	
红星二锅头	蓝瓶二锅头、小扁二	10+（2018 年）
江小白	江小白	10+

资料来源：《大众光瓶酒营销白皮书》、申港证券研究所

2.3.2 光瓶酒逆势取代盒装酒 规模持续扩容

受益于消费升级及品质追求，光瓶酒细分品类正快速取代低端盒装酒市场。光瓶酒市场规模由 2016 年的 650 亿元增长至 2018 年的 960 亿元，年复合增速约为 22%，预计 2019 年光瓶酒规模已超千亿，在低端白酒市场渗透率由约 27%快速提升至超过 50%，对应白酒市场份额约 17%，光瓶酒市场份额仍有较大提升空间。

图4：光瓶酒近年规模变化



资料来源：《2020 光瓶酒营销指数报告》、申港证券研究所

光瓶酒全国化特点明显，华中、华南、华北渗透率较高，华东、西南次之。**光瓶酒正逐渐由渠道营销驱动向消费者驱动转型**，弱化包装，聚焦品牌、品质，名酒光瓶酒（以玻汾为代表）及全国化光瓶酒（以牛栏山为代表）竞争优势持续突出，将持续抢占低端盒装酒、地方光瓶酒市场份额。预计未来三年光瓶酒市场规模有望扩容至约 1500 亿元，年复合增速约 15%。

3.产品篇：两头带中间 精细化管理释放增长势能

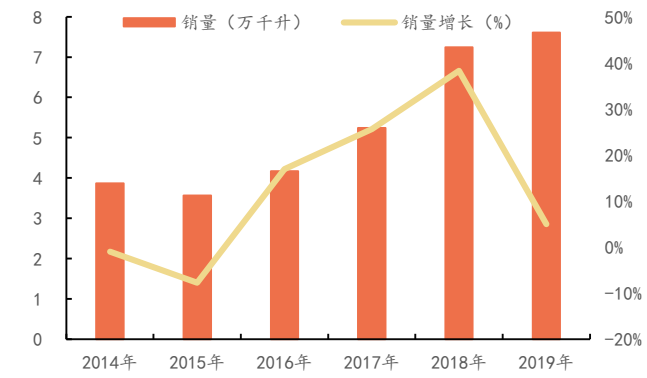
3.1 量价齐升带来高增长

3.1.1 量价齐升 吨酒价格不断走高

2017-2019年，公司实现营收同比高速增长，这受益于产品销售的量价齐升，其中**量增贡献大于价增。**

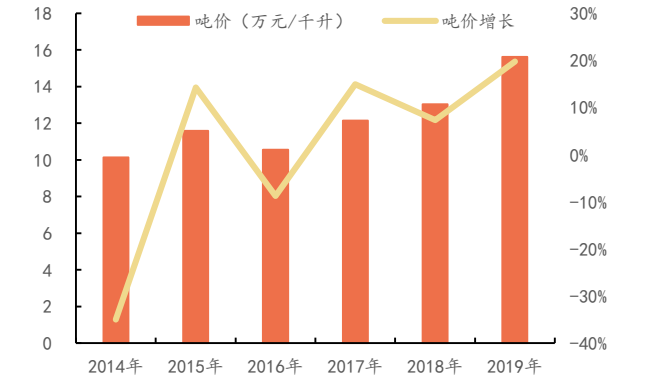
- 量：公司量增主要得益于公司对省内市场的深耕和省外市场的开拓，其中省外市场销量增速高于省内市场。
- 价：2017 年吨价提升主要受益于 2017 年 6 月份青花系列价格上调，以及 12 月公司全价格带产品出厂价上调。2018 年吨价提升受益于全价带产品价格整体上调 10%以上以及青花占比提升。2019 年吨价提升主要源于青花 30 和玻汾的提价，以及省外产品结构走高。

图5：山西汾酒历年销量



资料来源：公司年报、申港证券研究所

图6：产品销售吨价不断提升



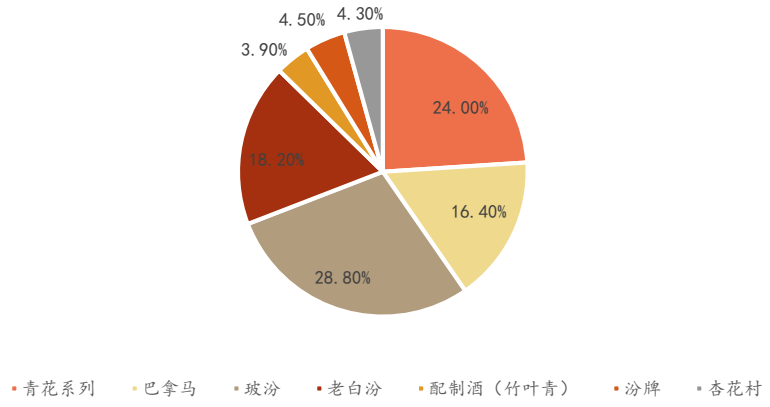
资料来源：公司年报、申港证券研究所

3.1.2 青花、玻汾快速增长 高端占比不断走高

近年分系列产品销售及增长情况：

- 中高价酒主要是青花+巴拿马+老白汾，2019 年青花销售收入 29 亿左右，增速 30%，占比 24%；巴拿马+老白汾增速约 15-20%，销售收入 40 亿左右，占比 34%。
- 低价酒主要是玻汾+汾牌+杏花村，2019 年玻汾销售收入预计 34 亿左右，增速 50%，占比 29%；汾牌和杏花村在 2018、19 年陆续通过收购集团资产注入上市公司，2019 年预计在 9 亿左右，合计占比 8.5%。
- 配制酒主要是竹叶青，2019 年配制酒销售收入 5.5 亿，增速 61.6%，占比 4%左右。

图7：2019 年山西汾酒系列占比情况



资料来源：申港证券研究所

3.2 受益于次高端扩容和精耕细作 青花快速放量

青花汾酒系列自 1998 年推出，几经调整后目前形成青花 20、30、25、50、中国装等产品系列。主销产品为青花 20、30，青花 20 在系列内占比 50%、青花 30 约 40%，其他为青花 25、50 等。

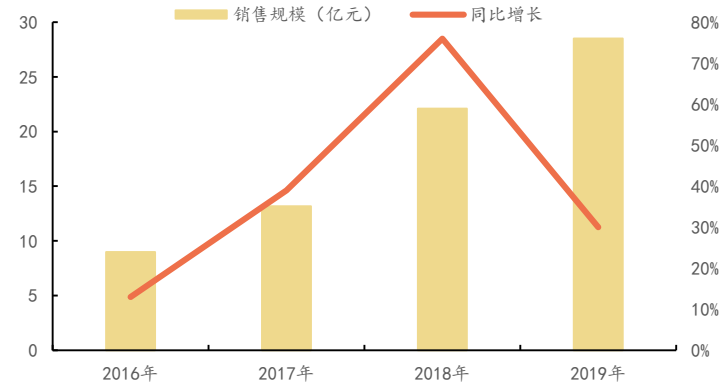
定位清晰,青花30提价成功、青花20持续走量。青花20为走量产品，突出性价比优势，坚守次高端350-450 价格带。青花30定位升级，经过2019年5月和7月完成两次提价，终端价挺入600-800 元价格带，抢占五粮液和国窖提价后的空档，**目前终端已占稳750元价位。**由于青花30提价，青花20增速高于青花30，青花30作为价格标杆产品，价格优先，通过提价和控货保证价格。未来定价策略上青花30预计继续控量提价，青花20跟随竞品价格进行调整。**2019年青花收入实现30%以上高增，且基本是销量贡献。**

表9：青花 30 产品价格调整

调价日期	产品名称	价格上调幅度			调价后终端建议零售价
		开票价	终端供货价	终端建议零售价	
2019 年 5 月	48 度青花 30	35	-	35	738
	53 度青花 30	25	-	25	738
2019 年 7 月	48 度青花 30	20	10	30	768
	53 度青花 30	30	30	50	788

资料来源：微酒、申港证券研究所

图8：青花销售规模及同比增长



资料来源：市场数据整理、申港证券研究所

控量挺价，渠道健康动力足，省外扩张潜力大。2018年起，公司实行的全系列产品配额制管理，重点管控青花、玻汾系列产品，**2019年青花策略转向控量挺价为主。**控量挺价强势管控下，汾酒批价稳定、渠道利润水平可观（青花20整体在12%，终端利润18%，整体利润在30%），渠道动力充分，助力青花快速增长。

青花省外销售受益全国化扩张，增长空间大。

- 由于山西省次高端容量有限，青花系列以省外为主，2019 年青花省内收入占比 25%左右，省外增长空间较大；
- 环山西市场看，北京和天津市场青花基础较好，河南大区 2019 年开始重点打造青花；
- 华东市场浙江、上海、江苏市场 2019 年也实现了销售突破；
- 长三角和珠三角战略区域消费水平高，为青花推广提供有利条件。

