

口粮酒专题：风来潮涌，大浪淘金

华泰研究

2024 年 4 月 30 日 | 中国内地

专题研究

食品饮料

饮料

增持 (维持)

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570520100001
SFC No. BQL737

龚源月

gongyuanyue@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

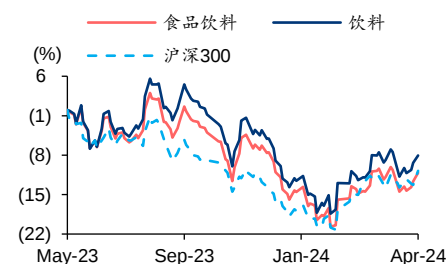
研究员

SAC No. S0570523100004

宋英男

songyingnan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
山西汾酒	600809 CH	301.56	买入
顺鑫农业	000860 CH	21.44	增持
舍得酒业	600702 CH	111.24	买入

资料来源：华泰研究预测

看好口粮酒行业未来发展，百元以下光瓶持续扩容，名优酒企龙战于野

口粮酒主要包含百元以下光瓶酒和低档盒装酒两类，站在自上而下的角度我们看好口粮酒行业未来的发展空间，光瓶酒有望成为行业主流品类。光瓶酒很好地契合了消费者对于口粮酒“品价比（单位价格能够获得的产品品质）”的需求，当前光瓶酒行业扩容明显，市场进入系统性竞争时代，即品牌/品质/渠道等多维度竞争，各参与者优势各异，行业集中度较低（CR10 远未过半）。预计未来行业仍将以名酒布局+光瓶起家产品竞争为主，当下 30-50 元是扩容的核心价位，我们看好全国名优酒企通过品牌势能自上而下辐射光瓶产品，实现全国化布局。

自上而下视角，当前我们看好口粮酒行业未来的发展空间

1) 从宏观层面，我国经济步入经济发展“新常态”，口粮酒受外部环境变化的影响较小，消费需求刚性，具有穿越周期的能力。2) 从中观行业层面，疫后白酒消费呈现 K 型复苏，“两头”价格表现好于“中间”，“品价比”成为消费者在决策时的主要考量因素。同时细分品类看，口粮酒龙头酒企的份额和价位均有较大的提升空间。3) 从微观层面看，“悦己消费”时代到来，消费理念和场景的变化使得口粮酒的消费者画像更加年轻化、城市化。供（“新国标”政策加速行业洗牌，倒逼行业升级）需（自饮场景下“品价比”成为需求核心驱动）双向驱动下，光瓶酒或将成为未来口粮酒的主流品类。

千亿光瓶、大浪淘金、方兴未艾，30-50 元是当前行业扩容的核心价位

百元以下光瓶酒较好地契合了消费者对于口粮酒“高品价比”和“回归品质”的需求；近年来百元以下光瓶酒正加速替代低档盒装酒，口粮酒行业呈现出显著的光瓶酒扩容的特点（13-22 年光瓶酒行业规模由 352 亿增长至 1146 亿，CAGR 为 14%）。从竞争格局看，当前行业参与者众多，各产品优势各异，竞争激烈（CR10 远未过半，集中度提升空间大）。我们预计未来行业仍将以名酒布局+光瓶起家企业的产品为主，分价位看预计 30 元以下价位将持续萎缩、50-70 元价位将稳中有增、百元价位静待放量，30-50 元价位是当前行业扩容的核心价位。

龙战于野，光瓶酒进入系统性竞争时代，看好名酒自上而下势能引导

我们认为，不同价格带下市场对光瓶酒竞争要素的要求不同：在 30-70 元价位产品力>品牌力>渠道力；70-100 元则品牌力>产品力>渠道力。过往酒企在布局光瓶产品线时，多通过自身优势（产品/品牌/渠道中的其一）“单点破局”。但目前看，将“边缘性单品”做成“战略性单品”，则需“系统性布局”，全国化是参与竞争的必经之路。我们对目前业内知名的光瓶产品进行了详细的对比总结，看好全国名优酒企通过品牌势能自上而下辐射光瓶产品，实现全国化布局。推荐光瓶酒布局优势突出的山西汾酒，建议关注在光瓶酒市场上具备传统优势的顺鑫农业、以及舍得酒业高线光瓶 T68 在行业的破局。

风险提示：市场需求不达预期、市场竞争激烈超过预期、食品安全风险。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

自上而下：当前我们为什么看好口粮酒行业的发展？	5
宏观：经济新常态下，口粮酒消费刚性、穿越周期	5
中观：口粮酒“头部集中”和“价位升级”潜力较大	5
微观：“悦己消费”时代到来，“品价比”成自饮需求下核心驱动，光瓶酒是未来口粮酒行业主流	6
详探光瓶：千亿市场、大浪淘金、方兴未艾	9
千亿光瓶市场，老村长-白牛二-玻汾，行业龙头几经变更	9
市场参与者禀赋各异，竞争格局以名酒布局+光瓶起家产品为主	10
消费群体与场景解构，30-50元是当前市场扩容核心价位	12
香型维度，工艺决定酱香难以涉足光瓶酒，未来仍以清/浓/兼香为主	14
龙战于野：系统性竞争时代，看好名酒自上而下势能引导	16
竞争要素：行业进入系统性竞争时代，不同价位竞争侧重点不同	16
市场布局：全国化是光瓶酒参与竞争的必经之路	18
企业比较：龙战于野、未来已来，看好名酒自上而下势能引导	19
附录：市场主流光瓶酒产品介绍	22
风险提示	26

图表目录

图表 1：低档酒在行业调整期（13-15 年）更易穿越周期	5
图表 2：农村和城镇居民人均可支配收入及同比增速情况	5
图表 3：2021-2023 年全国各地区常住人口变化数据表明高线城市的人口流入进程放缓且波动加剧	5
图表 4：各价格带白酒品牌集中度情况（按销售额口径）	6
图表 5：22 年白酒行业各价段销量与市场规模占比	6
图表 6：低档酒的吨价可提升空间较高	6
图表 7：主要白酒上市公司包装材料采购额占白酒业务成本比重	7
图表 8：光瓶酒的包装材料成本显著低于盒装酒	7
图表 9：盒装酒相较于光瓶酒的单瓶“包装溢价”在 30-50 元左右	7
图表 10：低档光瓶对低档盒装的替代逻辑示意图	7
图表 11：“新国标”下固态法/固液法/液态法/调香酒的区别	8
图表 12：光瓶酒市场持续扩容	9
图表 13：白酒价格带区间随时间变化情况	9
图表 14：光瓶酒行业不同发展阶段梳理	9
图表 15：光瓶酒市场的四类主要参与者与对应的主流价格带	10
图表 16：光瓶酒市场竞争格局情况	10
图表 17：江小白营收规模及同比增速情况	11
图表 18：光良酒与江小白的瓶身设计情况	11
图表 19：低档酒市场的主流单品矩阵图及京东零售价情况（单位：元/瓶）	11
图表 20：百元以下分价格带的主力消费者画像及对应群体白酒容量测算	12

图表 21:	14-22 年三产进城务工人员人数同比增速普遍高于二产	12
图表 22:	进城务工人员群体中三产占比逐渐超过二产占比	12
图表 23:	21-23 年个体工商户数量增速分别为 9.4%/10.7%/8.8%	13
图表 24:	18-22 年中小微企业数量 CAGR 增速为 10.9%	13
图表 25:	2014-2023 年进城务工人员/蓝领/白领的月均收入情况	13
图表 26:	小微企业营收具有一定的波动性	13
图表 27:	进城务工人员群体中 30 岁以上的人口占比持续提升	14
图表 28:	22 年中国 30 岁以下人群酒类消费分布	14
图表 29:	光瓶酒市场按香型划分的竞争格局	14
图表 30:	清香型光瓶酒代表产品及主要特点	14
图表 31:	浓/清/酱/兼香型特点及低档价格带竞争优势	15
图表 32:	近年来主流酱香酒企纷纷推出“大众酱香”产品	15
图表 33:	低档酒市场的四类主要参与者的主要特征	16
图表 34:	品牌势能的引导示意图	16
图表 35:	2023 年部分白酒品牌的品牌价值情况	16
图表 36:	部分酒企的中低档产品线的扫码红包政策梳理	17
图表 37:	产品生命周期的不同阶段宜采用不同的渠道模式	17
图表 38:	2022 年光瓶酒的渠道结构占比情况	17
图表 39:	玻汾与白牛二的渠道利润率情况	17
图表 40:	白牛二与玻汾的详细对比图	18
图表 41:	全国 31 省市的白酒市场容量及 23 年居民人均可支配收入情况	18
图表 42:	2022 年四类酒企的优势市场及部分营收规模情况（销售口径，亿元）	19
图表 43:	22 年白酒上市公司单瓶收入测算（白酒收入/白酒销量）	19
图表 44:	22 年白酒上市公司单瓶成本测算（白酒成本/白酒销量）	19
图表 45:	22 年主要白酒上市公司白酒业务低档酒营收占比情况	20
图表 46:	部分名优光瓶酒核心参数对比	21
图表 47:	玻汾系列示意图及零售价情况	22
图表 48:	玻汾系列营收（报表口径）及占总营收比重	22
图表 49:	顺鑫农业的白酒业务近年来呈现“量跌价增”态势	22
图表 50:	顺鑫农业白酒业务营收及同比增速情况	22
图表 51:	牛栏山产品矩阵及电商零售价情况	23
图表 52:	红星股份的毛利率高于牛栏山	23
图表 53:	牛栏山营收年复合增长率为红星的 7.3 倍（2010-2020 年）	23
图表 54:	红星产品矩阵及电商零售价情况	23
图表 55:	西凤酒整体营收及同比变动情况	24
图表 56:	西凤酒产品矩阵及批价情况	24
图表 57:	郎酒整体营收及同比变动情况	24
图表 58:	顺品郎/小郎酒&郎牌特曲营收情况（报表口径）	24
图表 59:	郎酒产品矩阵及批价情况	25
图表 60:	尖庄系列产品矩阵及价格情况	25



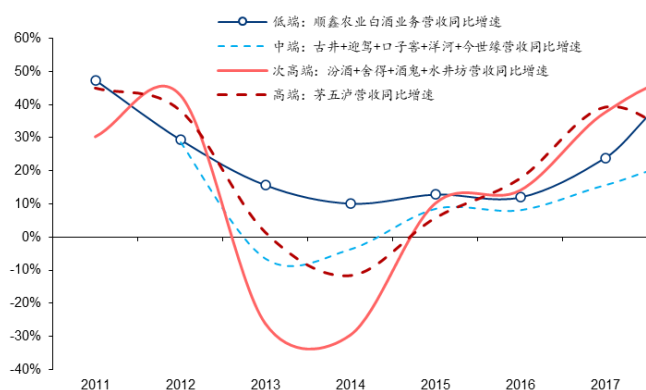
图表 61: 舍得酒业低档酒营收及同比增速情况	25
图表 62: 报告提及公司一览表	26
图表 63: 重点公司推荐一览表	26
图表 64: 重点推荐公司最新观点	27

自上而下：当前我们为什么看好口粮酒行业的发展？

宏观：经济新常态下，口粮酒消费刚性、穿越周期

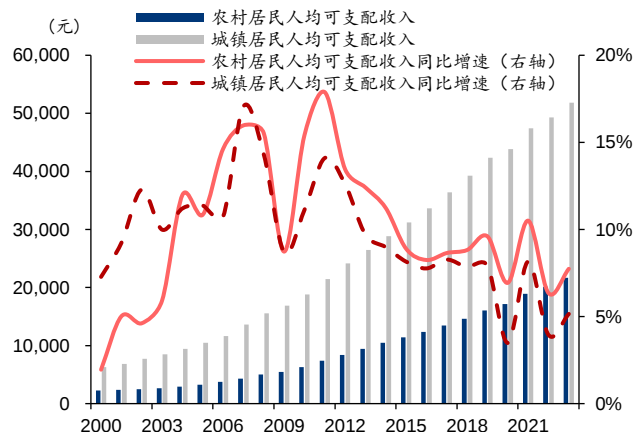
口粮酒（本文所讨论的口粮酒，泛指百元以下光瓶酒和低档盒装酒）受外部环境变化的影响较小，消费需求刚性，拥有穿越周期的能力。一方面，在经济由高速增长转为中高速增长的过程中，周期波动短期放大了经济与消费的不确定性；一般而言，高端白酒受益高端礼赠需求和自身强品牌力+口粮酒受益于日常自饮和亲朋小聚的消费需求，其销售表现相较于（与商务消费紧密相关的）次高端和中高端白酒更为稳定和刚性。另一方面，随着国内经济结构的不断优化升级，未来第三产业消费需求逐步成为主体，在城乡区域差距逐步缩小的过程中，人口、技术、资本持续回流，广大普通消费者的消费能力持续提升，进一步催化消费者的白酒自饮升级和亲朋小聚场景。综合来看，当前我国经济步入发展“新常态”，与之相对应的，白酒行业也步入发展的新周期；在经济短期仍受不确定因素扰动，中长期依旧稳中向好的背景下，口粮酒因其消费刚性的特点，充分享受了短期不确定中“相对确定”的红利，以及中长期消费结构边际改善的红利。

