

# 2024 年山西汾酒研究报告：清香龙头加速复兴\_灵活布局彰显强 α

## 1. 清香鼻祖底蕴深厚，二次改革重焕生机

### 1.1. “汾老大”几经沉浮，国企改革开启复兴之路

1949-1993 年：产能扩张，“汾老大”开启清香时代。在计划经济时代，清香型白酒凭借出酒率高&生产周期短等特点实现产能快速扩张，从而满足大众消费需求，1985 年汾酒厂成为全国最大名白酒生产基地，全年汾酒产量突破 8000 吨，占当时全国 13 种名白酒产量的一半。90 年代以前，凭借在河南等省外市场长期积攒的良好口碑，汾酒厂产销量多年稳居白酒行业第一，并拥有“汾老大”的称号。在汾酒的带动下，清香型白酒成为当时的第一大香型品类，市场占比一度达到 70%左右。1993 年，山西杏花村汾酒（集团）公司组建山西杏花村汾酒厂股份有限公司，并公开上市发行，汾酒成为全国第一家白酒上市企业。

1994 年-2000 年：内忧外患，民酒战略错失高端先机。

1989 年价格放开后，公司坚持“为民酿好酒”，选择了民酒策略，从而错失占位高端白酒市场的先机。1994 年，五粮液

凭借“OEM+大商制”模式快速实现规模扩张，很快在营收规模上超越汾酒。1998年爆发的山西朔州假酒案波及整体山西酿酒业，汾酒受到严重影响，从行业龙头跌倒第九位。1998年汾酒营收已下滑至2.5亿元，同比下降44.52%。2001年-2008年：发力省外，贴牌经营弊端渐显。进入21世纪，白酒行业迎来迄今为止最繁荣的黄金十年，汾酒乘势而上，抓住高端化、全国化的机会。产品方面，公司推出国藏汾酒、青花瓷汾酒等高档产品，并且开放条码，实现了规模利润的双重增长，但贴牌经营模式弊端渐显，对后续汾酒发展造成品牌稀释等负面影响。市场方面，公司在进一步巩固省内市场的基础上，发力环山西等重点省外市场，2007年省外市场营收提升至48%。

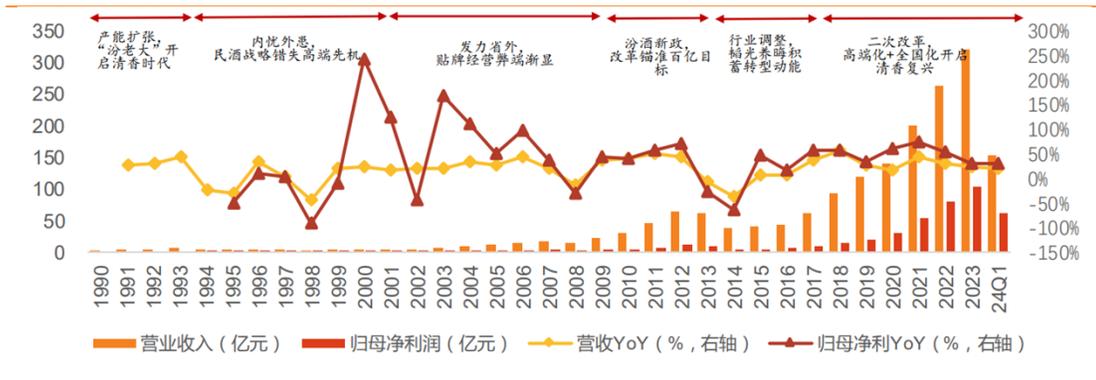
2009年-2012年：汾酒新政，改革锚准百亿目标。2009年李秋喜出任汾酒董事长，推出“汾酒新政”，并提出2015年实现百亿目标。在品牌方面，李秋喜提出围绕汾酒战略定位“国酒之源、清香之祖、文化之根”大力挖掘汾酒文化故事，与中国酒魂挂钩，大幅提升汾酒美誉度；在产品方面，公司着力削减开发品牌数量，聚焦青花高端系列，提升品牌形象。2013年-2016年：行业调整，韬光养晦积蓄转型动能。2013年限三公政策导致白酒行业进入长达3年的深度调整期，同时山西煤炭产业低迷导致政商务需求下滑，山西汾酒整体