品牌基础和基酒储备支持青花快速增长。汾酒的品牌高度可以支撑青花的价格带向上延伸；汾酒为清香国标的制定者，确保青花产品品质保障更强；汾酒的储藏量可以支撑青花的放量（青花 2018 年销量 2700 吨左右）；

表10：主要酒企产能情况

中高端阵营酒企	2018 年产能（万吨）	优质产能（万吨）	优质产能对应产品
五粮液	>20（固态发酵酒）	>3.0	普五、1618、交杯等
贵州茅台	5.9（基酒）	3.7	飞天茅台、年份茅台、生肖茅台等
泸州老窖	5-7（固态发酵酒）	0.3-1	国窖 1573
洋河股份	16（基酒）	1.12	梦九、梦之蓝手工班
山西汾酒	6（基酒）	0.6	青花系列
水井坊	0.8（基酒）	0.6	水井坊
今世缘	1.5（基酒）	0.9	国缘系列

资料来源：公司公告、申港证券研究所

青花战略单品吸引资源投入多，品牌支撑强。从 2018 年起青花汾酒开始被作为汾酒的战略单品进行打造，公司的营销资源进一步集中在青花汾酒上，青花汾酒目前也被业内广泛的认为是有潜力成为全国化大单品。产品策略从 2018 年提出的“抓两头，带中间”转变为“拔中高，控底部”，对青花的增长目标、市场动作等做出

更加细致的部署，例如各地区考核青花结构目标，实现青花 20 和青花 30 终端以及消费人群分离，费用更精准投入等。

2020 年青花 20、30 分离运作，精准提升渠道效率和经销水平。

- 青花 20 更偏渠道产品，战略任务重在次高端价位带“跑量”；青花 30 更偏团购高端产品，战略任务重在塑造品牌高度。
- 核心市场分离，青花 20 拟聚焦 100 个城市，青花 30 拟聚焦 50 个城市。
- 核心终端方面，青花 30 将主攻依托高端团购能力强、有政务商务资源的终端，而青花 20 则将主攻依托宴席资源、商务团购资源的终端。
- 终端数量方面，青花 30 主攻终端 2 万家，核心 5000 家；青花 20 主攻终端 7 万家终端，核心 1.5 万家。

表11：青花 20、30 在 2020 年的市场策略

	青花 20	青花 30
定位	走量的渠道型产品	树形象的团购高端产品
价格带定位	350-450	600-800 元
核心市场	聚焦 100 个城市	聚焦 50 个城市
操作重点	宴席、商务团购	团购、政商务团购
终端目标	7 万家（1.5 万家核心终端）	2 万家（5 千家核心终端）
2020 年目标	10 亿元增量	10 亿元增量

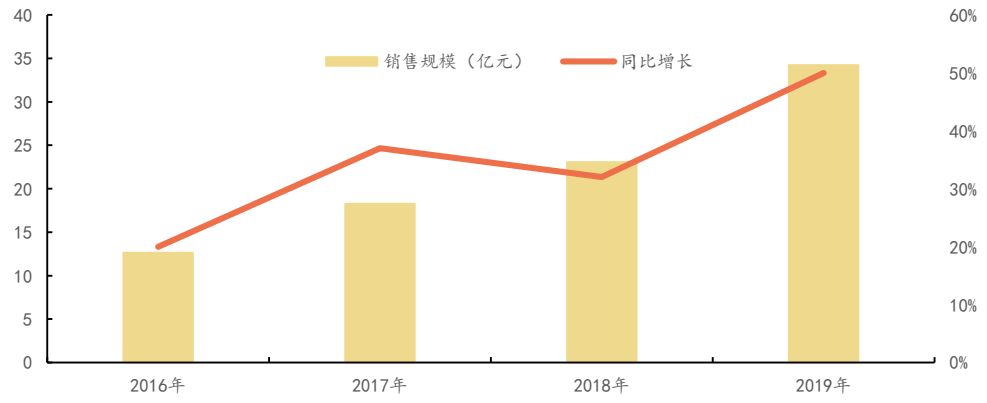
资料来源：公司公告、申港证券研究所

3.3 玻汾性价比高 担清香培育大任 全国化潜力充足

玻汾在光瓶酒市场中凭借超高的性价比不断在外埠市场攻城略地，成为汾酒低端系列一大重要增长极。玻汾从 2014 年的 8 亿到 2019 年的 35 亿，年复合增长达 35%，远超行业增速。

品牌力和产品力优势突出。玻汾在40元价格带有最强的品牌力和产品力。玻汾采取纯粮固态发酵技术，为纯粮酿造，区别于其他50元以下光瓶白酒的液态发酵品质，品质有保障，性价比突出。同时，拥有汾酒品牌背书，消费者基础好。清香型白酒在90年代占据酒业70%以上份额，清香品类受众广泛，双重赋能使玻汾规模效应显著。在玻汾省外扩张中，玻汾市场接受度高，异地扩张非常顺利。

图9：玻汾销售规模及同比增长



资料来源：申港证券研究所

快消化管理，高周转，经销商动力足。玻汾渠道利润不算充足，经销商10%左右，在同档次白酒中属于正常水平，但是玻汾消费者认可度高，自然动销快，接近快消品属性，年化下来看，大商制下运营低端玻汾的经销商盈利能力不亚于高端白酒，因此经销商动力足，渠道推力强。基础工作扎实：

- 产品：玻汾根据区域不同，做度数和瓶标区隔，来保障市场秩序；
- 费用：改变了过去经销商打包模式，提高产品出厂价，由厂家来主导，且固化费用的投入方向，提高费用的针对性和落地性；
- 渠道：光瓶酒当盒装酒做，从餐饮、流通多渠道进行培育，并在行业内率先推出专柜大陈列的方式来抢占终端的基础建设。

受益公司整体的终端开拓，省外开始放量。玻汾从2014年开始，先从省内开始放量，再到环山西市场，再到2019年全国市场放量。随着公司省外终端的开拓，玻汾省外铺货率持续提升。公司对环山西市场加大招商和铺市陈列，并开始在环山西市场投入费用，要求玻汾终端铺市率达80%，努力营造消费氛围、加大宣传力度，提升消费者点击率，助力玻汾在全国加速放量。

同时，借助华润终端进行协同发展，华润有190 万个终端网点，玻汾产品将进入其中5%的终端进行销售，具有快消属性的玻汾与华润终端深入合作打开更大增长空间。

率先提价布局40-60元价格带，享受高线光瓶酒扩容红利。2019 年公司先后三次对河南地区玻汾终端价进行上调，并在2020年对玻汾进行整体提价，抢占40-60元终端价格带。目前其他名优酒企包括五粮液、泸州老窖、洋河在低端市场推出的产品主要聚焦在30-40 元价格带，玻汾在40-60 元价格带提前占位，具备先发优势。

玻汾畅销持续培育清香消费群体。玻汾作为汾酒系列入门级产品，虽然净利率较低，但是在推进全国化布局中可以起到培育清香消费者群体的作用。目前市场流通着3款“玻汾”，分别是53度黄盖玻汾、42度红盖玻汾和53度出口玻汾。其中黄盖玻汾和红盖玻汾销量最大，对应约1200万箱，相当于每10个国人中就有1人喝玻汾，是白酒行业近几年现象级单品。

表12：河南地区玻汾系列价格调整

调价日期	产品名称及规格	供烟酒店指导价	烟酒店指导成交价	终端标牌价
2019 年 2 月	汾酒 53 度玻瓶	40	45	58
2019 年 9 月	汾酒 42 度玻瓶	37	44	50
2019 年 9 月	汾酒 53 度玻瓶	41	48	60

资料来源：《关于 53 度玻汾产品价格体系指导的通知》、《关于调整玻汾系列产品拼价格体系的通知》、申港证券研究所

3.4 其他产品线：腰部产品打开增长空间

老白汾和巴拿马系列主要市场在山西省内，2018 年两个系列收入占省内收入70%。由于巴拿马和老白汾没有进行全国化扩张，随着省内市场逐渐成熟和升级转移，增速放缓，占比持续下滑，巴拿马+老白汾系列占比约35%左右，增速15-20%。

巴拿马系列推进全国化布局，腰部产品增长空间打开。公司自2017年启动巴拿马系列新品（替代原金奖系列），布局100-400元价格带参与差异化竞争。通过实施

“代理商盈利高10%、终端利润高10%、终端拜访人员收入高10%以及同样目标区域投入高10%”的激励措施抢占市场份额。2019年开始，巴拿马系列在环山西市场上市，作为青花下沿产品，开启全国化布局，受益于省外青花拉力贡献，巴拿马系列增长有望提速。