图表1：低档酒在行业调整期（13-15年）更易穿越周期



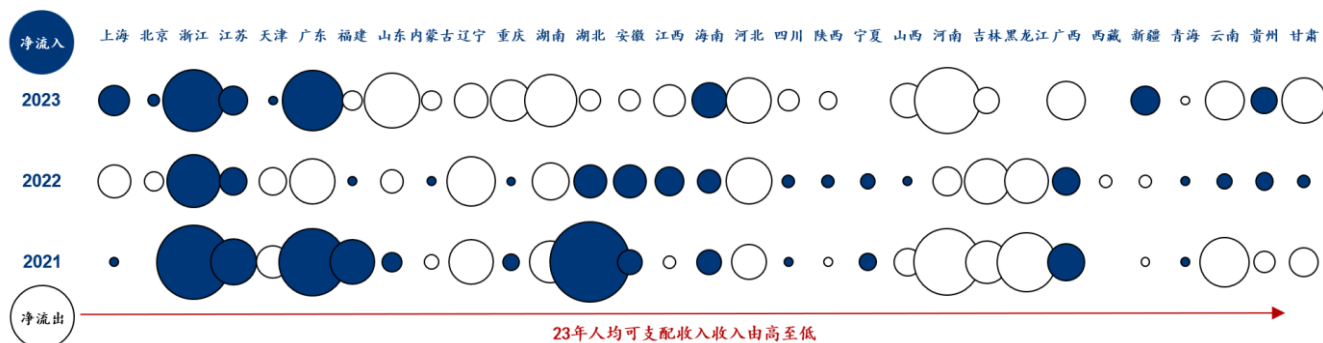
资料来源：，华泰研究

图表2：农村和城镇居民人均可支配收入及同比增速情况



资料来源：，华泰研究

图表3：2021-2023年全国各地区常住人口变化数据表明高线城市的人口流入进程放缓且波动加剧



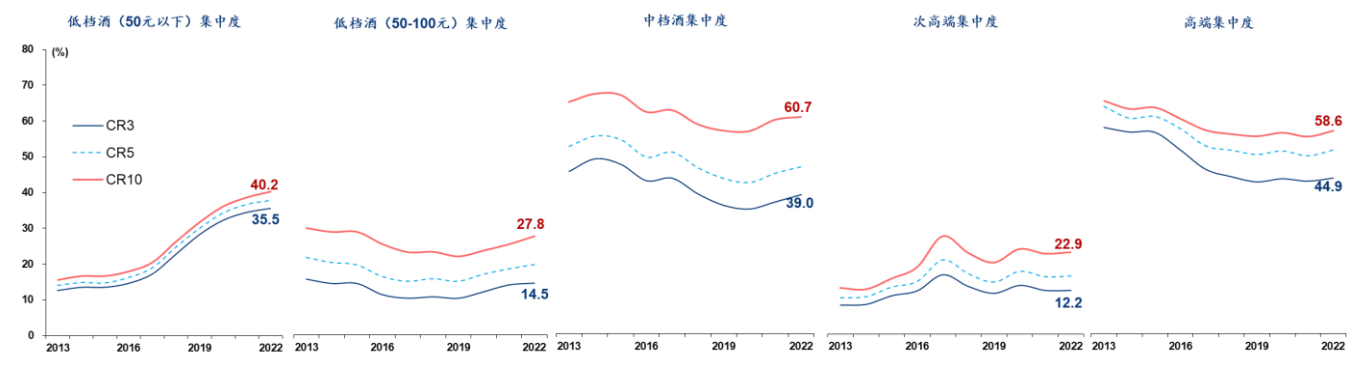
资料来源：，华泰研究

中观：口粮酒“头部集中”和“价位升级”潜力较大

从中观来看，疫后白酒消费呈现K型复苏，短期看消费升级与降级同时进行，“两头”价格带的表现好于“中间”。如上文所述，高端白酒（礼赠和高端宴请）和大众价位（宴席需求）、口粮酒（自饮需求）的表现更为稳健；尤其需要关注，当前市场呈现出显著的“理性消费”等趋势，“品价比（单位价格能够获得的产品品质）”成为消费者在决策时的主要考量因素，这也是口粮酒行业快速发展的重要基础。

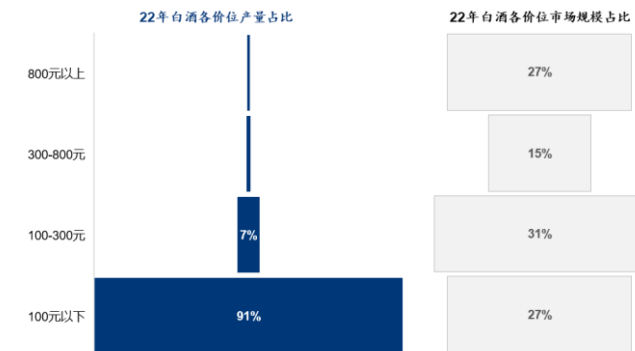
细分白酒行业看，口粮酒的份额集中和价位提升空间较大。1) 从份额方面看，目前百元以下白酒产量在行业内占比超 90%，规模占比约 27%；但口粮酒的参与者众多且鱼龙混杂、竞争激烈但不成章法体系，50 元以内低档酒龙头主要为牛栏山二锅头、红星二锅头等，50-100 元龙头主要为玻汾、西凤酒等，在 50 元以内及 50-100 元价位的 CR10 分别为 40% 和 28%，远低于竞争格局稳定的中档酒和高端酒市场，龙头有很大的份额提升空间。预计未来行业龙头将继续通过规模扩张、渠道下沉、品牌辐射和产品创新等方式巩固市场份额，进一步提升行业集中度。2) 从价位升级方面看，占行业总产量超 90% 的低档酒亟待品牌化和品质化升级，据我们测算，22 年百元以下低价位白酒吨价仅约为 2.5 万元/吨，平均出厂价约 15 元/瓶；随着“新国标”政策倒逼光瓶酒入门门槛提升至 30 元左右，主流价位 15 元左右的光瓶酒存在较为可观的品牌形象和盈利能力的升级空间。百元以内的低档盒装酒也存在较大的品质优化空间。

图表4：各价格带白酒品牌集中度情况（按销售额口径）



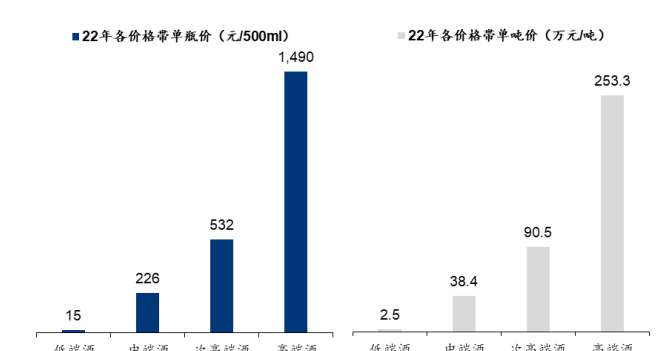
资料来源：欧睿，华泰研究

图表5：22 年白酒行业各价段销量与市场规模占比



资料来源：头豹产业研究院，华泰研究

图表6：低档酒的吨价可提升空间较高



注：关于产量中“千升”与“吨”的换算遵循 1 千升*0.85=1 吨的换算公式。其中，0.85 为测算的密度系数，主要考虑到酒精密度为 0.78，水密度为 1.0，混合后按 50 度白酒近似测算，下文同理。

资料来源：头豹产业研究院，华泰研究

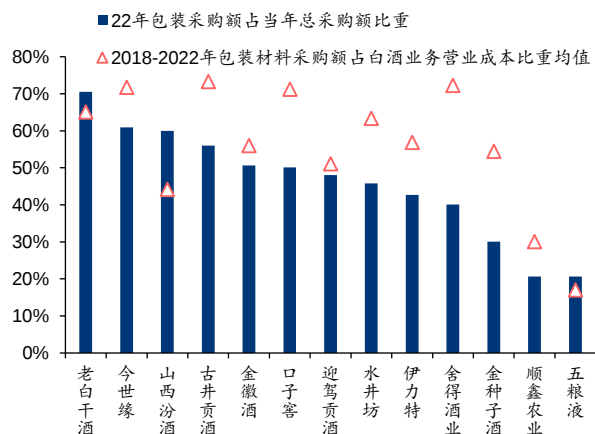
微观：“悦己消费”时代到来，“品价比”成自饮需求下核心驱动，光瓶酒是未来口粮酒行业主流

我们认为，从供需双向因素看，光瓶酒或将成为未来口粮酒的主流品类。

(1) 需求端：自饮场景下，“品价比”成为消费需求的核心驱动力

近年来，消费者对于“悦己消费”的重视程度日益提升，光瓶酒的“品价比”十分突出。在经济增速由高速向中高速过渡、消费升级趋势放缓的背景下，更重视自我价值、情绪满足的“悦己消费”，相较于“社交消费”的重要性持续提升。“品价比（单位价格能够获得的产品品质）”是自饮场景下消费者选购产品的核心驱动要素，光瓶酒的“品价比”十分突出。往常而言，“包装”在特定场景满足了消费者的社交需求，在日常聚饮场景下消费者对于“包装溢价”的接受度高。但在自饮场景内，光瓶酒与盒装相重合，但消费者更重视产品的“内在价值”而非面子消费，同等价位低档盒装酒由于较高的包装成本，其产品品质等往往逊色于光瓶酒，导致近年来自饮场景下低端盒装酒份额逐渐被光瓶酒侵蚀。

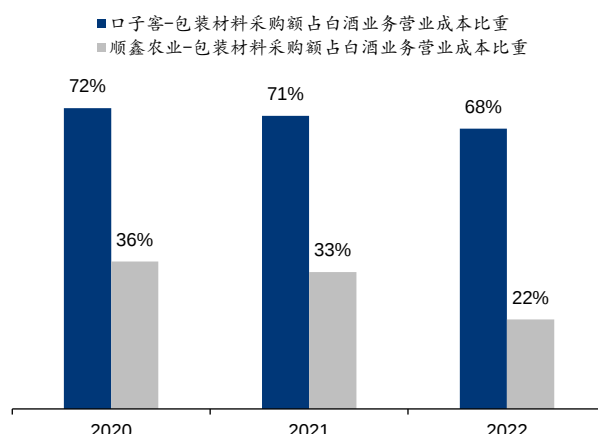
图表7：主要白酒上市公司包装材料采购额占白酒业务成本比重



注：由于古井贡酒、五粮液、顺鑫农业未披露 2018-2019 年包装采购额，故这三家公司比重均值采取的是 2020-2022 年三年间均值。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：光瓶酒的包装材料成本显著低于盒装酒



资料来源：公司公告，华泰研究

我们分拆成本结构，发现盒装酒相较于光瓶酒存在单瓶 30-50 元左右的“包装成本”+“面子消费溢价”。从上市公司数据看，2018-2022 年包装采购额占白酒营业成本比重均值多在 50% 以上，其中多数酒企产品以盒装酒为主，以低档光瓶为核心产品的顺鑫农业该指标仅为 30%，光瓶酒在保持价格竞争力的同时，可投入更多资源于酒质提升和渠道布局。以顺鑫农业（以光瓶酒为主）和口子窖（以盒装酒为主）为例，据我们测算，去除包材成本后，牛栏山金标（终端售价约 40 元/瓶）与终端售价约 70 元/瓶的盒装口子窖的“里子价值”相匹配，牛栏山特酿（终端售价约 70 元/瓶）与终端售价约 120 元/瓶的盒装口子窖的“里子价值”相匹配。

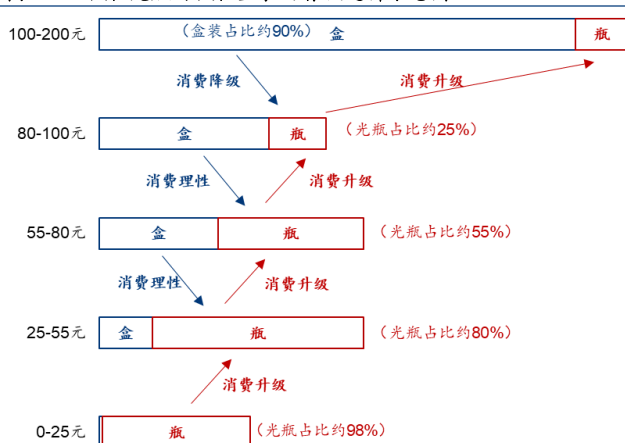
百元以下光瓶酒正加速替代低档盒装酒。目前由于消费者日趋理性的消费心态、名酒品牌的价位下沉，以及高品质光瓶酒的快速增长，使得百元以下光瓶酒对低档盒装酒的替代正在加速。从各价格带市场份额看，光瓶酒自身也在向更高价格带跃升，并逐步成为口粮酒市场中的主导类别，目前 25 元以下白酒市场已基本被光瓶酒占领，55 元以下市场光瓶酒占据 80% 以上，60-80 元光瓶酒与盒装酒的份额相近，80 元以上以低端盒装酒暂时仍为主流。

图表9：盒装酒相较于光瓶酒的单瓶“包装溢价”在 30-50 元左右

	口子窖（盒装酒为主）	顺鑫农业（光瓶酒为主）
22年低档酒毛利率	28%	46%
22年包材采购额占白酒总成本比	68%	22%
（一）分别假定单瓶酒价格		
单瓶总成本	69	40
单瓶包材成本	50	21
单瓶包材成本	34	5
去除包材成本后的单瓶价格	35	35
结论：一瓶牛栏山金标（40元）的“里子价值”约等于售价70元左右的盒装口子窖		
（二）分别假定单瓶酒价格		
单瓶总成本	121	70
单瓶包材成本	87	38
单瓶包材成本	59	8
去除包材成本后的单瓶价格	62	62
结论：一瓶牛栏山特酿（70元）的“里子价值”约等于售价120元左右的盒装口子窖		

资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：低档光瓶对低档盒装的替代逻辑示意图



资料来源：糖酒快讯，华泰研究

(2) 供给端：“新国标”新政落地，加速光瓶酒洗牌，倒逼行业升级

“新国标”落地拔高白酒定价成本，行业大浪淘沙，大批勾兑酒被出清，30元左右成为光瓶酒入局新门槛。2022年6月，《白酒工业术语》（GB/T15109-2021）及《饮料酒术语和分类》（GB/T 17204-2021）两项国家标准正式实施，该标准也被称为白酒“新国标”。“新国标”中明确规定，白酒必须是纯粮食酒，不得使用食品添加剂，所有添加食品添加剂的调香白酒归属于配制酒，从原白酒品类中剔除。“新国标”实施后，泸州老窖二曲、牛栏山白牛二等将不再归属于白酒，前者已于2021年停产并重新推出泸州老窖黑盖；后者推出纯粮固态升级的金标陈酿。“新国标”提高了白酒的质量门槛，驱动酒企转向品质更高的纯粮固态（无添加）白酒，拔高白酒的定价成本和门槛（单瓶30元左右成为光瓶酒新的进入门槛），将业内大批量底价勾兑光瓶酒出清，行业格局进一步向头部集中。

图表11：“新国标”下固态法/固液法/液态法/调香酒的区别

	固态法白酒	固液法白酒	液态法白酒	调香白酒
原料	以粮谷为原料，以大曲、小曲、麸曲等为糖化发酵剂	以液态法白酒或以谷物食用酿造酒精为基酒，利用固态发酵酒醅或特制香醅串蒸或浸蒸，或直接与固态法白酒按比例调配而成	以粮谷为原料，可添加谷物食用酿造酒精，不直接或间接添加非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质	以固态法白酒、液态法白酒、固液法白酒或食用酒精为酒基，添加食品添加剂调配而成
是否属于白酒	✓	✓	✓	✗
是否含谷物食用酿造酒精	✗	✓	✓	✓
是否含其他原料食用酒精	✗	✗	✗	✓
是否含食品添加剂	✗	✗	✗	✓
品质	高	较高	较低	低
成本	高	较低	较低	低
培育周期	长	较短	较短（不到一个月）	短
代表产品	 牛栏陈酿（金标） 成本：12元以上/500ml 原料：水、高粱、小麦、大米、糯米、玉米	（市面流通很少）	（市面流通很少）	 牛栏山陈酿（白牛二） 成本：6元/500ml 原料：水、高粱、液态法白酒、食用香料