发展承压受阻。在此期间，汾酒积极探索转型，积蓄产品动能和品牌势能，一方面加大对粮食基地的投资建设，另一方面提出与国际蒸馏酒食品安全标准接轨的汾酒食品安全内控标准，同时着手推进营销工作升级，通过全国大单品打造、网络与地面终端协同、投入费效比提升等推进市场开拓。

2017年-至今：二次改革，高端化+全国化开启清香复兴。

2017年2月，汾酒集团与省国资委签订了三年任期经营目标责任书，成为省属国有企业中首家目标责任书改革试点。重压之下，汾酒打破僵化体制，激发市场活力，在股权、管理、产品、渠道等方面开启了一轮前所未有的全面改革。

图 1：山西汾酒发展历程



## 1.2. 签署业绩考核责任书，体制机制改革激发活力

签署山西国企改革首份“军令状”，拉开汾酒改革大幕。

2017年2月，山西省国资委与汾酒集团董事长李秋喜签订《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》，按照责任书“权责利统一、对标先进、正向激

励”的原则，制订了汾酒集团 2017、2018、2019 年收入（酒类）增长目标为 30%、30%、20%；三年利润（酒类）增

长目标为 25%、25%、25%，至此国企改革拉开序幕，汾酒开启了前所未有的新一轮全面改革。管理组织层面：组阁聘任能者居上，精简部门焕发活力。公司采用组阁聘任的用人机制，推行职业经理人市场化聘用制度，2017 年 2 月汾酒股份有限公司副董事长、总经理常建伟同时担任汾酒销售公司法人、书记和执行董事，原汾酒销售公司副总经理李俊升任销售公司总经理，领导班子得到优化。同时，公司内部精简职能部门数量，优化治理结构，进一步焕发组织活力，其中汾酒集团总部职能部门减少 60%，股份公司总部职能部门减少 48.27%，总部内设机构减少 80.83%。

激励机制层面：实施核心员工股权激励，激发管理层主观能动性。此次改革中公司将业绩目标实现情况与董事长任职、企业工资总额挂钩，推行股权激励计划，契约化薪酬激励激发营销团队的积极性。2019 年 3 月，公司确定 395 人的股权激励对象名单，授予价格为 19.28 元/股，授予数量为 568 万股，获授限制性股票占当时总股本比例为 0.725%。本次激励人员覆盖范围广、力度大，有效绑定股东利益、公司利益和核心团队个人利益，充分调动管理层和员工的积极性和创造性。随着汾酒市场布局的深化以及产品结构的优化，公司经营业绩高歌猛进，铸就汾酒速度，

2019/2020/2021 年营收达 118.80/139.90/199.71 亿元，三期营收目标均顺利达成。

### 1.3. 引进华润战略投资者，深化混合所有制改革

引进战略投资者，优化公司股权结构。2018 年 2 月，汾酒集团向华润集团旗下的华创鑫睿（香港）转让山西汾酒 11.45% 的股份，引入资本 51.6 亿元，转让后汾酒集团持股比例降至 58.52%，仍为公司第一大股东，华润成为汾酒的第二大股东，混改取得关键性突破，“一股独大”的体制矛盾被打破，股权实现多元化。截至 2024Q1，最新持股比例为汾酒集团持股 56.58%，华创鑫睿持股 11.16%。借鉴华润渠道运营经验，资源整合发挥协同效应。

1) 引资引智，促进人才交流与管理提升：华润派任山西汾酒人事包含参与汾酒最高决策的副董事长、董事、参与经营特别是营销管理的管理者以及大量营销、市场、财务方面骨干团队，有助于完善汾酒的董事结构以及引进营销管理经验。2020 年公司引入华润高端技术人才，推进汾酒数字化建设。

2) 渠道深度融合，实现优势互补：华润拥有啤酒、饮用水、食品在内的全国渠道资源，华润万家门店遍布全国 29 个省、自治区、直辖市和特别行政区，门店分布全国 109 个地级以上城市，门店总数达 3130 家。2020 年青花 30•复兴版成功入驻华润高端超市 Ole’，