老白汾通过渠道下沉固守市场，未来收获消费升级红利。老白汾为公司面向山西和周边市场的 100-200元左右的价格带存量市场产品，2019年老白汾在山西和河南等传统强势市场收入规模20亿。通过渠道下沉和产品更新升级，守住青花和巴拿马系列留下的价位空挡。未来将享有山西省内消费升级、省外渠道扩张的红利，稳步增长可期。

4.底蕴深厚：拥有领先主要竞品的品类和品牌基础

4.1 香型和品质优势：最接近国际香型 年轻群体接受度高

浓香型、酱香型及清香型是传统中国白酒三大香型。上世纪 80 年代，清香型白酒占据国内白酒主导地位，以汾酒为代表的清香型白酒市场份额高达 70%以上。此后，浓香型白酒逐步占据行业主流，代表企业包括五粮液、泸州老窖、剑南春、洋河及古井贡酒等。目前浓香型市占率约 60%-70%，清香型市占率约 10%，酱香型约 10%，其余为兼香型、凤香型、米香型等。

在特定的时代背景下，汾酒通过全国化强化了其品牌力，从而引领白酒在过去的香型消费趋势。反过来，在“过剩经济”时代，酱香型白酒巧妙利用其工艺特征为产品打上了“稀缺性”的属性，完成了品类和品牌的“高价值化”。目前随着牛栏山全国化布局初步完成（2019 年销售破百亿）以及汾酒的强势反弹，清香型的消费趋势呈现方兴未艾之势。

表13：清香型与浓香型、酱香型工艺等比较

香型	口感风格	主要原料	工艺	发酵设施	代表企业
浓香型	酒香浓郁、口味丰满、入口绵甜	高粱、大米、糯米、小麦、玉米	五粮经过 40-60 天发酵蒸馏	泥窖	五粮液、泸州老窖、剑南春、洋河、古井贡酒
清香型	入口绵甜、清香纯正、醇甜柔和、自然协调、余味爽净	高粱	高粱为主，大麦青稞豌豆为曲，经约 28 天发酵蒸馏	陶瓷地缸	汾酒、牛栏山、红星二锅头、衡水老白干
酱香	酒体醇厚、酱香突出、香味细腻	高粱、小麦	分八次发酵，每次历时一个月	石窖	贵州茅台、郎酒

资料来源：酩悦公众号、申港证券研究所

从标准角度，汾酒是清香国标制定者，并不断标准升级，2015 年汾酒宣布执行“严于国际标准”的内控标准。汾酒现共有 2182 项标准，其中技术标准 708 项，管理标准 201 项，工作标准 1273 项。

从工艺角度，汾酒最卫生，最健康，因此汾酒在营销上，概括总结出汾酒四最特征，“最干净、最纯正、最健康、最文化”，其中前三最都和工艺、原料有关。

表14：汾酒独特的四最

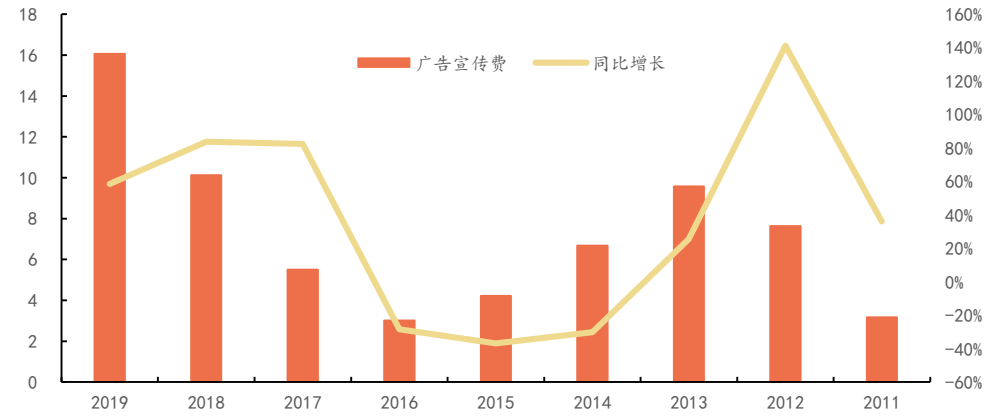
四最		内涵
第一最	最干净	俗话说名酒产地必有佳泉，杏花村水好，杏花村地下水属于深层岩溶水，天然优质矿泉水；辅料干净，辅料选用宁夏河套地区终止的水稻稻壳和本地优质谷糠；原粮干净，制曲的大麦和豌豆来自祁连山下甘肃省永登县和山丹县，农品质量高；汾酒酿造用的高粱种植基地在内蒙古草原和昼夜温差大的东北、品质高、无农残；工艺和器具干净
第二最	最纯净	清香就是花香，是大自然的味道，汾酒的香是清香，是天然的香味，杏花村属于黄土高原，土层中有大量孢粉和花粉，深藏地下，汾酒酿造用的水就是熔岩水。 汾酒遵循“两次发酵、两次蒸馏”，第二次加酒曲和辅料再次发酵蒸馏后酒精就会丢弃，避免了多次发酵蒸馏后的杂味渗入酒体影响汾酒纯正的味道。
第三最	最健康	汾酒的原粮基地干净、绿色、纯天然、无污染，基本无农残 科学检测表明，汾酒酒体中大部分视频安全指标均高于国家和行业标准。酒体中的有益物质的总酯含量达到每升 4.4 克，高出国家标准 4 倍。有害物质比国家标准低四分之三。
第四最	最文化	1500 年成名史，南北朝汾酒即入宫廷，计入二十四史，汤诗人杜牧所写的清明诗，将杏花村美名远播。晋商行天下，对汾酒酿造工艺进行了全国范围的输出。1915 年巴拿马万国博览会勇夺甲等金质大奖。第一次政协会议国宴用酒。蝉联五届国家评酒“国家名酒”。

资料来源：汾酒文化研究中心、申港证券研究所

4.2 品牌持续投入助力复兴和全国化

国改三年期间，公司聚焦品牌建设，通过持续的广告投入和开展“行走的汾酒”等文化传播活动，促进品牌价值回归。2019年汾酒品牌价值达377.27亿元，较2017年增加214.44亿元，排名上升76位。2017年以来，公司通过挖掘“品质、文化、历史”等核心优势，赞助各类文化活动，彰显汾酒文化底蕴、塑造品牌形象。2017年公司亮相欧亚经济论坛，2018年开展“让世界看到骨子里的中国”全球文化交流活动，冠名央视《启航》、《朗读者》等节目。此外，公司加大广告宣传费用投入，通过电视硬广、地铁高铁广告等进行多平台覆盖式投放，广告费用从2016年的3.02亿提高至2019年的16.06亿。

图10：汾酒历年广告宣传费及增长情况



资料来源：公司年报、申港证券研究所

清理非核心产品，实现品牌聚焦。2018年公司股东大会上明确将收回“汾牌”，由开发模式全面转换为定制模式及自营销售，并于8月底前完成品牌梳理，品牌数从2017年1195个缩减至2018年800个以内。2019年汾酒集团品牌管理工作计划再次明确，将于8月底前完成产品瘦身，对非核心产品进行清理，品牌数进一步优化至500个以内。“汾牌”是公司品牌的价值核心，收回“汾”字头将有利于实现品牌聚

焦，促进未来品牌价值持续回归。

“一优三强”酒类品牌一体化运作模式，实现品牌协同发展。2019年，公司成立营销改革办公室，开展“一优三强”酒类品牌一体化运作新模式，加快汾酒与竹叶青酒、杏花村酒、汾牌系列酒资源共享、协同发展，一体化运作也有利于公司对市场运作和销售环节进行统一管控。采用“定制+自营”模式，提高品牌市场管控力。此前，公司汾牌系列酒运作模式以开发品牌为主、自营品牌为辅，现在转化为“定制+自营”模式，该模式下，定制易于追责、避免乱象，自营易于管控市场、精耕细作，提高品牌管控力。

5.渠道与市场：打造渠道硬实力 全国化才入半程

5.1 渠道改革增强硬实力

进入三年国改期机制改革以后，汾酒公司对销售系统进行了大刀阔斧式改革，市场竞争力提升显著。2017 年起，公司在渠道端进行了根本性变化，具体改革内容包括管理层、组阁制、区域战略、营销队伍、流程优化、价格管理费用投放及渠道建设等七大方面。