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

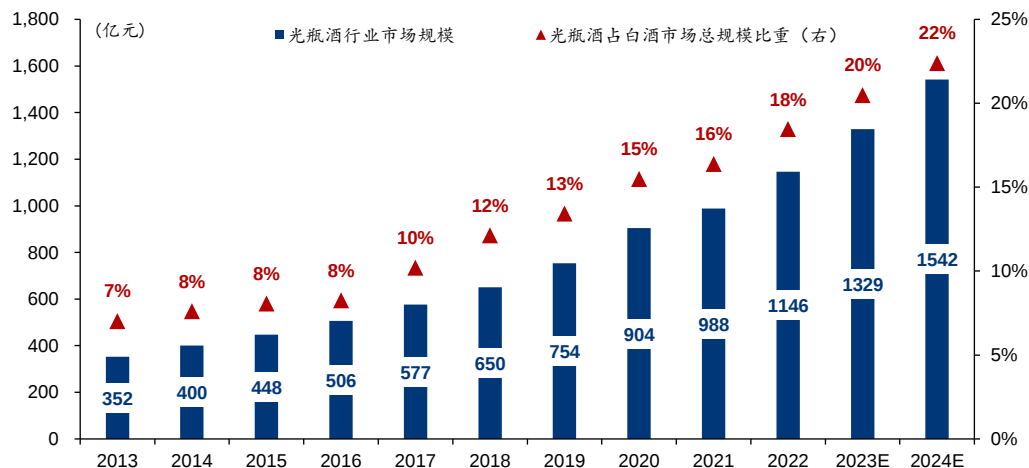
整体来看，光瓶酒符合消费者对于“高性价比”的极致追求，“新国标”政策的落地在客观上加速了行业头部集中的趋势，供需双向驱动下光瓶酒的价格中枢缓慢上移，底盘壮大，未来有望成为口粮酒行业主流品类。消费者购买力提升是光瓶酒升级的基础，同时，近年来在外部环境的影响下大量百元盒装酒的消费者也向百元以内光瓶酒产品汇集，预计未来光瓶酒将延续价格升级的趋势。

详探光瓶：千亿市场、大浪淘金、方兴未艾

千亿光瓶市场，老村长-白牛二-玻汾，行业龙头几经变更

在消费观趋于理性的背景下，光瓶酒行业持续扩容。光瓶酒是以最简易的玻璃瓶作为包装，缺少外部纸盒装饰，在过去常被视为低档酒的代名词，但近年随着消费者对白酒认知和需求的变化，具有“高品价比”的光瓶酒逐步摆脱“低端”的标签，赢得了更广泛的市场认可。据中国酒业协会数据，光瓶酒行业自13年起驶入发展快车道，13-22年光瓶酒行业规模由352亿增长至1146亿（CAGR为14.0%）。

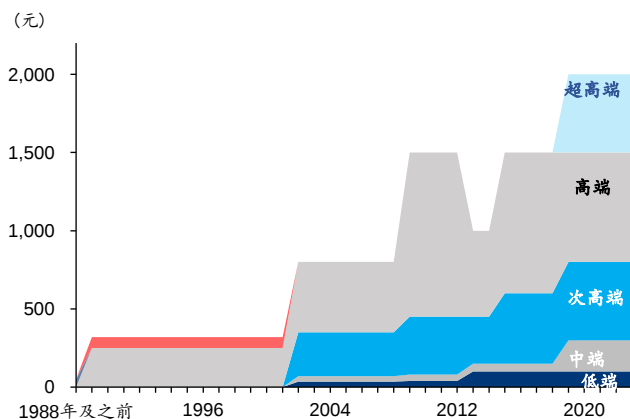
图表12：光瓶酒市场持续扩容



资料来源：中国酒业协会，华经产业研究院，华泰研究

光瓶龙头几经变更（老村长->白牛二->玻汾）。1）88年之前，白酒价格管制，整体价格均在50元以下。2）89-01年，价格管制解除，茅台和五粮液率先挺价，但行业整体价格带分化并不明显。3）02-12年，行业黄金十年，低端/中端/次高端/高端价格带确立，茅台和五粮液占据高端价格带的定价权，口粮酒与低档酒几无区分，价格上限在20元左右。4）13-14年，行业调整期，低档酒价格上限提升至百元附近，并诞生第一代低档光瓶酒龙头老村长，其巅峰期以约10元/瓶的主销产品实现60亿的销售额。5）15年至今，行业进入结构升级，量稳价增的新十年，高端酒重新挺价，茅台引领塑造超高端价格带（2000元以上）；口粮酒价格主要维持在百元以内，19年顺鑫农业旗下牛栏山系列（核心单品为白牛二，终端售价约15元/瓶）达百亿销售额，成第二代光瓶酒龙头；23年山西汾酒旗下玻汾系列（核心单品为黄盖玻汾，终端售价约50元/瓶）成为百亿级（销售口径）大单品，近年来成第三代光瓶酒龙头。

图表13：白酒价格带区间随时间变化情况



资料来源：，公司公告，华泰研究

图表14：光瓶酒行业不同发展阶段梳理

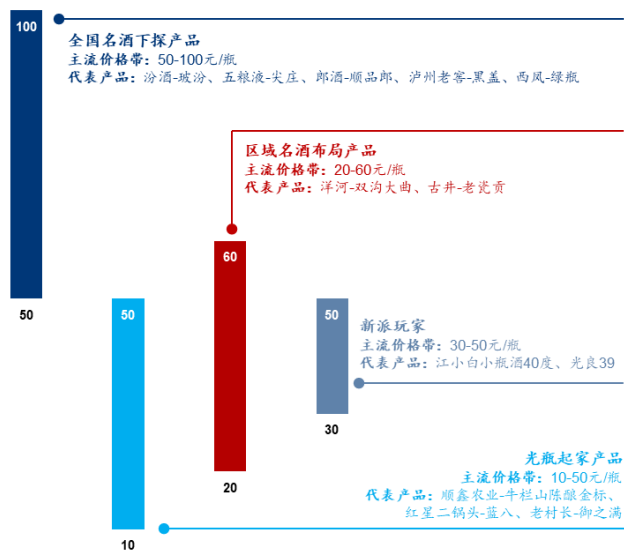
发展阶段	70s-90s 缓慢发展期	00-12年探索期	13年至今快速成长期
行业特征	光瓶酒为行业主流，但酒厂以产定销，营销、产品简单，行业发展缓慢	部分品牌开始专注于光瓶酒产品，厂家品牌意识与营销意识觉醒，行业进入专业化、规模化发展阶段	2012年八项规定成行业拐点，主流酒企重返光瓶酒领域，行业迎来快速发展
消费者特征	收入有限，可选范围有限，自饮为主	生活水平改善，主要考虑性价比，受促销活动影响大	品牌意识兴起，追求品质/品牌，注重表达与内涵
价格体系	售价1.0-1.5元为主，渠道利润0.1-0.2元	单价稳步提升（从初期3-4元到5-7元，再到10元以上）	由15元成长至30-50元，不断向高线光瓶升级
渠道特征	大流通为主	开拓餐饮渠道；开始深度分销；重视大商合作	运作更加精细；重视电商渠道
主流品牌	名酒盛行	东北品牌崛起，老村长凭借性价比与营销手段完成全国化	牛栏山成第二代光瓶酒龙头；玻汾成第三代光瓶酒龙头

资料来源：酒业家，，华泰研究

市场参与者禀赋各异，竞争格局以名酒布局+光瓶起家产品为主

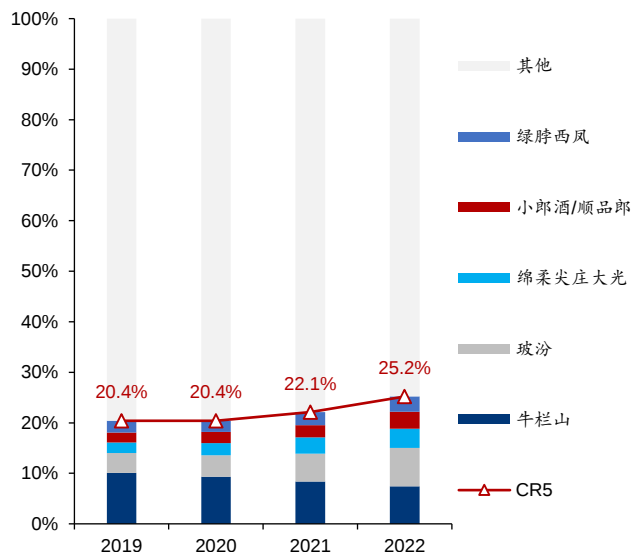
当前光瓶酒赛道主要参与者包括全国名酒下探产品/光瓶起家产品/区域名酒布局产品/新派玩家。1) **全国名酒下探产品**，为全国名酒所布局的低价格带光瓶酒产品，包括汾酒玻汾、五粮液尖庄、郎酒顺品郎、泸州老窖黑盖、绿脖西风等。近年来名酒一改往常的边缘产品定位，纷纷推出光瓶酒战略大单品，主流价格定位 50-100 元/瓶。2) **光瓶起家产品**：主要以老村长、红星、牛栏山为代表，最初从光瓶酒做起的品牌，现在同样以低价位光瓶而闻名全国，主流价格带在 10-50 元/瓶。3) **区域名酒布局产品**：主要为地域性强势品牌所布局的光瓶酒产品，这些酒企一般同时布局低档光瓶和低档盒装，在基地市场渗透率高，具体包括洋河双沟大曲、古井老瓷贡等，主流价格带在 20-60 元/瓶。4) **新派玩家**：以江小白和光良为代表，通过更加时尚的包装和营销方式，在消费场景上进行差异化切入，主流价格带在 30-50 元/瓶。

图表15：光瓶酒市场的四类主要参与者与对应的主流价格带



资料来源：酒业家，云酒头条，京东，华泰研究

图表16：光瓶酒市场竞争格局情况



资料来源：欧睿，华泰研究

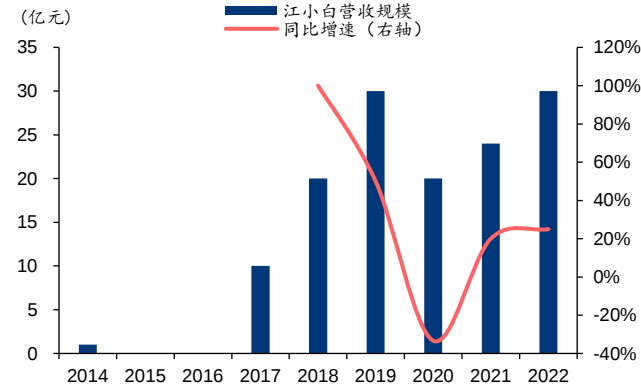
大浪淘金，目前光瓶酒赛道参与者众多，各家禀赋各异。1) **全国知名酒企的下探产品**：此类企业拥有广泛品牌认知度，但资源无法绝对聚焦，部分酒企缺乏布局动力。预计只有少数龙头企业能够利用其品牌和渠道力量，成功实现产品下探布局，在全国光瓶酒市场占据一席之地，如山西汾酒的玻汾等。2) **光瓶酒知名企业**：拥有广泛的消费者基础，参与光瓶酒市场的经验丰富，但存在品牌认知偏低端，向上升级困难的问题。3) **区域名酒企业**，在特定区域内拥有品牌和渠道优势，但区域酒企需要面对全国名酒和传统光瓶的竞争，出省难度较大，难以形成规模效应。

新派玩家同样以光瓶起家，策略重点在于场景突破。1) **江小白**：成立于 2011 年，曾以传播性文案和面对年轻消费者的营销被市场广泛讨论，用短短数年时间便占据了年轻人的白酒市场主导地位。据江小白公开业绩数据，江小白产品的销售额在 2014 年破 1 亿元，2017-2019 年的销售额分别为 10/20/30 亿元，但 2020 年在疫情影响下销售额大幅回落。2021 年之后，江小白战略目标转向“稳中求进，追求品类创新”。旗下水果风味酒“果立方”已实现 1 亿元的中期目标，2022 年青梅酒“梅见”销售额突破 10 亿元。

2) **光良**：成立于 2019 年，成长于艰难的疫情时期，但 2019-2021 年光良酒业的终端销售额却分别实现 5.8/16.5/30.0 亿元，是近 20 年来成长最快的白酒品牌之一。2020 年光良酒打出“不装”口号，提倡去包装化，以粮食基酒比例命名的“数据瓶”白酒逐渐走红。近五年来，光良酒活跃于各大影视剧、综艺节目，收获了数据瓶、国民自用酒、口粮酒、现代化品牌、网红等众多鲜明标签。



图表17：江小白营收规模及同比增速情况



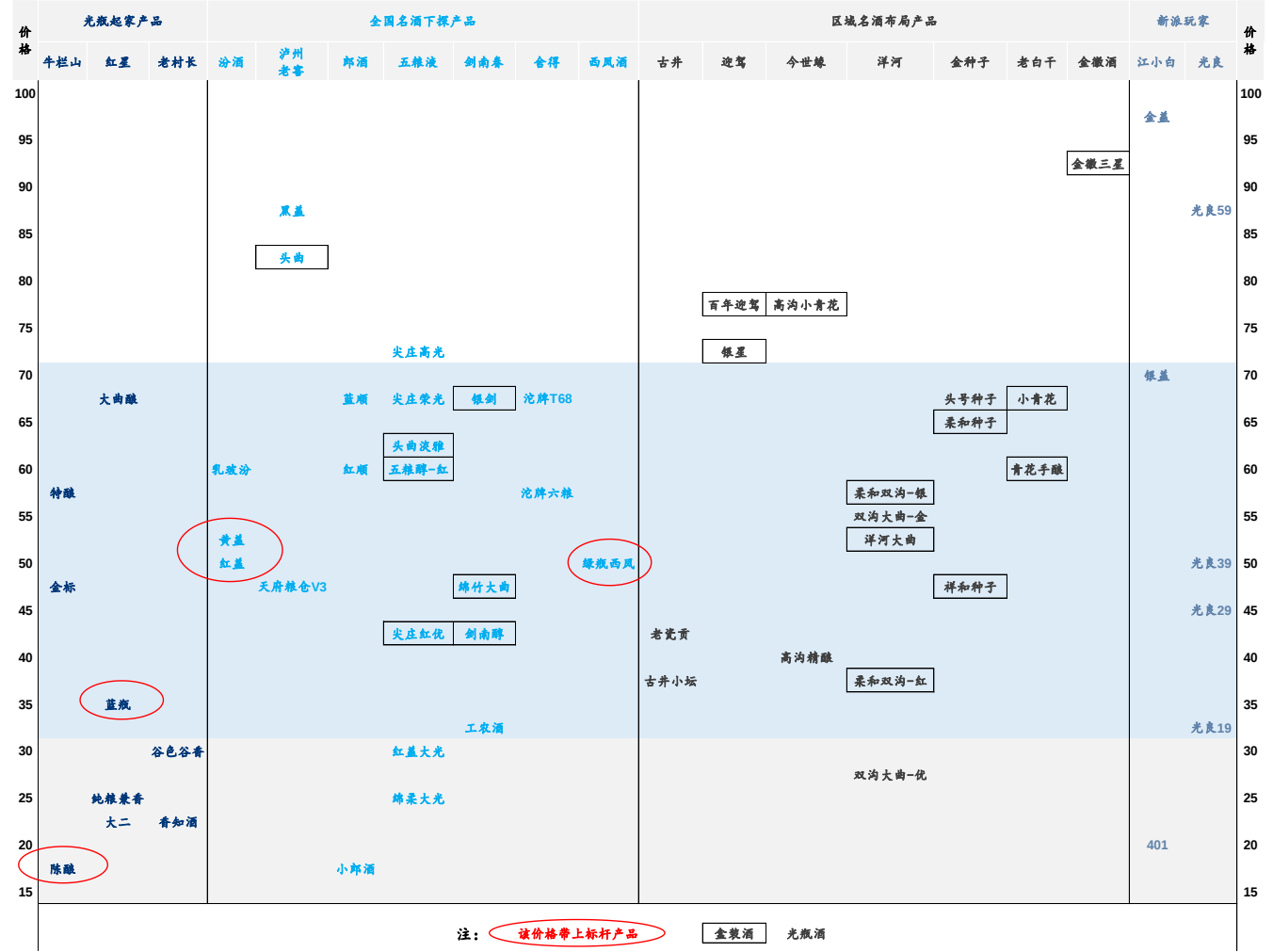
注：2020 年及之后官方不再公布具体业绩情况。
资料来源：公司公告，里斯咨询，华泰研究