实现双方市场深度融合。同时，华润的加入有利于汾酒的全国化布局，帮助开拓香港市场。

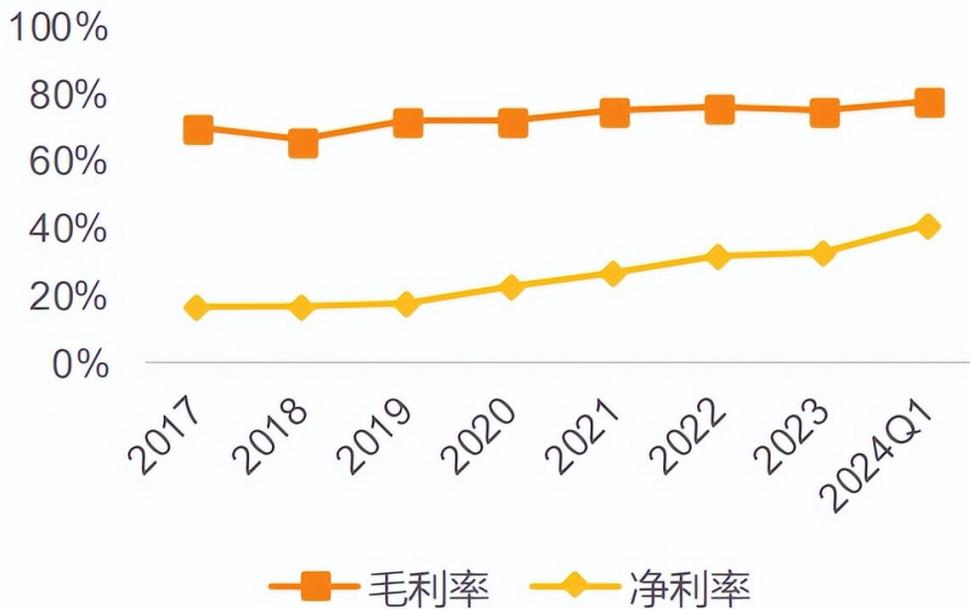
整合主业核心资产，实现资源优化配置。为进一步提升市场竞争力和盈利能力，同时解决同业竞争问题，自2017年以来，山西汾酒通过收购股权、资产、业务整合等多种方式，积极整合汾酒集团公司酒类核心资产，先后收购多项酒类及相关业务资产，交易金额累计近10亿元，至2019年12月，汾酒集团酒类资产全部注入上市公司，集团资产证券化率达到92%，实现整体上市的目标。同时汾酒剥离非主业资产，将与酒业无关资产，按照不同类别采取无偿划转、市场化转让、清算注销等方式进行剥离处置。

#### 1.4. 青花驱动结构提升，业绩高增动能充足

全国化&高端化动能释放，收入利润双高增。2017年二次改革开始后，公司通过打造玻汾、青花两大系列+拓展深耕渠道终端+稳扎稳打开辟省外市场，逐步释放结构动能和全国化动能，整体业绩表现亮眼。从营收角度来看，2024Q1公司营收同比增长20.94%达到153.38亿元，2017-2023年期间CAGR达到31.99%；从盈利角度来看，2024Q1公司归母净利润同比增长29.95%达到62.62亿元，2017-2023年期间CAGR高达49.26%，主要系青花系列放量推动产品结构上行+管理销售费用优化。

费用效率持续提高，盈利能力仍存上行空间。2018 年以来公司毛利率及净利率持续提升，2018-2023 年期间毛利率/净利率分别提高 9.09/16.13pcts，2024Q1 毛利率/净利率分别达到 77.46%/40.86%，其中毛利率位居酒企第六位，但对比贵州茅台和泸州老窖等竞争对手仍存在较大提升空间。具体拆分来看，1) 2017 年以来公司销售&管理费用率整体呈明显下降态势，主要系公司内部管理效率较高+产品规模经济效应凸显+强品牌力下宣传推广效率高；2) 2017 年开始再聚焦青花系列，打造高端产品运营模式，2023 年吨价达到 15.43 万元/千升（同比增长 4.81%），2019 年吨价出现下滑主要系 18 年底公司收购部分集团资产，低价酒占比大幅提升拉低均价，但整体吨价上行&产品结构高端化势头不减。

图 5：2017-24Q1 毛利率及净利率



赊销激活渠道动能，业绩蓄水池充足。合同负债是酒企业业绩蓄水池，较高的合同负债反映了下游经销商拿货意愿强劲+动销层面需求良好。2020年以来公司合同负债稳定保持在行业前五的高位，2024Q1 公司合同负债为 55.90 亿元（同比增长 33.98%），仅低于贵州茅台和洋河股份，整体业绩蓄力充足。