表15：汾酒销售改革动作

时间	销售管理动作
2014	自 2014 年起加大对晋北市场渠道和终端建设，重塑品牌形象，加速收复晋北市场
	销售公司在全国成立了五大区域事业部和三大直属销售区，并且销售公司的组织架构由过去的“职能制”变革为“事业部制”，下放权力
2016	2016 年开始，公司加快省内渠道下沉，“一百双千”工程有效落地，实现全省 1100 多个乡镇全面覆盖
2017	2017 年，公司继续开拓一千个空白社区或乡镇市场，渠道逐步下沉到县级和乡镇级
	2017 年，公司实行“半控价、全控价”和“价费分离”模式，实现主要产品顺价，确保渠道利润率在 10-15%区间
	2017 年 10 月，公司提出“4221”短期攻坚目标
2018	2018 年，公司坚持“价格刚性、渠道利润、费用落地”三条主线，明确营销系统各级责任和激励措施，对费用审批和核报充分授权，进一步强化对产品价格的管控能力
	2018 年，逐步对全国市场进行全系列产品销售配额制管理，重点管控青花、玻汾系列产品
2019	取消大区管理，建立起以省区为基本管理单元的销售管理模式，垂直管理，进一步提高管理效率和反应速度
	2019 年，针对市场违规行为，公司提出 6 条针对性措施，其中包括“三严禁”：严禁低价倾销，严禁窜货违规，严禁未经授权私自向电商平台供货
	推进“全国范围内客户结构再优化”，淘汰缺乏发展潜力、市场行为不规范客户，引进和发展优质客户，截止 2019 年中报，公司经销商数量减少了 93 家
	提出“1357”三步走的省外市场拓展策略，精耕细作原核心市场，着力开拓新兴市场，一地一策，以核心市场带动周边市场发展
	2019 年起，公司推进“13320”市场布局，2019 年 6 月，重新确立“13313”市场格局
2020	建立省外市场 10 个直属管理区，精耕市场，进行关键资源整合

资料来源：申港证券研究所

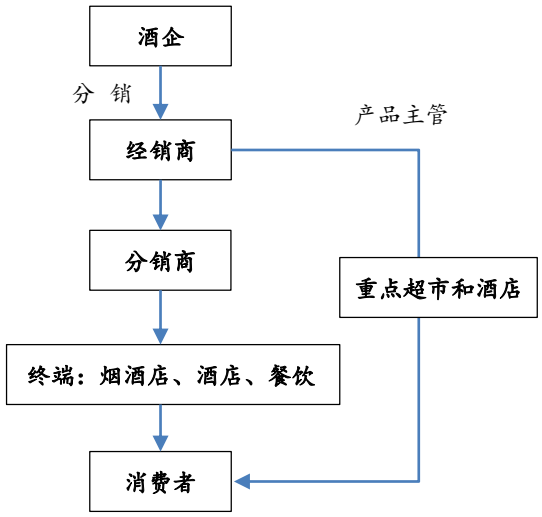
汾酒在渠道上的变革侧重解决公司营销体系问题：1、体制僵化，营销团队战斗力弱积极性差；2、营销体系不够扁平，市场反应速度慢；3、主打产品利润低，渠道推力差；4、营销政策不分区域，缺乏灵活性。

渠道架构扁平化、精耕市场

省内渠道建设扁平化，直分销模式强化终端掌控。省内采用直分销模式，公司设

立产品主管，协助经销商对重点酒店、KA 商超等重点终端进行直销，同时设立分销代表协助分销商开展深度分销，掌控不同类型终端。以厂家直销重点终端为切入点，打造品牌形象和市场氛围，支持产品快速启动，形成对分销渠道的销售拉力，有助于渠道下沉和渠道精细化运作。

图11：省内直分销模式



资料来源：申港证券研究所

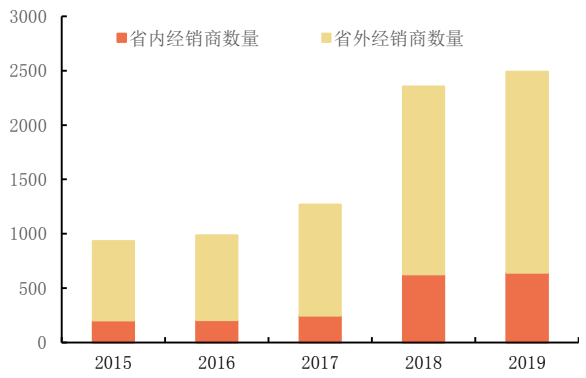
省外区域垂直管理，切分招商，进一步提高管理效率。2014 年，汾酒在全国成立五大区域事业部和三大直属销售区，形成以大区为基本管理单位的销售模式，权限下放至各区域市场前沿，提高销售组织的反应和决策速度。2019 年，取消大区管理，建立起以省区为基本管理单元的销售管理模式，垂直管理，进一步提高管理效率和反应速度。2020年建立省外市场10个直属管理区，精耕市场，进行关键资源整合。招商方面改变省外过去依赖大商，只做青花的粗放模式，环山西市场扁平化招商，基本下沉至县级。

渠道管控严保利润恢复。

- 2016 年公司开始逐步加强防窜货管理，对核心产品进行规格和价格上的区分，持续强化对于渠道行为的管控；
- 2017 年以来实行“半控价、全控价”的价格管控模式，基本实现主销产品的顺价销售；
- 进入 2018 年，公司进一步明确了营销系统各级责任，对市场费用审批及核报充分授权，确保费用落地，进一步提升产品价格管控能力；
- 2019 年 3 月，公司再次整顿市场，提出“三个严禁”：严禁低于红线价格的低价倾销行为、严禁跨区域销售的窜货违规行为、严禁未经授权私自向电商平台供货。

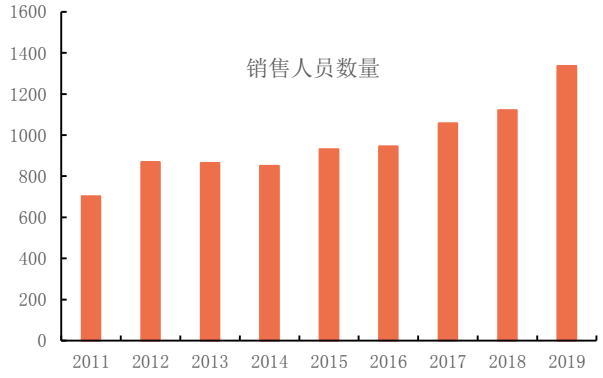
渠道网络扩张，渠道资源极大提升。截至2019年，汾酒经销商数量已达到2489家。相比2015年大幅提升。根据2019年底汾酒经销商大会的数据，2019年汾酒专卖店数量由400多家增长至900多家、营销人员加地推人员扩张到近4000人、汾酒亿元以上市场数量翻了一番，达到18个。

图12：省内外经销商数量快速增长



资料来源：公司年报、申港证券研究所

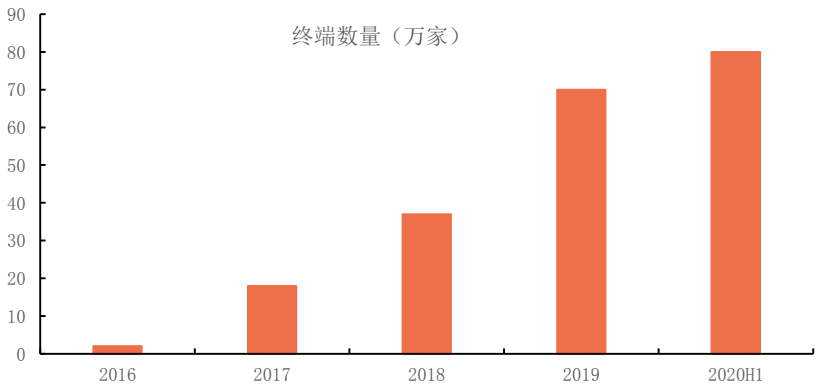
图13：销售人员增长迅速



资料来源：公司年报、申港证券研究所

提高零售渠道占比，重视终端把控。2014年前，团购渠道占汾酒省外销售的90%以上。受制于“一条腿”走路的模式，行业调整期政务、国企等团购大幅下滑，导致汾酒省外市场严重萎缩。2017年以来，公司进行渠道转型，加强省外终端建设及地推工作，2016年公司掌控终端2万家，2017年底量达17.4万家，2018年底增至30万家，2019年达到70万家，2020年上半年突破80万家，实现了“团购+终端零售”平衡发展。

图14：终端数量急剧增长



资料来源：公司公告、申港证券研究所

5.2 省内市场：基本盘稳固

5.2.1 省内市场龙头地位稳固

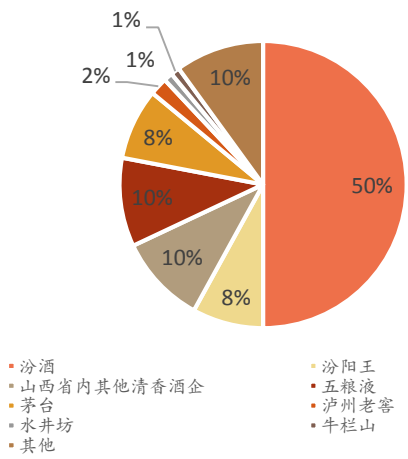
山西省以清香型白酒为主，清香占比达到 90%左右，消费惯性强。从省内竞争格局看，汾酒占据省内市场半壁江山，市占率超 50%，山西本地另一品牌汾阳王市占率接近 8%，其他清香型白酒企业占比合计 10%左右，剩下的 30%市场由茅台、五粮液、老窖等外来品牌分割。