图表18：光良酒与江小白的瓶身设计情况



注：京东零售价格为 2024 年 4 月 29 日数据。
资料来源：京东，华泰研究

图表19：低档酒市场的主流单品矩阵图及京东零售价情况（单位：元/瓶）



注：京东零售价格为 2024 年 4 月 29 日数据。
资料来源：公司公告，京东，华泰研究

消费群体与场景解构，30-50 元是当前市场扩容核心价位

不同价位的光瓶酒市场，主力消费群体和消费场景也存在较大差异，不能一概而论。拆分来看，1) 30 元以下价格带，主力消费群体是从事第二产业的进城务工人员，其工作通常以体力劳动为主，技术要求不高但强度较大，这部分消费者对价格敏感，对口感需求相对较低。2) 30-50 元价格带，主力消费群体为从事第三产业的进城务工人员，具有一定的专业技能和稳定的收入来源，其在选择光瓶酒时，会注重品质和品牌形象。3) 50-70 元价格带，主力消费群体为个体工商户，其相对于进城务工人员群体有更高的收入，对光瓶酒价位更加宽容。4) 70-100 元价格带，主力消费需求为小微企业老板的自饮需求，其对光瓶酒的选择会更加考究，不仅看重品质和口感，还看重品牌故事和文化背景。

图表20：百元以下分价格带的主力消费者画像及对应群体白酒容量测算

消费价格带（元）	0-30	30-50	50-70	70-100
主力消费群体	第二产业进城务工人员	第三产业进城务工人员	个体工商户	小微企业老板（自饮需求）
工作特征	工作内容重复性强、技术含量低，主要以体力劳动为主	生活在一定规模城市、具备一定的专业能力	百姓生活最直接的服务者，集中在批发零售业、住宿餐饮业等	小型企业、微型企业、家庭作坊式企业等
主力人群基数（亿人或亿户）	1.41	1.53	1.24	< 0.52
23年月均收入	建筑零工：5930元 工厂普工：5538元	货车司机：7641元 外卖员：6803元	平均为1万元左右	\
主要购买渠道	烟酒店、商超、拼多多、淘宝		烟酒店、商超、拼多多、淘宝	
主要消费终端	C类餐饮店		C类餐饮店、B类餐饮店	
低档酒消费渗透率	48%	18%	30%	30%
渗透率测算逻辑	假定男女比例8:2；再假定其中男性群体饮酒渗透率为60%；最终整体渗透率约48%	假定男女比例6:4；考虑到服务行业属性，假定男性群体饮酒渗透率为30%；测算整体渗透率约18%	假定渗透率介于二产进城务工人员和三产进城务工人员之间	假定渗透率介于二产进城务工人员和三产进城务工人员之间
单月消费频次（次）	18	12	8	8
单次消费量（瓶）	0.5	0.3	0.3	0.3
单瓶消费价格（元）	15	40	60	80
核心消费群体消费容量（亿元）	1096	476	643	359
其中光瓶酒占比	95%	80%	50%	25%
其中光瓶酒容量（亿元）	1042	381	321	90
该价格带光瓶酒占总光瓶容量比重	57%	21%	18%	5%

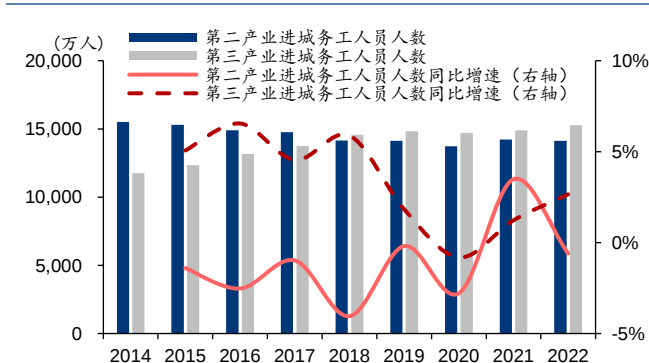
注：1) 图中小微企业数量和进城务工人员数量为 22 年底数据，个体工商户数量为 23 年底数据。2) 该部分市场容量测算仅针对核心消费群体的自饮需求，由于并未涵盖其他消费群体和其他消费场景，故并非代表整体的低档酒白酒规模。

资料来源：公司公告，工信部，市场监管总局，国家统计局，酒业家，华泰研究

(1) 从消费群体的数量看，进城务工人员群体数量的结构性变化，导致 30 元以下白酒消费场景缺失，30-50 元场景持续扩容。据国家统计局，21-23 年全国进城务工人员人数分别为 2.92/2.96/2.97 亿人，同比+2.4%/1.1%/0.6%，进城务工人员总人数增长放缓。但结构上看，近年来从事第三产业的进城务工人员占总进城务工人员人数比重持续上行，22 年为 51.7%，而从事第二产业（主要为建筑业和制造业）的进城务工人员占比持续下行。据国家统计局，24M2/M3 全国新增房地产开工面积同比-31%/-26%，开工率下滑致 30 元以下白酒消费场景部分缺失，30-50 元消费场景持续扩容。

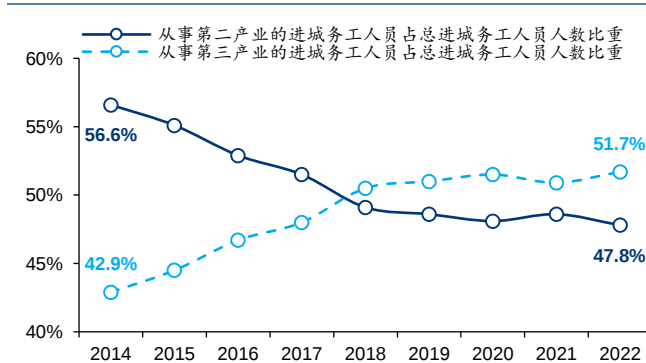
同时，个体工商户和中小微企业数量的稳步增长为 50-100 价位提供增量。20-23 年个体工商户数量同比增速分别为 9.4%/10.7%/8.8%，18-22 年中小微企业数量 CAGR 为 10.9%，50-100 元主力消费群体的高速增长为高线光瓶提供增量空间。

图表21：14-22 年三产进城务工人员人数同比增速普遍高于二产



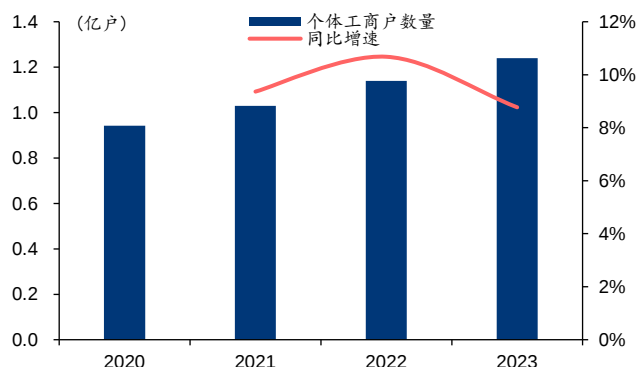
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表22：进城务工人员群体中三产占比逐渐超过二产占比



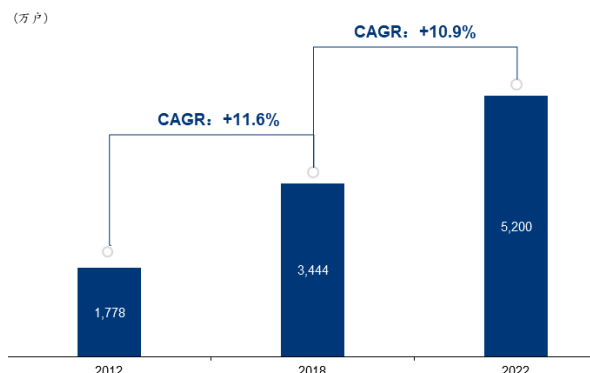
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表23：21-23年个体工商户数量增速分别为9.4%/10.7%/8.8%



资料来源：市场监管总局，华泰研究

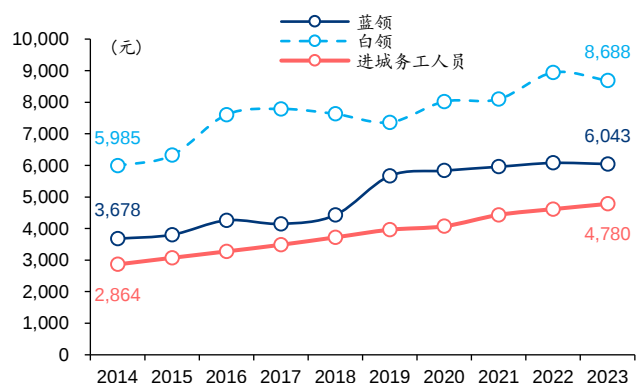
图表24：18-22年中小微企业数量CAGR增速为10.9%



资料来源：中国政府网，华泰研究

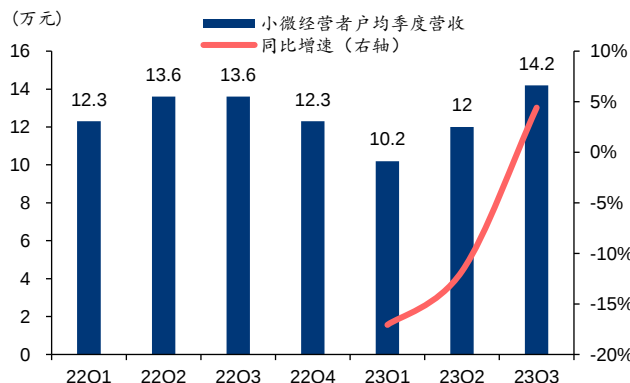
(2) 从消费群体的消费能力看，进城务工人员群体收入水平稳定增长，助力主流价格带向30-50升级，个体工商户和中小微企业收入水平受经济波动影响，但“量”的增加有望抵消“价”的波动。消费意愿与消费者收入水平密切相关，近年来进城务工人员群体的收入水平持续提升，21-23年进城务工人员群体月均收入水平为0.44/0.46/0.48万元，同比+8.8%/+4.1%/+3.6%，随着个人收入的增加，“新国标”政策落地后品质消费意识的觉醒，进城务工人员群体的消费升级趋势明显。此外，个体工商户和中小微企业的工作自由度更高，但收入也同样具有波动性，据蚂蚁研究院统计数据，23Q1/Q2/Q3全国小微企业户均季度营收分别同比-17%/-11%/+4%，营收受经济短期波动影响较大。不过个体工商户和中小微企业的营收水平虽有波动，但其数量却稳定增长（年10%左右增速），预计一定程度上可抵消收入波动对白酒需求的影响。

图表25：2014-2023年进城务工人员/蓝领/白领的月均收入情况



资料来源：智联招聘，58同城，华泰研究

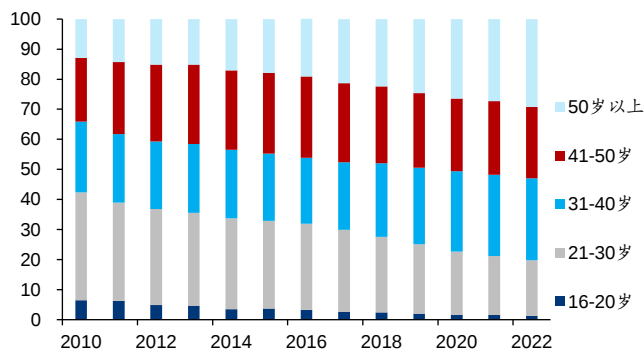
图表26：小微企业营收具有一定的波动性



资料来源：蚂蚁集团研究院，华泰研究

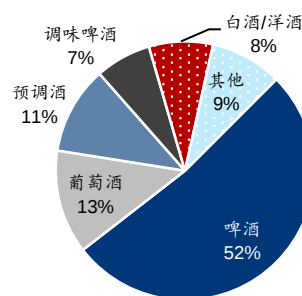
(3) 从消费场景的渗透率看，百元以下白酒市场体量巨大，“消费群体年轻化”和“消费阶层城市化”是新的特征。百元以下白酒市场拥有体量巨大的消费群体，不同类型群体在不同场景的饮酒偏好短期内不会剧烈变化。与此同时，我们也正观察到这些消费群体因消费理念和场景的变化正呈现出新的特征。1) 消费群体年轻化，光瓶酒的意见领袖正逐步从70/80/90后迭代为80/90/95后，据华经产业研究院数据，2021年光瓶酒消费群体中70/80/90后占比分别为29%/42%/23%，年轻群体占比持续提升。年轻一代消费理念是更加注重品质、轻奢、颜值，中高线光瓶（30-70元/瓶）更迎合新兴消费群体的产品需求。2) 消费阶层城市化，过去光瓶酒的主流价格带在30元以下，其核心消费人群以进城务工人员为主，但当前光瓶酒的消费人群亦已从进城务工人员扩展到小饭店和小商铺业主、出租车司机、厨师等群体（单瓶30元左右），甚至是有一定消费能力的乡镇小产业主、都市白领、大学生群体等各个消费阶层（单瓶50元以上）。