## 2. 产品矩阵梯度分明，动态调整灵活放量

“抓两头”策略成果显著，产品盈利能力持续上行。2018年，汾酒提出“抓两头，带中间”的产品策略，一方面通过性价比较高的玻汾快速提升市场覆盖率，另一方面通过文化营销打造青花汾酒的民族品牌高端形象认知。2021年，汾酒提出“抓青花、强腰部、稳玻汾”，推进产品高端化策略实施，提高高价位段占位能力，通过低端玻汾控量+高端青花系列放量实现毛利率持续提升。2023年初，汾酒提出打造青花 20 和玻汾两条基准线，11月销售公司新总经理张永踊在“青花汾酒发展论坛”中宣布要推动青花系列的基准线由青花 20 向青花 30·复兴版升级转变，2023年汾酒毛利率达到 75.31%，较 2017年改革伊始提升 5.5pcts。全价格带产品矩阵+不同层级强势大单品为公司使用强灵活产品策略夯实基础。公司分别在高端/次高端/中端/大众端价位带打造青花 30/青花 20/巴拿马老白汾/玻汾等大单品，在

经济增速放缓阶段推动老白汾巴拿马（基地市场夯实）&玻汾（光瓶酒明星单品）放量，从而保证业绩增速；在经济上行阶段利用渠道优势发力青花系列（青花 20 当前放量&青花 30 后续接力），进一步推高自身的价值定位。我们认为，基于丰富的大单品底牌，公司可根据外部宏观经济环境灵活发力，从而实现业绩强弹性&品牌高价值两手抓。

## 2.1. 光瓶酒迎结构性机会，玻汾全国市场快速放量

大众酒市场需求升级，光瓶酒挤压低端盒装酒市场。光瓶酒即为没有包装盒、消费者可直接看到瓶中白酒的产品，过去光瓶酒主要定位 15-20 元价格带，消费场景主要为自饮和聚饮。随着居民消费升级&新国标出台&年轻新兴群体涌入，高品质需求推动光瓶酒市场结构升级，白酒品质成为光瓶酒竞争核心要素，“喝纯粮酒”成为大众共识，以玻汾为代表的名酒光瓶凭借名酒基因背书迎来高速发展，同时推动光瓶酒主流价格上移至 40-50 元左右。此外，由于消费者注重高性价比&包装原材料价格上涨，百元以下盒装酒逐渐丧失优势，同一价位带的光瓶酒节约包材成本+提升品质，实现对前者市场份额的蚕食。我们认为，在承接消费需求升级&吞并低端盒装酒份额的机遇下，光瓶酒市场有望迎来规模、结构双提升。

名优酒企逐鹿光瓶酒赛道，玻汾品牌渠道优势凸显。随着光瓶酒的主力消费人群（农民工和年轻群体）收入水平提升，中低档光瓶酒市场逐渐萎缩，高线光瓶酒开始崛起，近年以泸州老窖（高黑盖）、五粮液（尖庄）、山西汾酒（玻汾）为代表的名优酒企布局高线光瓶以寻求增量+完善价格带矩阵，从而进一步推动光瓶酒主流价格带提升和竞争格局演变。其中玻汾是推动光瓶酒价格区间重构的主力军，2021年玻汾在光瓶酒市场市占率（按收入口径）达到5.5%（仅次于顺鑫农业的8.4%）。目前光瓶酒市场格局分散，各类单品竞争激烈，我们认为未来随着光瓶酒赛道扩容和消费市场培育完善，以玻汾为代表的名酒高线光瓶有望凭借品牌品质优势实现规模份额的双升。

国民品牌具备较高性价比，百万终端夯实渠道基本盘。从消费者的角度来看，玻汾背靠汾酒名酒基因+具备清香广泛的大众消费基础+“纯粮固态发酵/大曲清香白酒/广泛普适口感”（李秋喜执掌汾酒期间高度重视酒体研发），成为“国民口粮型品牌”的典型代表。从产品定位来看，玻汾具备快消属性，性价比高、动销快等特点使其能够快速放量，起到培育消费者清香型消费习惯的作用，是市场培育的尖兵和推动青花系列走向全国市场的排头兵。从市场结构来看，一方面，汾酒在全国超过120万家可控终端（截至23H1）