从区域来看，晋中与晋南以清香型白酒为主，汾酒地位不可撼动，另外汾阳的汾阳王亦有部分市场（体量约 8 亿）；晋北由于 98 年朔州假酒案，汾酒市场下降较多，五粮液、泸州老窖、剑南春等外来名酒通过晋北进入山西，占据一定市场份额，同时晋北传统名酒梨花春也有一定体量（香型介于浓香和清香之间，规模约 3-4 亿）。

从价格带看，高端的除茅五外，汾酒的青花以及老白汾牢牢占据 200-600 的价格带（五粮春、剑南春在晋北中高端市场形成竞争）。本地其他白酒和外来品牌，汾阳王、牛栏山等主要在低端市场进行竞争，但体量规模远低于玻汾。

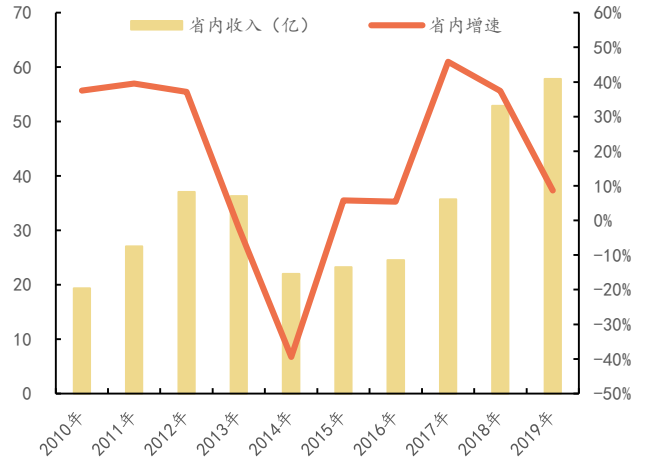
整体来看，汾酒在山西省内龙头地位稳固，基本盘十分扎实，竞争压力较小。

图15：2019 年山西酒企市场占比情况



资料来源：申港证券研究所

图16：省内市场营收及同比增长



资料来源：公司公告、申港证券研究所

受益煤炭经济回暖+消费升级，省内消费需求强劲，省内营收达到历史高点。2016年后经济回暖叠加供给侧改革，煤炭价格见底回升，煤炭行业业绩改善推动山西经济复苏。这为汾酒省内复兴提供有利的市场环境，商务宴请活动增加也极大拉动了省内青花系列、金奖20的消费需求。

另一方面，随着经济好转人均收入水平提升，山西省个人消费也开始从50元玻汾向100元以上的老白汾和巴拿马金奖升级，主流消费价格带逐步上移为汾酒的产品结构升级创造了空间。

渠道深耕基础好，基础更加扎实。公司自2014年起加大对晋北市场渠道和终端建设，重塑品牌形象，加速收复晋北市场。2016年开始加快渠道下沉，“一百双千”工程有效落地，全省1100多个乡镇全面覆盖。2017年，公司继续开拓一千个空白社区或乡镇市场，渠道逐步下沉到县级和乡镇级。至2018年省内实现产品全程追溯，渠道的严密性大为增强，区域之间的窜货减少，目前山西市场基础坚实，稳中有升。

5.2.2 为全国化提供坚实保障

在经济回暖+消费升级+渠道建设三重作用下，省内销售收入自 2017 年起开始快速增长，2016-2018 年，省内收入复合增速达 46.9%。并且以老白汾、金奖 20、青花系列为代表的中高端白酒呈现更快增速，产品结构升级趋势向好。山西省作为汾酒牢固的基地市场，为公司提供有力的收入支撑，为今后的全国化扩张提供坚实保障。

5.3 省外扩张：全国化才下半程

5.3.1 布局清晰 节奏明确 省外上升空间大

2019 年起，公司推进“13320”市场布局，针对“1+3”板块市场（山西大本营和豫鲁、内蒙陕西、京津冀华北三大环山西板块）。针对“3+20”市场（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），在现有的千万级规模的地级市场中进行重点市场筛选打造，力求在省外市场逐步形成点状布局、梯度推进、局部突破的市场新格局。

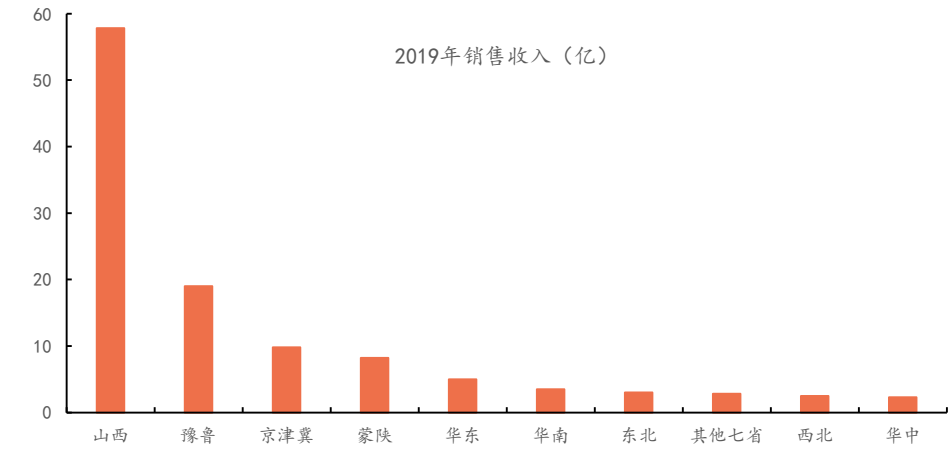
2019 年 6 月，公司重新确立“13313”市场格局，分别是大本营市场，三大重点板块，三小市场板块（华东、两湖、东南），13 个机会型省外市场，华东、湖南、湖北等为重点开发城市。

图17：13313 市场布局、省外市场聚焦突破



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图18：2019 年各板块销售情况



资料来源：微酒、申港证券研究所

13313 市场布局，聚焦突破、节奏有序，全国化上升空间可期。汾酒的全国化呈现出“以点带面、从线到片、层层递进”的特征。

5.3.2 环山西市场打造样板市场

环山西市场无地产强势龙头，拥有天然开放优势。环山西板块是汾酒省外重点市场，主要包括以京津冀为中心的华北板块、以河南和山东为核心的鲁豫板块、以陕西和内蒙为核心的西北板块。

◆ 环山西市场（京津冀、鲁豫、陕蒙市场容量超过 1000 亿）均为天生的开放和半

开放市场，当地缺乏强势地产酒的封锁使得其外扩阻力相对较小，而通过基地市场操作方法的不断复制和资源积累，可为其南下提供足够的资源输出。

- 环山西市场汾酒的消费者基础好，品牌认可度高，渠道网络相对完善，将是汾酒为今后全国扩张重点打造样板市场。

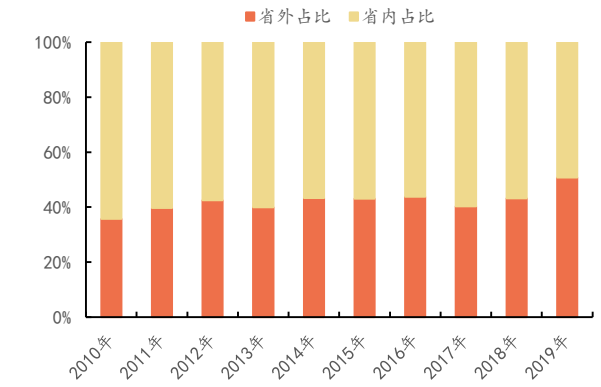
表16：环山西市场为天然开放市场，规模大且无当地强势主导品牌

省份	市场规模（亿元）	当地代表品牌	汾酒营收规模(亿元)
内蒙古	100	河套	4.5
陕西	100	西凤酒	2
河南	400	宋河、仰韶、赊店、宝丰	13
北京	250	牛栏山、红星	5
天津	35	沣酒、芦台春、百年渔阳	3
河北	120	老白干、板城烧锅	4.5
山东	350	景芝、泰山、兰陵、趵突泉、古贝春、扳倒井、花光	7.5
合计	1355		39.5