图表27：进城务工人员群体中 30 岁以上的人口占比持续提升



资料来源：，华泰研究

图表28：22 年中国 30 岁以下人群酒类消费分布



资料来源：头豹研究院，华泰研究

根据“消费需求=消费人群基数*消费场景渗透率*消费价格”，我们预计 30-50 元是当前并且或将成为未来行业扩容的核心价位。

分价格带来看，我们预计 1) 30 元以下价格带未来将持续萎缩：“新国标”推出后，主要产品开始转型纯粮固态，生产成本和运营成本随之上涨，30 元被提升至光瓶酒的入门门槛，成本倒逼下我们预计未来 30 元以下白酒市场还将继续萎缩。目前曾经的标杆产品老村长等逐步衰落，而牛栏山陈酿（白牛二）以其深厚的品牌积淀、广泛的市场接受度、多年的渠道运营，成为这一价格的标杆产品。

3) 30-50 元价格带持续扩容：23 年以来 30-50 元价格带市场加速增长。从核心单品看，红星蓝瓶价格定位 30-40 元/瓶，近年来已成长为 30-40 元的标杆产品；玻汾、绿脖西凤的终端成交价在 50 元/瓶左右，目前是 50 元的标杆产品。未来随经济持续复苏、消费升级延续、百元以下光瓶对盒装替代，预计 50 元在未来三年或将成为光瓶酒消费的主流价格。

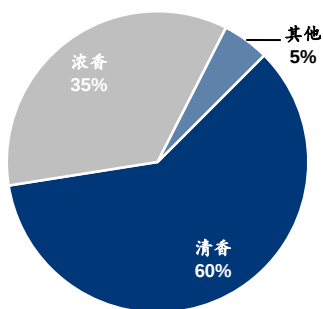
4) 50-70 元价格带稳中有增：该价格带的需求主要来自于消费理性后承接的过去百元盒装酒需求，以及对于光瓶酒口感有更高要求的消费群体，我们预计其未来容量将稳中有增。

5) 70-100 元价格带尚处培育期：该价格带尚处于市场布局占位期，未出现标杆单品，各龙头酒企加大布局静待市场放量，目前主要光瓶产品为老窖黑盖（官方建议零售价 98 元/瓶）。

香型维度，工艺决定酱香难以涉足光瓶酒，未来仍以清/浓/兼香为主

从香型维度看，光瓶酒基本以浓香、清香为主，大兼香持续扩容，而酱香尚无标杆。从市场特征来看，1) 浓香品牌集群庞大，当前全国名酒/地产名酒遍地开花，多年运营使其渠道网络与终端团队能力出众，具有广泛的消费群体；2) 清香成本优势显著，清香型白酒的成本相对较低，酿造工艺简化，酿造周期较短，契合百元以下光瓶酒的上量需求。3) 大兼香潜力较高，兼香打破了单一香型局限，可更加精准满足细分市场的消费需求。据酒业家，以郎酒为代表的兼香光瓶凭借“一大+一小（顺品郎+小郎酒）”的产品组合战略，在兼香光瓶酒中销量占据首位。

图表29：光瓶酒市场按香型划分的竞争格局



资料来源：云酒头条，华泰研究

图表30：清香型光瓶酒代表产品及主要特点

	大曲清香	小曲清香	麸(fu)曲清香
工艺特点	清蒸清烧，地缸固态发酵，清蒸两次清	清蒸清烧，小曲培菌糖化，配糟发酵	清蒸清烧，水泥池固态短期发酵
典型风格	无色透明，清香纯正，香味协调	清香纯正，具有粮食小曲特有清香和糟香	清香纯正醇和净爽
酿酒原料	高粱	高粱或小麦，稻谷	高粱
发酵容器	陶瓷地缸	水泥池（四川）；小坛、小罐（云南）	水泥池
低档酒产品	 黄盖玻汾53度	 江小白小瓶酒40度	 红星蓝瓶53度

资料来源：中国酒业协会，华泰研究



图表31：浓/清/酱/兼香型特点及低档价格带竞争优势

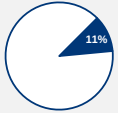
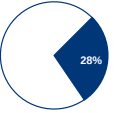
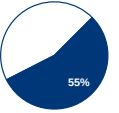
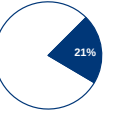
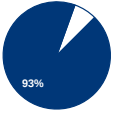
	浓香	清香	酱香	兼香
主要原材料	高粱、大米、小麦、玉米	高粱	红缨子高粱	高粱、小麦
曲种	酒曲原料为小麦，辅以豌豆，大麦；高温或中温曲	酒曲原料大麦、豌豆；中温曲	酒曲原料小麦；高温曲	浓兼酱为中温大曲；酱兼浓为高温大曲
用曲量	用曲22%左右	用曲20%左右	用曲量与粮食质量比1:1	\
工艺特征	混蒸混烧，续渣法万年糟	清蒸二次清，“清渣法”工艺，地缸发酵	两次投料，九次蒸煮，八次发酵，七次取酒	固态多轮次发酵，1-7轮为酱香工艺，8-9轮为混蒸混烧浓香工艺
发酵时间	45-90天	4-30天	约240天	约270天
陈酿/贮藏期	1-3年	1年	3年以上	1-3年
口感	浓香干爽、入口绵甜、芳香浓郁	清香芬芳、甘味柔和、酸甜协调	酱香突出、酒体醇厚、空杯留香	浓香带酱香、诸味协调
低档酒优势	品牌集群庞大 腰部开始发力（瞄准50-60元） 市场运营基础深厚	成本优势确保性价比突出 清香口味适合50元以下大众场景 玻汾已牢牢占据50元价格带	酱香口感风格优越 茅台高端引领提供价值背书	可满足多香型口感需求 具有一定的集群优势
低档光瓶代表	 五粮液绵柔尖庄大光50度 零售价：25元/500ml	 汾酒黄盖玻汾53度 零售价：51元/475ml	(缺少标杆产品)	 郎酒顺品郎红顺45度 零售价：60元/480ml
低档盒装代表	 五粮液红装50度 零售价：62元/500ml	(缺少标杆产品)	(缺少标杆产品)	(缺少标杆产品)

注：京东零售价格为 2024 年 4 月 29 日数据。

资料来源：中国酒业协会，，京东，华泰研究

酱香型白酒价格下沉的难点在于产量/成本/品牌的权衡。近年来，酱香品类百元价位逐渐起势，茅台、习酒、郎酒等酱酒名企在百元价格带均有布局，但目前百元以内酱酒尚无标杆性产品。1) 产量：据酒业家数据，23 年酱酒行业产量达 75 万千升，其中优质酱酒（坤沙基酒）约 45 万千升，但仍无法满足市场需求，更难言满足具有“走量”特征的光瓶酒的需求。2) 成本：酱香企业多年来一直构建的“好酱酒”即为“大曲坤沙”的消费者认知，但“大曲坤沙”的成本决定了 200 元以下难言“好酱酒”。3) 品牌：对于已经建立起消费认知的酱酒品牌，轻易介入“大众酱香”甚至“光瓶酱香”，会对自身品牌形象造成一定的负面影响。综合以上，我们预计未来光瓶酒行业仍将维持清/浓/兼为主的竞争态势。

图表32：近年来主流酱香酒企纷纷推出“大众酱香”产品

	300元以下	300-500元	500-800元	800-1500元	1500元以上
不同价格带下酱酒占比					
不同价格带的工艺区别	坤沙/碎沙/翻沙/串沙工艺，多采用坤沙/碎沙的混合酒，多数没有轮次概念，陈化老熟时间为1-2年	坤沙/碎沙工艺，轮次少于7次，为3-5次左右，发酵时间少于1年，陈化老熟时间为1-2年	坤沙工艺，严格遵循传统“12987”工艺，轮次完整，发酵时间1年，陈化老熟时间为2-3年	坤沙工艺，严格遵循传统“12987”工艺，轮次完整，发酵时间1年，陈化老熟时间为4年	坤沙工艺，严格遵循传统“12987”工艺，轮次完整，发酵时间1年，陈化老熟时间5年以上
大众酱酒代表（300元以下）	 茅台-台源 53度 推出时间：23年3月 京东零售价：130元 批价：150元	 郎酒-郎牌郎 53度 推出时间：22年10月 京东零售价：255元 批价：185元	 习酒-圆习酒 53度 推出时间：23年2月 京东零售价：175元 批价：82元	 洋河-贵酒（红） 53度 推出时间：23年5月 京东零售价：198元 批价：\	 珍酒-映山红 53度（大曲坤沙） 推出时间：22年8月 京东零售价：140元 批价：103元

注：京东零售价格和批价数据为 2024 年 4 月 29 日数据。

资料来源：酒业家，今日酒价，公司公告，，京东，华泰研究

龙战于野：系统性竞争时代，看好名酒自上而下势能引导

竞争要素：行业进入系统性竞争时代，不同价位竞争侧重点不同

光瓶酒市场四类主要参与者的优势与禀赋不尽相同，目前光瓶酒市场进入品牌/品质/渠道等多维度综合竞争阶段。一般而言，企业在布局光瓶产品线的初期由于资源有限，需依靠自身优势进行“单点破局”，形成了产品驱动、品牌驱动、渠道驱动三种早期成长模式，但当“边缘性单品”要做成“战略性单品”时，则要迅速补齐短板，进行“系统布局”。

图表33：低档酒市场的四类主要参与者的主要特征

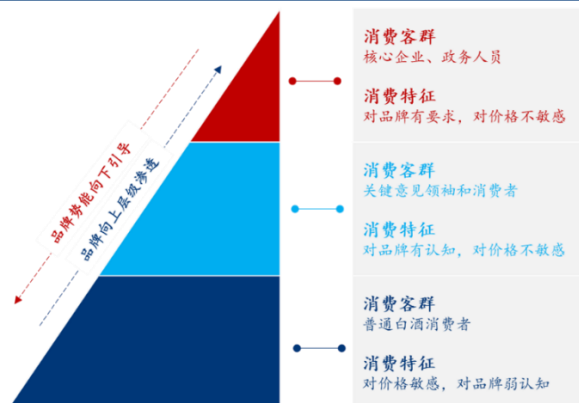
	光瓶起家光瓶酒	全国名酒光瓶酒	区域名酒光瓶酒	新派玩家
代表品牌	顺鑫农业（牛栏山） 老村长（谷色谷香） 红星股份（二锅头） 壹号酒庄（一担粮）	山西汾酒（玻汾） 五粮液（尖庄） 西凤酒（绿脖西凤） 郎酒股份（顺品郎） 沱牌舍得（T68）	古井贡酒（老瓷贡） 洋河（双沟大曲）	江小白（表达瓶） 光良（19/39/59）
主流价格带	10-50元/瓶	50-100元/瓶	20-60元/瓶	30-50元/瓶
品牌	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆
品质	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆
提价能力	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★☆☆
渠道	优：成熟的下沉渠道体系和营销团队 劣：在偏高价格带的渠道布局中相对较弱	优：整体渠道成熟 劣：不熟悉低端酒运作，低端酒资源投入有限	优：在特定区域内渠道建设完善 劣：省外市场难突破，投入高、周期长，光瓶放量会挤压自身盒装份额	优：C端运营能力强，互联网营销强 劣：在传统白酒渠道上布局相对较弱

注：蓝色实心星星越多表明品牌力/品质力/提价能力越高。

资料来源：酒业家，云酒头条，京东，华泰研究

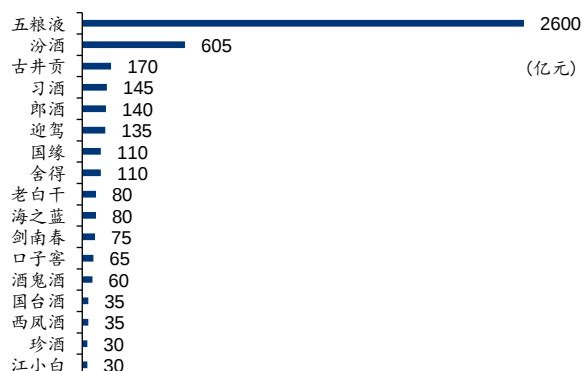
（1）品牌策略：光瓶酒的品类占据包含细分标签龙头的争夺和细分价格标杆的争夺。标签方面，在浓/清/酱/兼香型的份额争夺中酱香“下探”的难度较大，在品类营销上新派玩家的“数据瓶”更贴近年轻消费者；价格带方面，70元及以下细分价格带标杆产品均已确立（玻汾/红星蓝瓶/牛栏山陈酿），但百元附近价格带标杆产品虚位以待。整体来看，全国名酒的光瓶酒产品和光瓶起家的龙头企业更容易建立品牌优势。

图表34：品牌势能的引导示意图



资料来源：华泰研究

图表35：2023年部分白酒品牌的品牌价值情况



资料来源：《2023年胡润品牌榜》，华泰研究

（2）产品策略：品质是基础，光瓶酒消费者的核心需求在于“品价比”。近年来，各主要酒企纷纷推出“扫码领红包”政策，在保障产品品质和品牌需求的同时，降低价格并让利渠道和消费者，提升产品“品价比”。

图表36：部分酒企的中低档产品线的扫码红包政策梳理

公司	产品	时间区间	扫码红包政策
茅台	台源	23.09.01-23.10.31	开盖100%中奖，有666元、加五元得再来一瓶等现金红包奖励
习酒	圆习酒	22.04.15-23.12.31	红包金额从8.88-4999元、惊喜奖励限量珍藏版习酒
五粮液	尖庄	23.05.20-23.07.20	有机会中10001元现金大奖；有机会赢再来一瓶
泸州老窖	黑盖	23.06.01-23.10.31	红包金额1.88-888元，在开瓶扫码获奖之外，还会获得积分和成长值
郎酒	特曲	22.12.01-23.12.31	扫码送金条、再来一瓶、红包4.8元、18.8元，另设置10/5/2倍红包翻倍概率
舍得酒业	沱牌T68	23.04.01-24.03.31	开盖100%中奖，有1.68元、6.8元、68元、1999元现金红包

注：除茅台台源和习酒圆习酒为终端零售价100元以上的中档酒外，其他为低档酒。

资料来源：公司官网，京东，华泰研究

(3) 渠道策略：光瓶酒的低毛利要求其有更高的渠道周转率。当下，随着行业红利浪潮退去，单点深耕取代汇量增长成为主流，各酒企正加速挖掘渠道下沉深度，加快县区市场的精耕，以实现行业周期波动中的平稳过渡。以牛栏山为例，其通过大商模式，给予渠道较高的利润空间、加速产品周转快（一年8-12次，而低档盒装酒一般为3-4次），成功构建效率高、利润空间大的渠道网络，使得其在低档酒市场激烈的竞争中保持优势。