构建了玻汾的渠道基本盘；另一方面，汾酒的数字化营销系统发挥重要赋能作用，推动玻汾终端管理能力，费用核销效率不断提升。打造良性量价关系，高周转成就酒类硬通货。玻汾持续控量保持良性市场供需关系，主要通过价增实现快速增长，通过小步慢跑的提价策略，玻汾终端价从2003年的18元/瓶提升至当前的58元/瓶，整体市场价格保持稳定和顺价销售，甚至在部分区域实现加价销售。2018年玻汾开始全国化布局，2021年玻汾营收超70亿元，销量达1400万箱（主动控量情况下），单箱收入约500元/箱，在顺价状态下成功实现控量挺价。在这种良性量价循环中，汾酒保证了渠道利润高+市场周转快，成为了酒类硬通货之一。我们认为，玻汾能够在经济增速放缓下贡献业绩，且主要下沉空白区域市场，为后续深耕&市场开拓奠定基础。

“献礼版玻汾”提高系列价值，代替放量造就新增长。为迎合白酒消费升级的长期趋势，2022年8月公司推出“献礼版玻汾”，市场售价定为108元/瓶，与原版玻汾相比，不仅在酒质上有较大提升，在市场流通中也更显稀缺（采用定量投放的方式，每年固定投放普通玻汾总量的5%）。“献礼版玻汾”有三方面作用：①完善玻汾系列的产品结构，拉升系列价值，引导价值大于实际销售价值；②在常规版玻汾全国普遍缺货控货情况下形成

补充，替代常规版玻汾放量，增厚渠道利润；③推动玻汾系列抢占百元价格带高线光瓶酒的占位。目前献礼版玻汾已经在河南、山东等地成立专门运营平台，通过本地代表性大商实现快速铺市，未来有望充分受益于高线光瓶扩容。

## 2.2. 巴拿马老白汾筑牢腰部，渠道终端持续深耕

历史奖项打造名酒头衔，环山西市场表现出色。老白汾（100-200元）&巴拿马（200-400元）系列卡位腰部价格带，在玻汾和青花系列之间起到衔接作用，主要切入大众宴席和日常送礼等场景。1915年老白汾系列在巴拿马万国博览会上荣获最高荣誉甲等大奖章，在省内认可度较高，主要用于婚庆宴席场景，2017年为承接老白汾消费升级需求，公司推出荣誉加持的巴拿马系列，2021年巴拿马系列年收入已超过50亿元。聚焦宴席市场，星火计划开辟省外。从区域运作上来看，老白汾主要聚焦于山西及环山西市场，巴拿马则将重点放在省外潜力市场，二者实现分区域运作；从渠道建设上来看，老白汾计划通过数字化赋能宴席场景，实现精准管控，巴拿马在省外市场推进星火市场计划，对产品进行梳理控价，筛选核心市场整合发力，持续开展因地制宜的宴席推广活动，优化市场布局及经销商结构，实现渠道终端的扩容。

## 2.3. 青花20省外高歌猛进，复兴版逐步培育放量

次高端市场持续扩容，宴席升级带来新增量。长期来看，在我国居民消费水平持续提升的背景下，次高端价位带将持续扩容，短期来看，宴席市场消费升级带动次高端白酒带来新机遇，2022年次高端白酒市场规模达到1289亿元，2017-2022年期间CAGR为9.93%，大于同期行业CAGR（3.22%）。同时，受高端酒提价+酱酒热等因素影响，次高端价位带实现逐步提档（目前为300-800元），其中300-500元占据主导地位，主要场景为宴席消费，500-800元价位带需要较强品牌力背书，主要场景为商务宴请和礼赠消费，受宏观经济影响波动较大。次高端竞争格局分散，行业内部差异化竞争。次高端价格带集中度较低，整体呈现较强的区域性，行业竞争者主要有高端名酒拓展的次高端大单品和区域龙头高端化产品，消费者忠诚度较低，差异化竞争为主要特点。青花系列主力产品青20/25切入400-500元价位带，一方面享受价格带扩容和新消费场景带来的红利，另一方面积极强化渠道运作，提升终端覆盖率，完善产品打法，逐渐建立自身的价值壁垒。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。  
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/466025232203010141>