资料来源：公司公告、官网、申港证券研究所

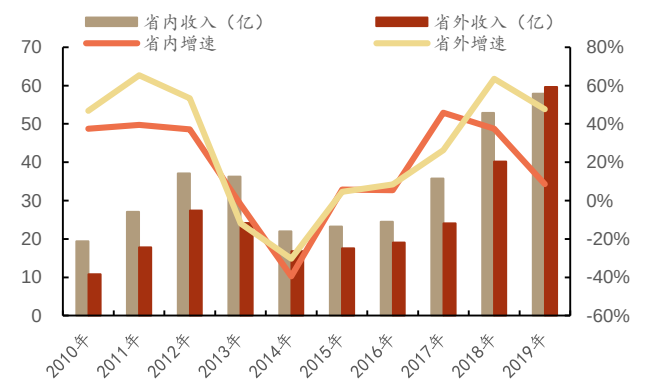
环山西市场分策打造，省外扩张潜力大。2017年起，公司重点发展环山西市场，按照市场特点分策打造。因地制宜制定产品组合策略。公司通过青花+玻汾两款不同价格带的产品根据当地市场特点有差异化的产品组合，更好的起到推广效果。如河南人口基数大、消费水平低，则采取玻汾铺路导入青花的模式；京津经济水平较高，则采用青花高举高打，玻汾顺势跟进的方式进行市场开拓。

图19：省外销售占比 2019 年超越省内



资料来源：公司年报、申港证券研究所

图20：省外销售增速 2018 年起超过省内



资料来源：公司年报、申港证券研究所

5.3.3 启动长江以南市场 开启省外第二增长极

相比较北方市场，汾酒在南方市场品牌基础和市场基础较弱，公司通过几年的市场培育已经取得了长足的进步，从 2016 年至 2019 年，上海市场增幅 422%、江苏市场增幅 305%、安徽市场增幅 294%、浙江市场增幅 353%，华东三省一市合计收入规模将近 5 亿元。但对于寄希望于更大发展的汾酒而言是远远不够的，未来汾酒将在华东市场谋求更大的市场份额。

2019 年 3 月汾酒经销商大会上，汾酒针对华东市场提出“过长江、破华东、占上海”

的战略。2019 年 12 月，汾酒召开“长三角珠三角重点市场营销工作推进会”，对长江以南市场的新一轮拓展布局，江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 省份 35 城被汾酒划定为长江以南核心市场重点布局，确立三年平均增速超 50%的目标，创造长江以南增长极。

华东市场是全中国消费能力最强的地方，是一线酒企想要实现全国化必须攻克的高地。华东市场白酒容量大，消费价格带高，外来名酒多竞争也相对激烈。攻下华东市场，有利于推动汾酒高端产品和品牌打造，是汾酒实现伟大复兴的必经之路。

表17：华东市场消费空间大

省份	市场规模（亿元）	当地代表品牌
江苏	500	洋河、今世缘
安徽	300	古井、口子窖、迎驾贡酒
上海	200	全国化名酒
浙江	300	全国化名酒
合计	1300	

资料来源：华夏酒报、申港证券研究所

6.看未来：汾酒何以再铸辉煌？

6.1 产品渗透提结构

6.1.1 清香大市场不断提升 为增长打开空间

清香型白酒市场规模仍有上升空间。中国白酒香型中，浓香型、酱香型、清香型、为基本香型，清香型白酒以清香纯正、醇甜柔和、自然谐调、余味爽净著称。2017 年浓香型白酒销售额约占 70%，酱香型占 15%左右，清香型约占 12%。目前清香型占比较小，随着汾酒、老白干、牛栏山、红星等清香型白酒在全国的铺开和消费者培育，清香型市场规模将逐步扩大。未来仍有上升空间：

- 1）上世纪 70 年代，清香型曾经占市场份额的 70%，群众基础好；
- 2）清香型清香淡雅、自然谐调的口感更受 80 后和 90 后年轻消费群体喜爱；
- 3）清香型接近国际烈酒口味，适用于做鸡尾酒基酒，未来可占据国际市场份额；
- 4）与浓香和酱香相比，清香型白酒生产周期短、产量大、成本相对低的优势，能保障高品质同时充分满足市场需求。

汾酒拥有清香型次高端第一品牌，差异化优势明显。其余竞争对手基本为浓香，消费者的香型粘性决定消费者有清香型消费需求时，只有青花能满足其需求，因此青花系列在次高端市场的清香型领域拥有独一无二的香型差异化优势。消费市场对清香型白酒的消费粘性和清香市场规模的逐步扩大将为汾酒规模上升拉高空间。

表18：白酒主要香型及其占比

香型	行业占比	代表企业	未来发展
浓香型	60-70%	五粮液、泸州老窖、剑南春、洋河、古井贡酒	浓香型竞争激烈，随着其他香型份额提升，占比或有所下降
清香型	12%	汾酒、牛栏山、红星二锅头、衡水老白干	口感易接受，消费需求有所回升，市场占有率有望提升
酱香	15%	贵州茅台、郎酒	香型口感独特而富有粘性，消费群

香型	行业占比	代表企业	未来发展
			体逐步扩大，占比将稳中有升

资料来源：行业研究、申港证券研究所

6.1.2 青花将延续量价齐升 继续提高次高端份额

青花系列提价，青花 30 冲击高端提品牌、青花 20 打开次高端成长空间。青花于 2020 年 6 月大幅上调出厂价格，其中：

- 53 度青花 30 涨价 100 元/瓶；
- 48 度青花 30 涨价 100 元/瓶；
- 53 度青花 20 涨价 30 元/瓶；
- 42 度青花 20 涨价 15 元/瓶。

随着品牌价值回归，汾酒每年控货挺价已成规定动作。此次提价，给中秋国庆期间的价格整体预期、留足调整空间。

2020 年，公司策略从“抓两头带中间”转向“拔中高控底部”。将重点聚焦高端青花、控量玻汾，目标今年青花 20 和 30 双十亿增量，销售口径突破 50 亿大关，波汾将控量，保持稳中有升即可。公司将对青花 20 和 30 细化分离运作，预计 2020 年青花将继续保持较高增速。

次高端扩容，汾酒在次高端继续提高份额。目前次高端市场竞争激烈，既有国缘、古井等拥有稳固大本营市场的强势地产酒，也有梦之蓝、剑南春、等有渠道完成全国化布局的老牌全国化名酒。目前剑南春和洋河均到达了百亿销售规模，其他一些区域性强势品牌如古井、今世缘目前规模相对较小。对于区域性强势品牌来说，品牌力要从区域范围辐射全国具备一定的难度。公司作为老名酒品牌力有坚实基础，且2009 年开始就对青花系列进行大量广告投入，青花品牌具备辐射全国的品牌力。未来有望通过品牌优势持续享受次高端扩容红利，开拓省外空白市场，深耕省外强势市场，提升次高端市场占有率。

青花系列在 2019 年控货主动放慢节奏后再次快速上量。**目前青花在整体次高端市场中占比约为 6%左右，与汾酒的行业地位严重不符。**预计在未来，青花系列依旧有望保持 30%以上的高于行业的增速。

6.1.3 高线光瓶酒玻汾成大单品可期

公司对玻汾实行快消品的运作模式，积极拓展终端网点，保持高周转快动销。目前玻汾具备进一步突破的潜力：

- 1）汾酒的品牌力与产品力在现有光瓶酒市场对竞品形成了明显的优势；
- 2）玻汾省外共有 20 个地级市场销量达到了 2000 万以上，具备进一步发展的基础；
- 3）与华润的渠道整合，目前已在雪花啤酒的渠道中植入玻汾，市场反馈良好，未来将在华润万家等全国化现代渠道中进行导入，帮助玻汾更快进行全国化。

目前百元以下光瓶酒市场已呈现加速集中和升级态势，50-60 元价格带扩容趋势明朗，汾酒作为此价格最具性价比的产品将受益于光瓶酒市场扩容、全国化推广，保持领先于光瓶酒行业增速持续增长（未来三年光瓶酒市场规模有望由千亿规模扩容

至约 1500 亿元，年复合增速约 15%）。

对标牛栏山，玻汾具备百亿大单品潜力。结合国内光瓶酒趋势和玻汾品牌潜力，玻汾中长期具备成为百亿大单品基础。

6.1.4 省内结构升级 省外份额提高 汾酒增长路径明确

目前公司在省内主要以中低端为主，高端被五粮液、洋河等全国化酒企及下沿产品占据。目前青花省内占比 25%，约 7 亿元规模。省内产品销售以老白汾、巴拿马为主，青花具备清香型优势，省内产品用青花取代巴拿马等产品升级需求明确。省内产品结构升级，是汾酒完后 4421 目标中高端产品结构提升至 70%的路径之一。

目前公司全国化省外占比刚刚超过省内，未来省外不断提高份额占比，是汾酒完成70%省外销售占比目标的全国化下半程.