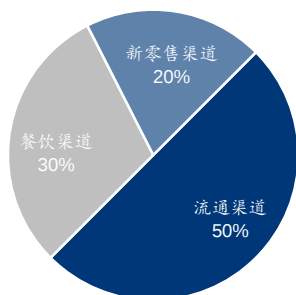
图表37：产品生命周期的不同阶段宜采用不同的渠道模式

	产品导入期	产品发展期	产品成熟期	产品衰退期
产品阶段	起步阶段	自然动销	认可度高	产品老化
品牌认知	☆☆☆☆	★★★★	★★★★	★★★★
场景渗透率	☆☆☆☆	★★★★	★★★★	★★★★
渠道模式	依赖于公司渠道建设/积极铺货/大商资源，需有足够的渠道利润	降低对渠道管理/经销商资源的依赖，终端/消费者圈层有自然流量	承接先前高速发展惯性，不需要费用投入/压货也可实现快速动销	需要深度分销并加强控盘分利，保证渠道利润
代表的低档酒单品	 泸州老窖黑盖	 五粮液尖庄	 汾酒玻汾	 牛栏山陈酿

注：蓝色实心星星越多表明品牌认知/品牌渗透率越高。

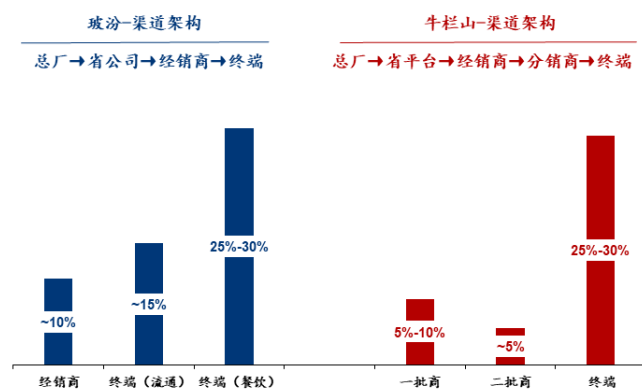
资料来源：波士顿咨询，华泰研究

图表38：2022年光瓶酒的渠道结构占比情况



资料来源：酒业家，华泰研究

图表39：玻汾与白牛二的渠道利润率情况



资料来源：公司公告，酒业家，渠道调研，华泰研究

在不同价格带水平下，对光瓶酒竞争要素的要求并不相同。1) 0-30元：产品主要为牛栏山/红星/老村长等传统光瓶起家的酒企，该价格带的消费者对价格敏感度较高，且竞品之间的可替代性强，消费者的试错成本低，故竞争要素的重要程度是渠道力>产品力>品牌力；2) 30-70元：核心标杆为玻汾/绿脖西凤/尖庄大光，该价位带消费者对品质、品牌要求提升，故竞争要素的重要程度是产品力>品牌力>渠道力；3) 70-100元：泸州老窖、汾酒、郎酒等均有布局，但目前该价格带尚未形成稳定格局，核心标杆产品尚未出现，我们认为竞争要素的重要程度是品牌力>产品力>渠道力。

图表40：白牛二与玻汾的详细对比图

	产品名称 白牛二 所属价格带 0-30元 竞争要素排序 渠道>产品>品牌		产品名称 黄盖玻汾 所属价格带 30-70元 竞争要素排序 产品>品牌>渠道
	终端成交价 餐饮：18.0元/500ml 京东：16.0元/500ml 二批价 12.9元/500ml 一批价 12.3元/500ml 出厂价 11.3元/500ml 提价能力 渠道内提价能力强		终端成交价 流通：50元/475ml 餐饮：60元/475ml 京东：51元/475ml 经销商批价 42.5元/475ml 出厂价 38元/475ml 提价能力 终端提价能力强
	回款节奏 每1-1.5个月打款 渠道库存 平均30天以内 季节特征 旺季是Q4，淡季是Q3 渠道结构 流通：餐饮=6:4 流通渠道 小超市、夫妻烟酒店等		回款节奏 每1-1.5个月打款 渠道库存 平均30天左右 季节特征 旺季是Q1，淡季是Q2 渠道结构 流通：餐饮=6:4 流通渠道 核心烟酒店等

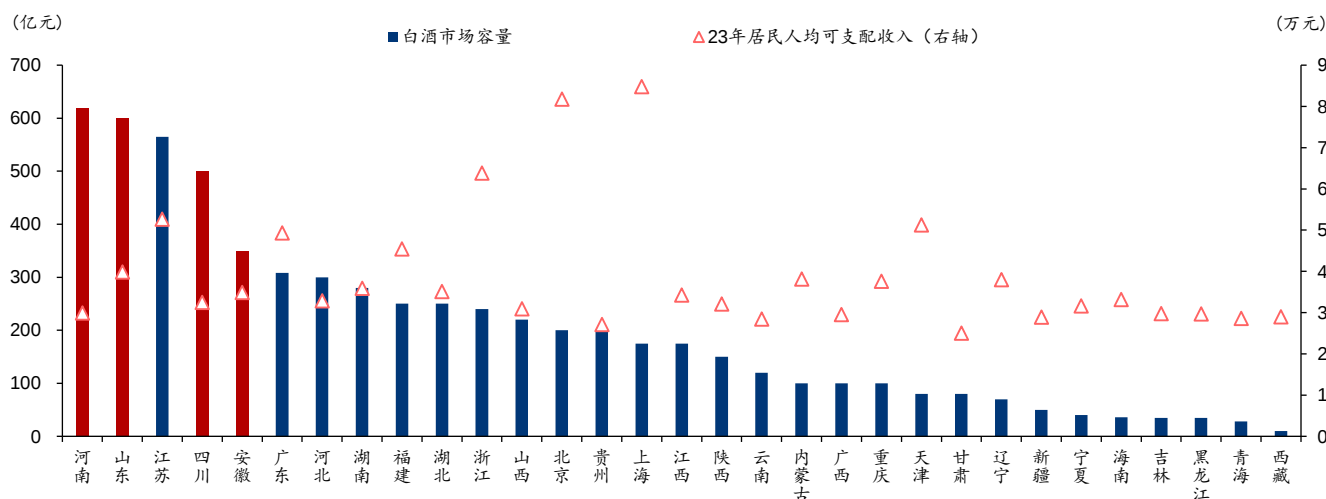
注：京东零售价格为2024年4月29日数据。

资料来源：渠道调研，今日酒价，京东，公司公告，公司官网，华泰研究

市场布局：全国化是光瓶酒参与竞争的必经之路

光瓶起家并实现泛全国化布局的酒企，成功的关键在于长期积累的品牌资产、深思熟虑的**市场扩张战略**。例如，牛栏山等品牌凭借着经过时间检验的产品质量和深入人心的品牌影响力，逐步从区域市场扩张到全国市场。据酒业家，19年牛栏山已实现北京、山东、河北三个10亿级市场，以及合计22个亿级以上省级市场。牛栏山、红星等企业在市场布局上采取的是“点、线、面”相结合的策略。从核心城市出发，利用经济较发达、人口密集的区域作为突破点，通过构建强大的分销网络和销售渠道，进而辐射至周边低线城市，最终实现更高的市场覆盖率。

图表41：全国31省市的白酒市场容量及23年居民人均可支配收入情况



注：由于数据可得性，北京/天津/河北/山西/上海/江苏/浙江/江西/山东/河南/湖南/广东/广西/海南/四川/贵州/西藏的白酒市场容量为22年数据，其余皆为21年数据。

资料来源：酒业家，云酒头条，酒说，微酒，国家统计局，华泰研究

全国性名优酒企通过品牌势能和辐射带动战略实现全国化布局。全国性名酒品牌主要是通过其品牌势能，优先选择在经济发达、人口密集的城市群如京津冀、长三角、珠三角进行市场布局，借助这些地区的经济发展和人口基数优势，快速建立起品牌影响力，实现从高线城市向低线城市的辐射带动效应。因此，通过在一二线城市的高频率饮用和高品牌忠诚度，全国化品牌能在全国范围内打造庞大的销售网络，确保其市场份额和品牌可持续发展。但与此同时，地方性酒企则依靠深耕细作和区域市场的精准开发来确保在特定区域内的市场优势，但如何向省外以至于向全国破局，则是企业需要重点思考的问题。

图表42：2022年四类酒企的优势市场及部分营收规模情况（销售口径，亿元）

区域	光瓶起家光瓶酒			全国名酒光瓶酒					区域名酒光瓶酒		新派玩家		区域
	牛栏山	红星	老村长	玻汾	五粮液尖庄	老窖黑盖	郎酒顺品酒	绿脖西风	双沟大曲	老贡贡	江小白	光良	
华北	北京	10+											北京
	天津												天津
	河北	10+	10					1+					河北
	山西												山西
	内蒙古												内蒙古
东北	辽宁												辽宁
	吉林												吉林
	黑龙江												黑龙江
华东	上海												上海
	江苏	15	5	3				1.5					江苏
	浙江												浙江
	安徽	5+	1-2	2-3								1-2	安徽
	福建												福建
	江西												江西
华中	山东	10+	1-5										山东
	河南		3	6									河南
	湖北												湖北
华南	湖南												湖南
	广东												广东
	广西												广西
西南	海南												海南
	重庆												重庆
	四川	2	2.5										四川
	贵州												贵州
	云南												云南
西北	西藏												西藏
	陕西				1+		1+	2					陕西
	甘肃												甘肃
	青海												青海
	宁夏												宁夏
	新疆												新疆
合计	81	23	10+	75	25-30	2	10+	10+			30	30+	

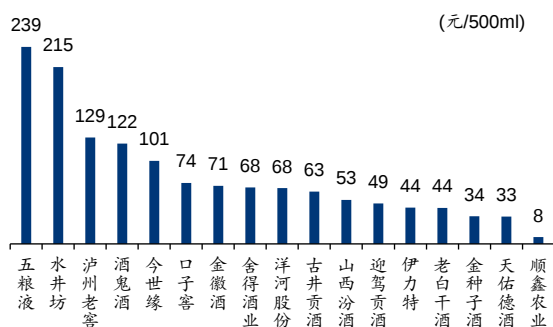
注：牛栏山、尖庄的合计营收为报表口径，其余数据均为销售口径。

资料来源：，酒业家，云酒头条，酒说，微酒，华泰研究

企业比较：龙战于野、未来已来，看好名酒自上而下势能引导

上市酒企产品布局战略重心各有不同。12年高端白酒发展受阻，名酒纷纷“下探”布局，但此时低档产品线尚未成为酒企的核心战略方向。随着白酒“新国标”的全面实施，22年有望成为中国高品质光瓶酒元年，全国名酒企业也不断发力光瓶酒抢占细分市场。22年6月泸州老窖大光瓶战略核心单品“黑盖”正式上市，建议零售价98元/瓶；22年8月份酒献礼版上市，建议零售价为109元/瓶；23年2月，五粮液系列酒品牌“尖庄·荣光”新品上市发布，建议零售价59元/瓶。

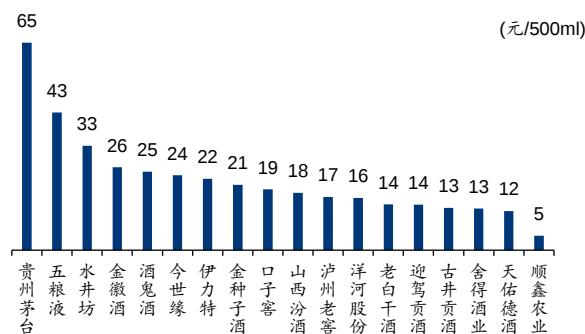
图表43：22年白酒上市公司单瓶收入测算（白酒收入/白酒销量）



注：贵州茅台22年单瓶白酒收入为817元/500ml，为保证图表协调故未显示。

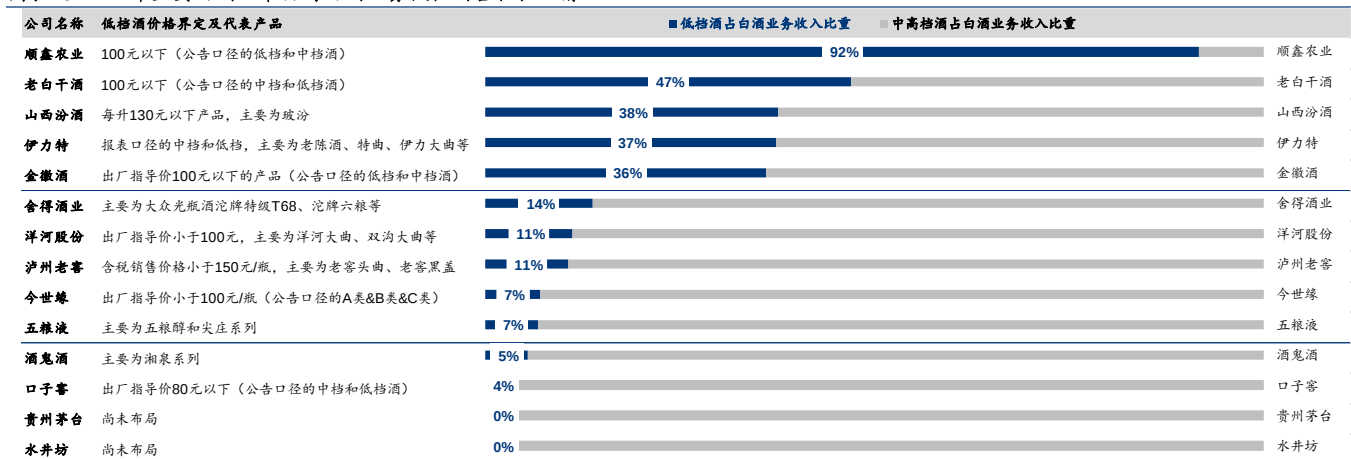
资料来源：，华泰研究

图表44：22年白酒上市公司单瓶成本测算（白酒成本/白酒销量）



资料来源：，华泰研究

图45：22年主要白酒上市公司白酒业务低档酒营收占比情况



资料来源：公司公告，酒业家，渠道调研，华泰研究

综合各竞争要素来看，山西汾酒旗下玻汾和顺鑫农业旗下牛栏山当前竞争优势明显。1) 从产品力看，沱牌 T68 质量等级被评为“特级”，而其他产品多为“优级”，白牛二在“新国标”下不再归属于白酒，综合价格数据后最具“品价比”的光瓶酒产品为红星蓝瓶、绵柔尖庄大光，其次为玻汾、沱牌 T68、绿脖西凤等。2) 从品牌力看，以光瓶酒起家的老牌“民酒”酒企和当下的“名酒”酒企在品牌力上更具优势，玻汾、尖庄、牛栏山、绿脖西凤等均有较强的品牌优势。3) 从渠道看，据马上赢数据，玻汾和牛栏山在全国的线下铺市率分别为 30%和 58%，相比之下尖庄仅为 4%，玻汾和牛栏山的终端利润率在 15%-25%之间，玻汾和牛栏山的渠道推力相较于其他产品而言更强。4) 从市场布局看，牛栏山已进入泛全国化阶段，玻汾自 18 年开启全国化后目前已取得亮眼成绩，其他光瓶产品目前市占率仍较低，尚处于区域点状布局阶段。5) 从战略定位看，不同酒企对光瓶产品的定位和重视程度不同，其中牛栏山系列目标三年内重回百亿规模，沱牌 T68 剑指浓香高线第一品牌，自上而下的战略指引有助于推动产品快速发展。综合来看，山西汾酒旗下的玻汾系列和顺鑫农业旗下的牛栏山系列竞争力最强，二者也为当下光瓶赛道的龙头与标杆。