表19：4421 攻坚目标

2017 年提出的“4421”攻坚目标	四个翻番	以 2017 年为基数，实现酒类收入、利润、原酒产能和上市公司市值的翻番
	四个一流基地	建成原粮、原酒、包装、旅游四个一流基地
	两个优化	产品结构优化：中高端产品销售占比从 40%提高到 70%以上 市场优化布局：山西省内外产品销售占比达到 3:7
	第一方阵	综合竞争力进入白酒第一方阵

资料来源：公司公告、申港证券研究所

6.2 全国化再入下半程

6.2.1 百亿之后长江以南市场打造第二增长极

2020 年汾酒全国化进程再迈进一步，将省外发展重心落在长江以南，在原有 1+3 大板块的基础上，启动江浙沪皖、湘鄂、粤闽琼三个小板块市场，其中江苏、浙江、上海、安徽、广东等 5 省 35 城被汾酒划定为长江以南核心市场重点布局，实现“三年平均增速超 50%”等目标。同时相比较公司过去重点发力的长江以北市场，长江以南市场经济水平更高，为公司推广高端青花系列创造良好的市场条件。

汾酒在 2020 年加大在长江以南市场的支持力度，强化与华润在南方市场的渠道合作、适量增加五省营销人员数量、投入前置费用支持加大、优化激励机制提升团队积极性。过去三年，通过对南方五省差异化的市场操作策略，汾酒已经取得了在局部市场点的突破，接下来汾酒将以点改面，实现长江以南市场“质”的突破，为汾酒全国化运作打下关键之战。

6.2.2 环山西降速提质 华东高速增长 市占提高空间大

2019 年环山西三大板块中京津冀、豫鲁随着基数变高增速放缓至约 20%，保持稳健增长，蒙陕板块仍保持 80%以上高速增长。据统计，环山西市场七个省市常住人口合计 3.7 亿，GDP 总量达 2.5 万亿元，人均 GDP 约为 6.7 万元，白酒整体容量达 1300 余亿元。按照汾酒 8%市占率测算，未来汾酒在环山西市场销售规模体量将达到 100 亿元，较现在仍有 2 倍的提升空间。

华东市场三省一市白酒整体容量达 1300 亿元。根据酒业媒体数据，2016 年至 2019 年，汾酒在上海市场增幅达 422%，在江苏市场增幅达 305%，在安徽市场增幅达 294%，在浙江市场增幅达 353%。按照汾酒 5%市占率测算，未来汾酒在华东市场

销售规模体量将达到 65 亿元，提升空间巨大。

6.2.3 各区域针对性策略确保全国化顺利拓展

汾酒根据各区域，提出针对性产品、渠道、经销商发展策略，形成各板块和区域间联动协同发展，逐步培育成熟。整体上，通过对山西大本营市场和三大板块渠道优化，实现北方市场的协同联动。

表20：各区域针对性市场策略

区域市场	重点市场	具体策略
大本营市场	山西省	优化经销商结构，着力于渠道与产品经销商拆分补充
三大板块市场	京津冀、鲁豫、陕蒙	现有经销商优胜劣汰，聚焦核心市场，打造样板区域
五小板块	广东、江苏、辽宁、浙江、上海	区域扩张与样板打造同步进行
其他版块	其他渗透率低的区域市场	仍然以区域扩张为主要工作，样板市场在精不在多

资料来源：公司公告、申港证券研究所

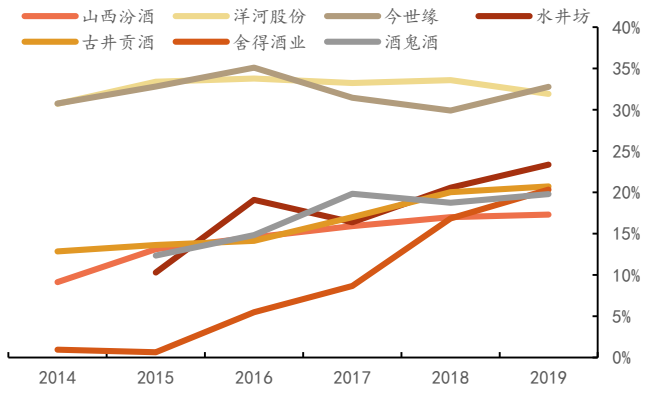
6.3 财务分析：提毛利降费用 净利润提升空间大

汾酒与次高端阵营主要竞争对手相比，净利润率水平不算优秀，未来提升空间大。主要可通过提升产品结构进而提升整体毛利水平。公司的期间费率偏高，未来销售费用迈过投入拐点后也有望得到改善。

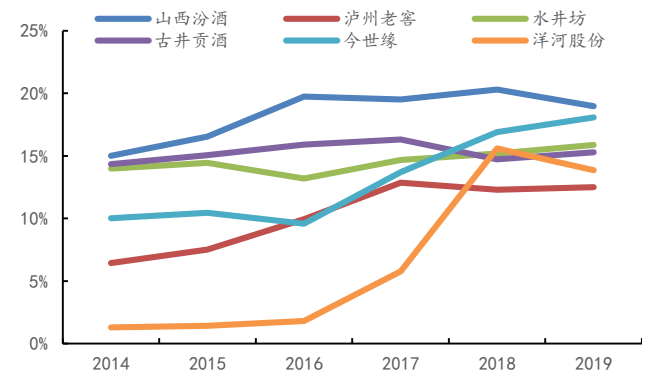
- 公司拔中高控底部的产品策略，实现 2020 上半年青花超过 30%的增长，产品结构稳步提升。随着青花等高端产品占比逐步提高，将促进整体毛利率提升。
- 从经营税金及附加比率来看，公司 2014-2019 年均高于主要竞品企业。2020 年上半年，公司营业税金及附加比率降低至 13.63%，同比降低 3.2pct，低于 2019 全年的 18.97%的水平，税金比率的降低也将改善公司盈利水平。
- 同时，销售费用随着公司省外市场打造、青花等产品消费氛围逐渐成熟，将迈过持续投入的拐点。此外，整体收入快速增长将摊薄费用，使该部分费率稳步降低。

图21：汾酒净利率低于次高端主要对手

图22：汾酒营业税金及附加比率高于主要竞品企业

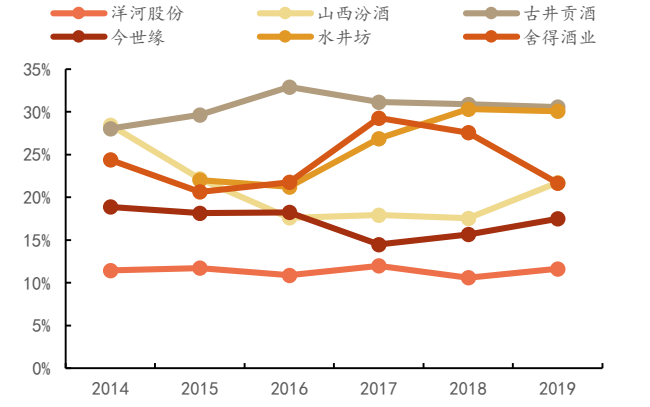


资料来源：公司年报、申港证券研究所



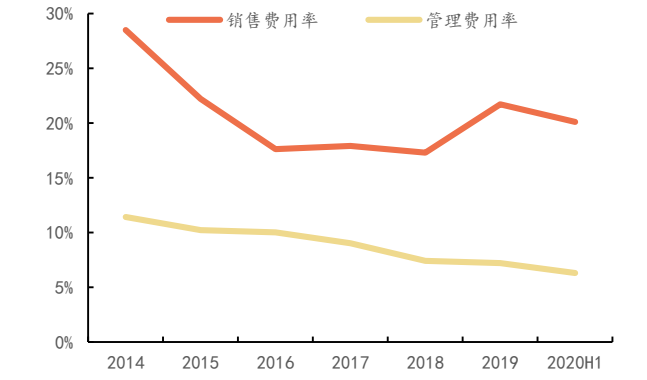
资料来源：公司年报、申港证券研究所

图23：汾酒销售费用率同业对比



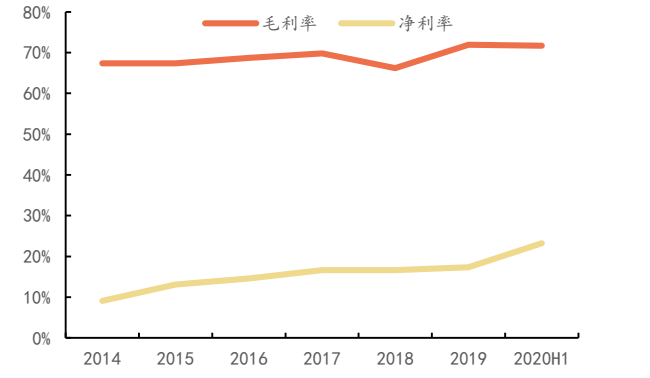
资料来源：公司年报、申港证券研究所

图24：销售费用率、管理费用率水平



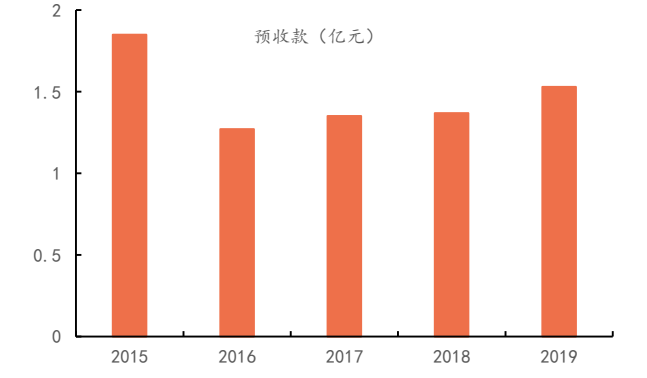
资料来源：公司年报、申港证券研究所

图25：利润水平持续提高



资料来源：公司年报、申港证券研究所

图26：预收账款稳步提升



资料来源：公司年报、申港证券研究所

7.盈利预测

百亿之后，汾酒实行聚焦青花和玻汾“拔中高控底部”的产品战略，受益于省内消费升级及省外尤其是长江以南市场的快速扩张，青花放量增长仍将持续。青花在整体次高端市场占比基数较低，与品牌和产品应有份额不符合，仍有很大上升空间。玻汾在高线光瓶酒中竞争力突出，全国化渠道逐步成熟，未来增速放缓保持

稳健增长。

对未来公司经营情况假设如下：

成长性：

1、青花系列：汾酒拔中高控底部产品策略，聚焦青花，随着，受益于消费升级和泸州老窖国窖等涨价留出的空间，次高端将不断扩容。进入2020年青花系列提价、省外市场扩张迅速。青花产品销售有望持续增长，预计2020-2022年增速32%、30%、27%。

2、巴拿马和老白汾。巴拿马开始走出山西，作为青花下沿产品进行全国化布局，受益于全国化布局和青花带动，预计巴拿马营收2020-2022年增速5%、17%、18%；老白汾增长主要来源于省内渠道下沉，未来承接玻汾消费升级，预计2020-2022年营收增速4%、10%、10%。

3、玻汾：玻汾连续三年高速增长后，产品策略调整为控量，玻汾未来降速保持自然增长，预计2020-2022年增速20%、20%、18%。

4、竹叶青：开启全国化模式，打造市场化合伙人、经销商战略联盟，预计2020-2022年营收增速30%、30%、25%。

5、汾牌和杏花村：纳入上市公司产品结构统一管理后保持年均5%的增长。

盈利能力：

1、毛利率：产品策略聚焦青花，青花提价及占比提高势必带来整体毛利率的提升，预计毛利率将逐年提升，2020-2022年可到71.7%、72.1%、73.4%。

2、销售费用率：公司近年开拓省外市场、产品提档升级等动作，在销售费用上投入较大。预计随着全国化下半程开拓市场和竞争需要，整体销售费用保持稳定。未来随着整体销售快速提升将摊薄销售费用，预计销售费用率逐年下降，2020-2022年分别环比下降1.3、1.1、0.8 pct。

3、管理费用率：随着公司严控会议费等大额开支，费用率预计同比下降，2020-2021年可环比下降0.3、0.2pct。

表21：公司收入与业绩预测假设（亿元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	93.8	118.8	138.5	163.5	194.3
YOY	55.4%	26.6%	16.6%	18.1%	18.8%
毛利率	66.2%	71.9%	71.7%	72.1%	73.4%
白酒（含配制酒）	92.9	118	138.7	163.7	194.5
YOY	55.4%	27.0%	17.5%	18.1%	18.8%
青花	21.8	28.3	37.4	46	58.4
YOY	76%	30%	32%	30%	27%
巴拿马	16.8	19.4	20.3	23.8	28.1
YOY	42%	15%	5%	17%	18%
老白汾	17.8	21	21.8	24.0	26.4
YOY	43%	18%	4%	10%	10%

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
玻汾	22.7	34.1	40.9	49.1	57.9
YOY	32%	50%	20%	20%	18%
配制酒	3.4	5.5	7.1	9.3	11.6
YOY	51%	62%	30%	30%	25%
其他（杏花村、汾牌等）	10.4	9.8	10.3	10.8	11.4
YOY	33%	-6%	5%	5%	5%
其他业务	0.93	0.76	0.8	0.8	0.8
YOY	66%	-18%	5%	0%	0%
销售费用率	17.5%	21.7%	20.4%	19.3%	18.5%
管理费用率	7.4%	7.2%	6.9%	6.7%	6.7%
归母净利润	14.67	19.39	26.6	35.3	45.7
YOY	55.4%	32.2%	37.1%	32.8%	29.4%

资料来源：公司年报、申港证券研究所

表22：公司盈利预测表

利润表					单位:百万元	资产负债表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9382	11880	13846	16353	19428	**流动资产合计**	9016	12642	15317	18703	23033
营业成本	3170	3336	3921	4556	5176	货币资金	1296	3964	6521	8001	11021
营业税金及附加	1796	2253	2285	2486	2914	应收账款	11	6	12	11	15
营业费用	1627	2581	2825	3156	3579	其他应收款	34	35	40	48	57
管理费用	628	855	955	1096	1302	预付款项	104	130	140	163	185
研发费用	12	22	26	26	27	存货	3156	5258	5042	6520	7032
财务费用	-27	-103	-65	-84	-74	其他流动资产	719	522	835	986	1171
资产减值损失	2	0	0	0	0	**非流动资产合计**	2813	3425	3339	3397	3356
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	4	0	0	0	0
投资净收益	1	-98	-48	-73	-61	固定资产	1599	1619	1531	1529	1472
营业利润	2177	2843	3854	5049	6448	无形资产	223	313	301	288	277
营业外收入	1	3	5	4	4	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	4	1	2	2	2	其他非流动资产	83	113	127	150	178
利润总额	2174	2845	3857	5051	6450	**资产总计**	11829	16068	18656	22100	26389
所得税	615	792	1041	1313	1613	**流动负债合计**	5309	8389	8107	9018	10038
净利润	1560	2054	2815	3738	4838	短期借款	0	0	0	0	0
少数股东损益	93	115	158	209	271	应付账款	854	1974	1665	1935	2198
归属母公司净利润	1467	1939	2658	3529	4567	预收款项	1653	2840	2875	3395	4034
EBITDA	2514	3186	3939	5130	6542	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS（元）	1.69	2.23	3.05	4.05	5.24	**非流动负债合计**	38	55	55	55	55
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						**负债合计**	5347	8443	8162	9072	10092
营业收入增长	55.39%	26.63%	16.55%	18.11%	18.81%	少数股东权益	267	178	335	545	816
营业利润增长	57.20%	30.61%	35.53%	31.02%	27.70%	实收资本（或股本）	866	872	872	872	872
归属于母公司净利润增长	55.36%	32.16%	37.09%	32.77%	29.42%	资本公积	282	132	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	4533	6004	7743	10067	13065
毛利率(%)	66.21%	71.92%	71.68%	72.14%	73.36%	归属母公司股东权益合计	6214	7447	10159	12483	15481
净利率(%)	16.63%	17.29%	20.33%	22.86%	24.90%	**负债和所有者权益**	11829	16068	18656	22100	26389
总资产净利润(%)	12.40%	12.06%	14.25%	15.97%	17.30%	**现金流量表**					单位:百万元
ROE(%)	23.60%	26.03%	26.16%	28.27%	29.50%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
偿债能力						**经营活动现金流**	966	3077	2550	2897	4704
资产负债率(%)	45%	53%	44%	41%	38%	净利润	1560	2054	2815	3738	4838
流动比率	1.70	1.51	1.89	2.07	2.29	折旧摊销	149	141	150	165	169
速动比率	1.10	0.88	1.27	1.35	1.59	财务费用	-27	-103	-65	-84	-74
营运能力						应付帐款减少	1	5	-5	0	-4
总资产周转率	0.90	0.85	0.80	0.80	0.80	预收帐款增加	741	1187	35	521	638
应收账款周转率	829	1395	1552	1438	1500	**投资活动现金流**	-361	28	-113	-296	-189
应付账款周转率	10.64	8.40	7.61	9.09	9.40	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	-1	4	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.69	2.23	3.05	4.05	5.24	投资收益	1	-98	-48	-73	-61
每股净现金流(最新摊薄)	-0.20	2.59	2.93	1.70	3.47	**筹资活动现金流**	-776	-847	120	-1121	-1494
每股净资产(最新摊薄)	7.18	8.54	11.66	14.32	17.76	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	111.04	84.20	61.69	46.46	35.90	普通股增加	0	6	0	0	0
P/B	26.21	22.01	16.14	13.13	10.59	资本公积增加	40	-150	868	0	0
EV/EBITDA	64.28	50.20	39.96	30.40	23.37	**现金净增加额**	-171	2258	2557	1480	3020

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上