图表46：部分名优光瓶酒核心参数对比

公司名称 股票代码 核心单品	山西汾酒 600809 黄盖玻汾	顺鑫农业 000860 白牛二	红星股份 (未上市) 红星蓝瓶	西凤酒 (未上市) 绿脖西凤	郎酒股份 (未上市) 顺品郎红顺	五粮液 000858 绵柔尖庄大光	舍得酒业 600702 沱牌T68	泸州老窖 000568 黑盖
香型	清香	浓香	清香	凤香	兼香	浓香	浓香	浓香
品质评分	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆
生产原料	水高粱大麦豌豆	水高粱液态法食用香料	高粱水大麦豌豆	水高粱大麦小麦豌豆	水高粱小麦大米糯米玉米	水高粱大米糯米小麦小麦玉米	水高粱大米糯米小麦玉米大米	水高粱小麦
执行标准	GB/T10781.2	GB/T20822	GB/T10781.2	GB/T19508	GB/T23547	GB/T10781.1	GB/T21822	GB/T10781.1
质量等级	优级/特级	固液法（非白酒）	优级	优级	优级	优级	特级	优级
口感	入口绵落口甜回味长	醇厚净爽	醇厚甘冽清香纯正	甘润挺爽尾净悠长	绵甜净爽余味悠长	绵甜醇厚郁香不腻	绵甜甘美特醇正复合幽雅特香浓	甜香净醇余味悠长
“品价比”评分	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆
产品规格	53度/475ml	42度/500ml	53度/500ml	55度/500ml	45度/480ml	50度/500ml	50度/480ml	42度/500ml
零售价（元/瓶）	51	16	35	50	60	25	68	88
批价（元/瓶）	40.5	\	\	40	\	\	\	78
品牌力评分	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆
宣传标语	\	正宗牛栏山地道北京味	北京二锅头始创者	沉淀历史父辈记忆	浓香兼香都市光瓶酒	\	悠悠岁月酒滴滴沱牌情	高品质光瓶引领者
23年所属公司品牌价值（亿元）	409	41	20	81	261	2860	74	768
渠道力评分	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
渠道利润率	经销商环节~10% 终端流通环节~15% 终端餐饮环节~25%	一批商环节~10% 二批商环节~5% 终端环节~25%	\	终端环节~25%	\	\	\	经销商环节~30%
全国铺市率	30%	58%	\	陕西省内77%	成都85%+	4%	\	\
全国化评分	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
所属系列	玻汾系列	牛栏山系列	红星二锅头	绿脖西凤	顺品郎	尖庄系列	T68	黑盖
产品产地	山西	北京/河北/四川	北京/天津/山西/晋中	陕西宝鸡	四川古蔺/泸州	四川宜宾	四川遂宁	四川泸州
优势市场	华北/华东	泛全国化	河北/山东/四川	陕西/河北/江苏	四川/河北/山东	四川/河北/河南	四川/山东/河北	四川/河北
22年系列营收（亿元，销售口径）	75	81	23	10+	10+	25-30	3-4	2
22年光瓶酒市场占有率	6.54%	7.07%	2.01%	0.87%	0.87%	2.36%	0.31%	0.17%
战略定位评分	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
22年低档酒占公司营收比重	30%-40%	90%+	80%-90%	15%-25%	15%+	5%-10%	10%-15%	10%-15%
22年所属公司总实际产能	17.6万千升	58.8万千升	22年新增5万吨	优质大曲3万吨 优质基酒5万吨	酱酒产能6万吨 储量18万吨	10.43万吨	4.1万千升	17万吨
公司对系列产品的目标	抓青花、强腰部、稳玻汾	三年时间重回百亿	在二锅头赛道保持领跑地位	打造为后百亿时代的超级大单品	目标为中国都市光瓶酒旗帜品牌	24年尖庄目标开瓶数同比翻倍	剑指浓香高线第一品牌	定位为公司塔基产品

注：1）牛栏山、尖庄的合计营收为报表口径，其余营收数据为销售口径；2）京东零售价格和批价为2024年4月29日数据；3）黄盖玻汾/白牛二/尖庄的铺市率数据为24年3月数据，绿脖西凤/顺品郎铺市率为23年数据。

资料来源：，酒业家，云酒头条，酒说，微酒，京东，今日酒价，华泰研究

综上，光瓶酒市场正进入一个系统性竞争时代，全国名酒企业通过综合运用品牌、产品和渠道的竞争优势，能够在光瓶酒市场中系统布局。我们持续看好全国名优酒企通过品牌势能自上而下辐射光瓶酒产品线，以及区域间的辐射带动实现光瓶酒的全国化布局，当前推荐光瓶酒布局优势突出的山西汾酒，建议关注在光瓶酒市场上具备传统优势的顺鑫农业、以及舍得酒业高线光瓶 T68 在光瓶酒行业的破局。

附录：市场主流光瓶酒产品介绍

(1) 山西汾酒-玻汾：名酒基因强劲，玻汾引领光瓶酒升级

玻汾在品质（纯粮固态发酵）/品牌（中国传统名酒）/品类（清香成本优势且周转快）/渠道（全国线下铺市率 30%）方面均有优势，23 年已成为百亿级（销售口径）大单品。玻汾是山西汾酒旗下的中低端产品线，采用纯粮固态发酵和清香型白酒制作工艺，具备成本优势且清香口味适合大众场景，具体单品包括红盖玻汾（聚焦省内）、黄盖玻汾（聚焦省外）、乳玻汾等。2018 年玻汾系列开始加快全国化市场布局，扩张终端数量并努力提升产品占有率。2021 年公司就玻汾系列的战略转为“稳玻汾”，开始产品结构化转型，玻汾系列稳中有升。2022 年 8 月上市的献礼版玻汾零售价突破百元，新品推出进一步完善了玻汾系列的产品结构，迎合了消费升级的需求，同时也是对渠道利润的补充。据马上赢数据，24 年 3 月玻汾的全国线下铺市率达到 30%，终端覆盖广度领先竞品。综合而言，玻汾系列借助于品质/品牌/品类/渠道，23 年已成为百亿级（销售口径）大单品，预计未来势能仍将延续。

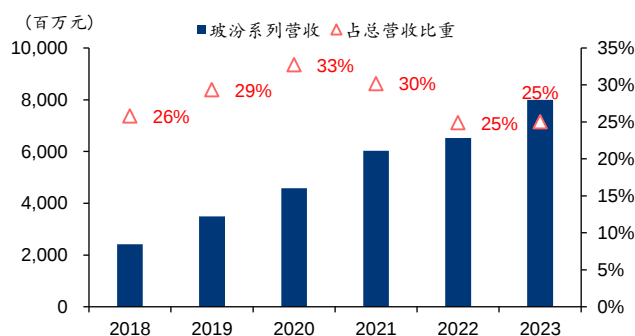
图表47：玻汾系列示意图及零售价情况

	黄盖玻汾	红盖玻汾	乳玻汾	献礼版
图示				
规格	53度/475ml	42度/475ml	48度/475ml	53度/500ml
批价（元）	40.5	38	55	/
京东零售价（元）	51	50	60	128

注：京东零售价格和批价为 2024 年 4 月 29 日数据。

资料来源：今日酒价，酒价参考，京东，华泰研究

图表48：玻汾系列营收（报表口径）及占总营收比重

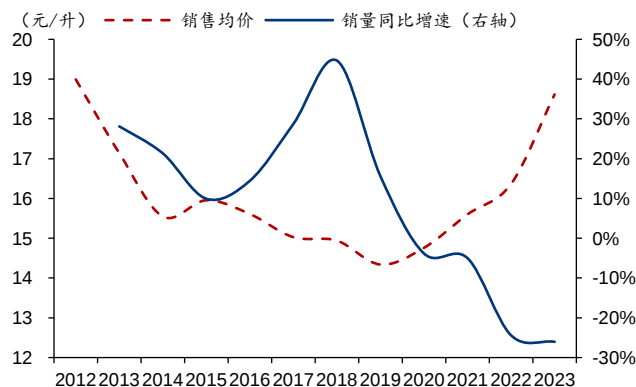


资料来源：公司公告，华泰研究

(2) 顺鑫农业-牛栏山：白牛二优势显著，期待金标放量升级

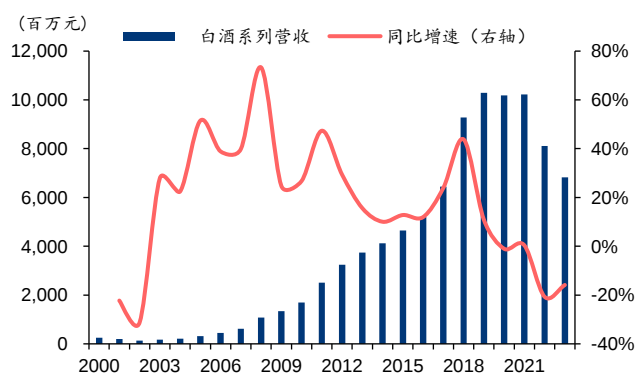
牛栏山系列将借助于品牌（民酒中的名酒）/渠道（泛全国化营销网络）/产能（实际产能 59 万千升），积极完成产品结构提升，目标三年内让牛栏山系列重回百亿销售规模。牛栏山作为民酒中的名酒，在市场上拥有长期积累的品牌影响力，在华北等地区俨然成为一种文化符号。2019 年牛栏山媒体恳谈会中宣告牛栏山系列营收跨越百亿，此后牛栏山全国化进程继续推进，产品结构持续优化。“新国标”的落地促使牛栏山加速进行产品结构升级（由白牛二升级为金标陈酿）。此外，顺鑫农业 22 年实际产能为 58.8 万千升（99.7%为牛栏山系列产能，山西汾酒为 17.6 万千升、舍得酒业为 4.1 万千升）。2024 年 2 月，在牛栏山酒厂召开的 2023 年度厂务公开暨总结表彰大会，公司表示短期目标是用三年时间让牛酒重回百亿销售规模，长期目标是让牛栏山持续成为中国最具影响力的民酒品牌。

图表49：顺鑫农业的白酒业务近年来呈现“量跌价增”态势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表50：顺鑫农业白酒业务营收及同比增速情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表51：牛栏山产品矩阵及电商零售价格情况

	绿牛二	白牛二	精制陈酿	金标陈酿	一号特酿	珍品二十	陈酿三牛	百年红12	珍品三十青龙	经典二锅头黄龙	魁盛号手工原浆
图示											
规格	46度/500ml	42度/500ml	43度/500ml	42.3度/500ml	43度/500ml	52度/450ml	52度/400ml	53度/500ml	46度/500ml	52度/500ml	53度/618ml
京东零售价（元）	16	16	25	46	59	68	150	193	255	475	798

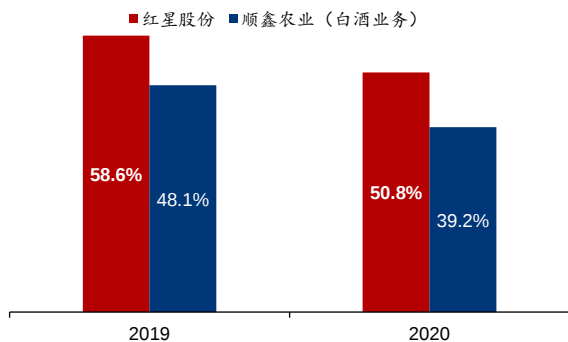
注：京东零售价格为 2024 年 4 月 29 日数据。

资料来源：公司公告，京东，华泰研究

（3）红星股份-红星二锅头：北京二锅头品类始创者，30 元价位标杆

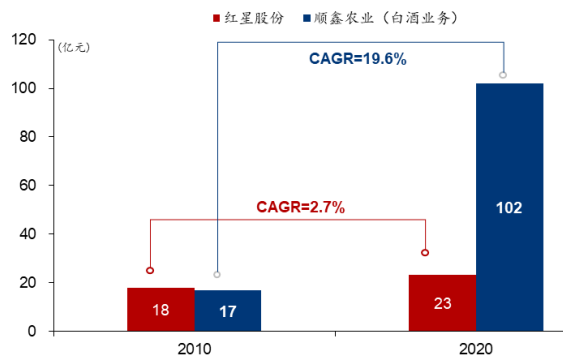
红星蓝瓶借助于产品（“高品价比”）/品类（大清香时代积蓄势能）优势，树立 30 元价格带标杆。1949 年 5 月，红星前身华北酒业专卖公司实验厂成立，开创了北京二锅头品类。据大豪科技披露公告数据，19-20 年红星股份分别实现营收 26.4/23.4 亿元，其中低档酒营收 21.8/19.7 亿元。相较于牛栏山而言，红星受益于清香型工艺的成本优势，20 年毛利率为 50.8%，显著高于牛栏山的 39.2%；且红星蓝瓶不仅采用纯粮固态酿造技艺，且终端零售价仅为 35-40 元左右，和竞品相比“品价比”极为突出。展望来看，红星基于清香白酒的品质优势，坚守纯粮固态酿造技艺，有望进一步借助大清香时代的到来积蓄势能，在二锅头品类赛道中保持领跑地位。

图表52：红星股份的毛利率高于牛栏山



资料来源：公司公告，华泰研究

图表53：牛栏山营收年复合增长率为红星的 7.3 倍（2010-2020 年）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表54：红星产品矩阵及电商零售价格情况

	小二	大二	蓝瓶	大曲酿	纯粮兼香	醇和紫坛	蓝花瓷	钰玺煌钰	红星高照·宗师1949
图示									
规格	56度/100ml	52度/500ml	53度/500ml	52度/500ml	42度/500ml	43度/500ml	46度/500ml	53度/500ml	52度/500ml
京东零售价（元）	7	21	35	68	23	108	268	339	780

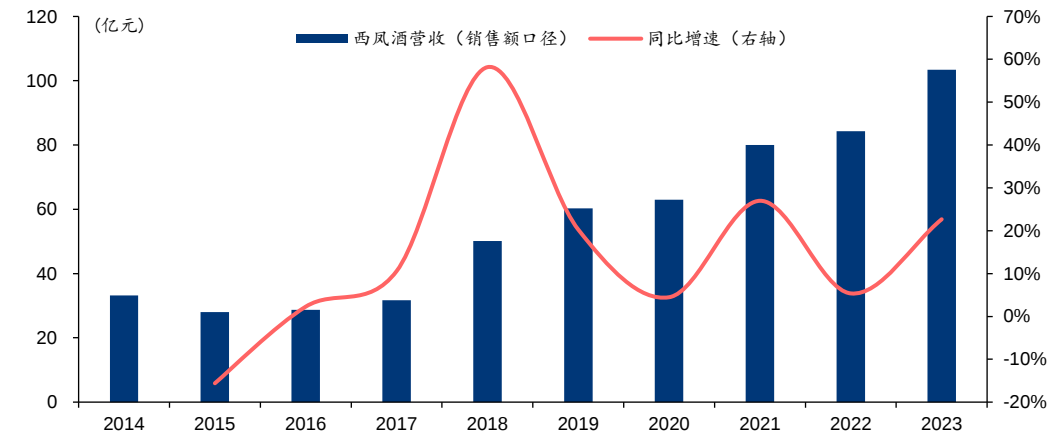
注：京东零售价格为 2024 年 4 月 29 日数据。

资料来源：公司公告，京东，华泰研究

（4）西凤酒-绿脖（瓶）西凤：中国老四大名酒之一，口粮酒中的高流量单品

绿脖西凤借助品牌（中国传统名酒）/品类（凤香型差异化优势）/市场（深耕基地市场后向全国化进发），已成为大众消费中的区域性高流量单品，销售体量预计超 10 亿。西凤酒口感独特且极具辨识度，在第一届全国评酒会上（1952 年）获得“中国名酒”称号，品牌力突出。2020 年，绿瓶西凤已基本实现全国经销商布局；2023 年 5 月，公司在绿瓶西凤酒经销商表彰大会上表示，绿脖西凤连续 10 年量价齐升，22 年单箱渠道销售价格提升约 5%，基本实现单瓶零售价格突破 55 元。据酒业家调研，绿瓶西凤销售额已过十亿，在陕西大本营市场位居光瓶酒销售第一。

图表55：西凤酒整体营收及同比变动情况



资料来源：公司官网，华泰研究

图表56：西凤酒产品矩阵及批价情况

	绿瓶西凤	红盖绿瓶	华山论剑10年	华山论剑20年	华山论剑30年	华山论剑50年	红西凤
图示							
规格	55度/500ml	52度/500ml	52度/500ml	52度/500ml	55度/500ml	52度/500ml	52度/500ml
批价 (元)	40	/	130	255	380	480	740
京东零售价 (元)	50	238	153	272	468	1128	999

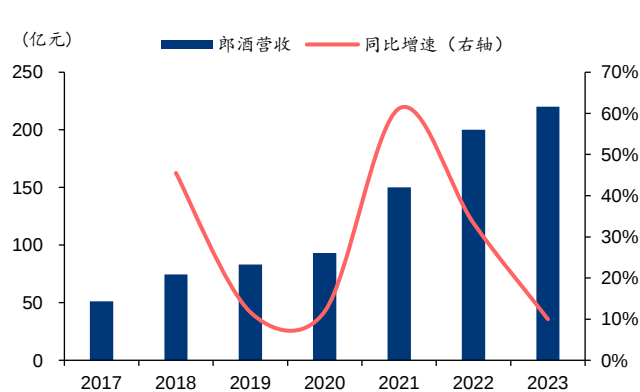
注：京东零售价格和批价为 2024 年 4 月 25 日数据。

资料来源：公司公告，今日酒价，京东，华泰研究

(5) 郎酒-顺品郎&小郎酒：目标未来 3-5 年破百亿，打造公司第二曲线

顺品郎和小郎酒将借助于品质（赤水河酱香黄金产区和长江上游浓香黄金产区）/品类（浓酱兼香型差异化优势），目标未来 3-5 年破百亿。23 年 8 月，公司提出要在未来 3-5 年实现小郎酒事业部（小郎酒+顺品郎）销售规模破 100 亿，将小郎酒打造成中国小瓶白酒第一品牌，将顺品郎打造成中国都市光瓶酒旗帜品牌。2024 年 1 月，公司在 2023 品牌年会上宣布，小郎酒事业部升级为顺品郎事业部。从单品来看，**1) 小郎酒**：据郎酒股份消息，23 年小郎酒销量超 2.2 亿瓶；据酒业家调研数据，22 年小郎酒销售体量在 20 亿元左右。**2) 顺品郎**：据酒业家调研数据，22 年顺品郎销售体量在 10 亿元左右。

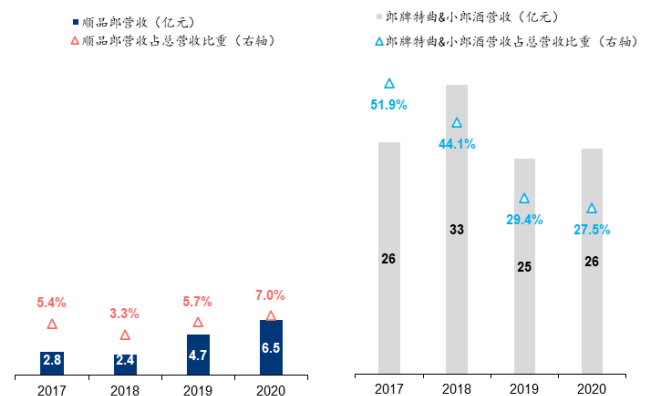
图表57：郎酒整体营收及同比变动情况



注：2017-2020 为报表口径，源自郎酒 IPO 报告；2021-2023 为销售口径。

资料来源：公司公告，公司官网，酒业家，华泰研究

图表58：顺品郎/小郎酒&郎牌特曲营收情况（报表口径）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表59： 郎酒产品矩阵及批价情况

	小郎酒	顺品郎红	顺品郎蓝	特曲T3	特曲T6	特曲T8	特曲T9	红花郎10（酱）	青花郎（酱）
图示									
规格	45度/100ml	45度/480ml	45度/480ml	50度/500ml	50度/500ml	50度/500ml	50度/500ml	53度/500ml	53度/500ml
批价（元）	/	/	/	75	89	115	190	285	825
京东零售价（元）	17	60	67	139	115	169	369	370	1470

注：京东零售价格和批价为 2024 年 4 月 29 日数据。
资料来源：公司公告，今日酒价，京东，华泰研究

（6）五粮液-尖庄系列：五粮液浓香酒公司四大核心战略品牌之一

尖庄系列借助于品牌优势，成为公司百元价格带的重要产品。据五粮液浓香酒公司 24 年市场工作会上发布信息，2024 年尖庄的目标开瓶数要在 2023 年基础上再翻倍，尖庄将在坚定“大光+荣光”为主导的光瓶矩阵基础上“控量大光”，并在消费者培育上深度链接 C 端，在渠道建设上继续强化终端建设。

图表60： 尖庄系列产品矩阵及价格情况

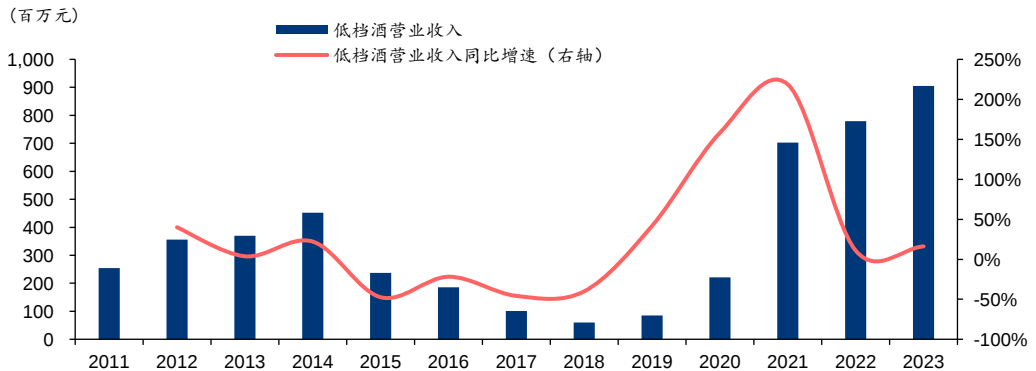
	红优	大光（绵柔）	大光（红盖）	荣光	高光
图示					
规格	50度/500ml	50度/500ml	50度/588ml	52度/500ml	50度/500ml
京东零售价（元）	45	25	29	66	73

注：京东零售价格为 2024 年 4 月 29 日数据。
资料来源：京东，华泰研究

（7）舍得酒业-沱牌 T68：剑指浓香高线第一品牌

沱牌 T68 优势在于品质（纯粮酿造“特级”产品）和公司战略聚焦，公司剑指浓香高线第一品牌，目前体量在 3-4 亿元。从品质来看，T68 实现国标“特级”酒体，优于多数竞品的“优级”标准。自沱牌焕新以来，舍得酒业对其进行了一系列调整，包括产品升级、市场定位和营销推广等方面的系统性优化，将其打造为“第二增长曲线”。2023 年，以沱牌系列产品为代表的普通酒实现 9.05 亿元营收，同比增长 16.1%，占舍得酒业酒类营收的 13.8%，预计沱牌 T68 体量约 3-4 亿元。

图表61： 舍得酒业低档酒营收及同比增速情况



资料来源：公司公告，华泰研究

(8) 泸州老窖-低档酒：黑盖定位高线光瓶，天府粮仓主攻乡镇市场

老窖黑盖借助于品牌优势（中国传统名酒）和战略定位（填补老窖二曲产品空缺），目前尚处于产品导入期。老窖黑盖是公司大光瓶战略的重要产品，定位为“国民口粮酒”，产品分为 500ml 和 250ml 两款，建议零售价分别为 98 元/瓶和 68 元/瓶，目前正在逐步导入市场。此外，2024 年 3 月 18 日，泸州老窖携手四川省供销社联合研发的新品“泸州老窖·天府粮仓”系列上市发布，具体产品包括纯粮原浆 V3、幸福配方 V5、品味浓香 V9，分别定价 49/258/598 元，主攻乡镇市场。

图表62：报告提及公司一览表

名称	代码	名称	代码
顺鑫农业	000860 CH	口子窖	603589 CH
老白干酒	600559 CH	贵州茅台	600519 CH
山西汾酒	600809 CH	水井坊	600779 CH
伊力特	600197 CH	红星股份	未上市
金徽酒	603919 CH	西凤酒	未上市
舍得酒业	600702 CH	郎酒股份	未上市
洋河股份	002304 CH	老村长	未上市
泸州老窖	000568 CH	江小白	未上市
今世缘	603369 CH	光良酒业	未上市
五粮液	000858 CH	贵州习酒	未上市
酒鬼酒	000799 CH	壹号酒庄	未上市

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

市场需求不达预期的风险。如果宏观经济的波动程度大于预期，对于消费者的收入产生负面影响，可能直接影响消费意愿，这会对食品饮料行业的需求造成负面影响。

市场竞争激烈超过预期的风险。如果品牌商通过价格战的方式抢夺市场份额，会给企业的盈利能力带来负面影响。

食品安全问题。如果出现食品安全问题，消费者对出问题品牌的品质控制能力产生疑问，进而对企业的销售产生负面影响。

图表63：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
山西汾酒	600809 CH	买入	258.05	301.56	314,812	6.64	8.56	10.77	13.11	38.86	30.15	23.96	19.68
顺鑫农业	000860 CH	增持	18.71	21.44	13,878	-0.91	-0.40	0.67	0.94	-20.56	-46.78	27.93	19.90
舍得酒业	600702 CH	买入	74.38	111.24	24,781	5.06	5.32	6.18	7.31	14.70	13.98	12.04	10.18

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表64：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
山西汾酒 (600809 CH)	23 年圆满收官，24 年延续增长势能可期 公司 23 年营收/归母净利 319.3/104.4 亿（同比+21.8%/+28.9%），其中 23Q4 营收/归母净利 51.8/10.1 亿（同比+27.4%/+2.0%）。24Q1 实现营收/归母净利 153.4/62.6 亿（同比+20.9%/+30.0%）。23 年公司延续高速增长和结构优化趋势，归母净利率同比+1.8pct 至 32.7%，费用投放效率也持续优化。展望 24 年，公司将继续围绕“13348”思路，青 20 和玻汾卡位次高端入门级价格带和口粮酒市场，老白汾享受大众价位红利，结构优化有望渐次演绎，经营向上趋势不改。我们预计 24-26 年 EPS 10.77/13.11/16.04 元，参考可比公司 24 年 PE 均值 17x（一致预期），23-25 年净利 CAGR（25%）高于可比公司均值（18%），给予 24 年 28x PE，目标价 301.56 元，“买入”。 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2024 年 04 月 26 日 点击下载全文：山西汾酒(600809 CH,买入)：2023 圆满收官，2024 持续释能
顺鑫农业 (000860 CH)	地产业务剥离，24 年主业更加清晰 23 年营收/归母净利/扣非净利 105.9/-3.0/-5.7 亿，营收同比-9.3%(22 年对应归母/扣非净利均为-6.7 亿)；23Q4 营收/归母净利/扣非净利 17.9/-0.03/-2.8 亿，营收同比-30.6%。24Q1 营收/归母净利/扣非净利为 40.6/4.5/4.5 亿（同比-0.8%/+37.4%/+37.4%）。23 年白酒业务以稳固市场、营销发力、品牌升级和保障体系完善为核心；猪肉业务仍受整体供大于求、产能去化的影响；而 23 年公司剥离房地产业务产生的税费及非经常性损益等影响盈利。展望来看，公司剥离房地产业务后主业更加清晰，白酒业务有望持续受益口粮酒需求景气。我们预计 24-26 年 EPS 0.67/0.94/1.13 元，参考可比公司 24 年平均 28xPE（一致预期），考虑到外部环境催化下的口粮酒红利，给予其 24 年 32x PE，目标价 21.44 元，“增持”。 风险提示：行业竞争加剧、食品安全、口粮酒需求不及预期。 报告发布日期：2024 年 04 月 27 日 点击下载全文：顺鑫农业(000860 CH,增持)：聚焦主业更坚定，目标百亿再出发
舍得酒业 (600702 CH)	24Q1 略有承压，系次高端价位压力+短期库存去化为主，期待环比改善 24Q1 实现营收/归母净利 21.1/5.5 亿，同比+4.1%/+3.4%。24 年春节，公司增强了渠道反向红包的激励，节前动销数据环比改善，渠道库存维持在可控范围内，公司短期经营重心以库存去化为主。展望来看，公司秉持长远眼光，坚守老酒战略不动摇；同时明确平台化布局，持续培育藏品 10 年、舍之道、T68 等单品，加大消费者培育与宴席市场推广力度，市占率提升可期。期待随着 24 年外部环境的持续优化，公司有望继续保持稳健增长的态势。我们维持盈利预测，预计 24-26 年 EPS 6.18/7.31/8.73 元，参考可比公司 24 年平均 PE 16x（一致预期），考虑其具备更强的全国化潜力，享受估值溢价，给予其 24 年 18x PE，维持目标价 111.24 元，维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2024 年 04 月 26 日 点击下载全文：舍得酒业(600702 CH,买入)：保持稳健，蓄力长期

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、宋英男，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 贵州茅台（600519 CH）、今世缘（603369 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、宋英男本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 贵州茅台（600519 CH）、今世缘（603369 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司