

食品饮料

 横跨第三、四消费时代的光瓶酒，大有可为
光瓶酒行业系列报告之一

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

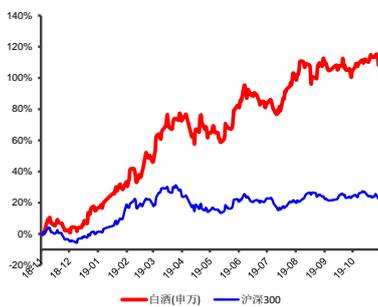
分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.22

行业-市场走势对比

相关报告

- 《白酒估值体系的再思考：白酒周期属性弱化，估值中枢有望上移》
- 《酱酒行业深度报告：茅台千元时代，酱香黄金时代》
- 《高端酒行业报告：登高而望远，来者犹可追》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
顺鑫农业	51.80	0.77	1.30	1.75	2.27	25.00	24.45	29.42	22.06	0.73	买入
山西汾酒	94.49	1.09	1.69	2.22	2.76	52.27	20.69	42.56	34.24	1.42	买入

备注：股价为2019年11月22日收盘价。

投资要点

- **前言：日本消费社会研究专家三浦展的一书《第四消费时代》，近期流传颇广。书中将社会的消费分为四个时代，其中第三消费时代的特点是品牌化、个性化，第四消费时代回归理性，讲究性价比。日本社会结构呈现橄榄型，中产阶级比较多，消费时代划分的非常的清晰。而我国人口基数大，基尼系数偏高，我们认为中国的第三、第四消费时代同时并存，光瓶酒就是个很好的代表。**
- **作为盒装酒的对应产品，光瓶酒近年来热度持续升温，在白酒行业进入存量竞争的大背景下，光瓶酒子行业仍保持每年15%以上的快速增长，且主流价位持续升级，目前主流酒企几乎都推出了自己的光瓶酒产品，龙头牛栏山、玻汾等更是在全国化推进下持续高成长，以上种种迹象都表明光瓶酒正在站上行业风口。本篇为光瓶酒系列报告第一篇，我们将详细阐述光瓶酒行业成长路径与未来发展趋势，对行业空间与格局给出测算与展望，以期给予投资者以大方向的判断。**
- **光瓶酒变迁：从默默无闻到站在行业的风口。光瓶酒行业变迁历经了三个阶段：第一，2000年以前，以产定销制度下光瓶酒营销简单，行业发展较为缓慢，玻汾、泸州等老名酒盛行；第二，2000-2012年，一方面名酒纷纷转型高价盒装酒，另一方面部分品牌开始专注光瓶酒，行业进入专业化阶段，老村长带动一批东北光瓶酒崛起；第三，2012年至今，八项规定成为光瓶酒行业拐点，行业迎来快速发展阶段，名酒回归下光瓶酒品牌百花齐放，牛栏山带领的京味二锅头成为光瓶酒第一阵营，同时江小白等新兴小酒也开始脱颖而出。**
- **行业概况：快消品模式以量取胜，光瓶酒迎来全面升级。商业模式来看，低端酒是低毛利、低库存、高周转、高销量，类似快消品的商业模式，需求具备刚需属性，因此周期性较弱，业绩能够穿越周期。分价格带来看，低端酒市场由光瓶酒和盒装酒组成，20元以下，光瓶酒群星璀璨，牛栏山领先优势显著；20-50元，一方面盒装酒占据主流但在逐渐萎缩，另一方面是光瓶酒产品升级的主要价格带，玻汾最具品牌优势；50-100元，盒装酒“刚需”占据绝大多数份额，但尚未形成全国化大单品，高线光瓶酒加速布局。发展趋势来看，消费群体迭代下，年轻消费者更加注重品质、颜值，而对价位不敏感，因此驱动光瓶酒行业在品类、价位、营销等方面迎来全方位升级。**
- **行业空间：品类之争，谁主沉浮？**我们测算当前我国低端酒市场规模约2100亿元，光瓶酒约650亿元，占全行业约30%。未来趋势来看，低端酒行业已进入增速放缓的成熟期，预计后续将进入存量时代，而光瓶酒仍处于量价齐升的长期期，主流价位从10元升级至15元，未来光瓶酒将通过抢占盒装酒份额的方式实现规模持续扩容。具体逻辑在于，消费

升级趋势下居民更加注重品质而非包装，光瓶酒将凭借其高性价比、高品牌、低成本等优势，逐渐取代盒装酒在自饮场景下的市场份额，我们预计五年后光瓶酒在低端酒市场占比有望提升至 60%，低端酒市场规模维持 2100 亿元不变的情况下，光瓶酒市场规模有望达到 1260 亿元，CAGR 达到约 15%。

- **行业格局：龙头收割只是时间问题。**当前低端酒市场主要被各地地产酒所占据，龙头牛栏山占比约 4%，CR3 不足 12%，龙头提升空间充足；未来趋势来看，近年来行业集中度持续提升，预计未来这一趋势将延续，且龙头主要挤占的将是地产杂牌酒的份额。具体逻辑在于，低端酒走量的快消品模式对经销商铺市能力要求很高，由于龙头渠道利润率高（经销商和终端毛利率分别约 25%和 30%）且周转快（资金月周转 1-2 次），因此优秀经销商在利益驱动下会向头部品牌集中，而渠道利润率低、推力不足的中小品牌则容易受龙头替代。我们认为较早步入成熟期的空调和乳制品行业的发展路径具备借鉴意义，发现龙头在行业成熟期都是通过收割中小品牌份额的方式实现持续成长，预计低端酒市场将重演这一路径，参考伊利、华润、海天在各自市场份额约为 38%、23%和 20%，我们预计未来牛栏山在低端酒市场份额有望提升至 20%，约 3 倍提升空间，对应收入空间将达到约 400 亿元。
- **看好品类：牛栏山、玻汾、江小白将成为引领行业前行的三驾马车。**光瓶酒市场当前形成了五大阵营，我们认为具备品牌品质优势和名酒背书的光瓶酒企有望脱颖而出，重点看好其中三个品类：1) 京味光瓶酒，牛栏山是 20 元以下价格带的王者，近年来快速放量，未来全国化深度扩张+产品结构升级的成长路径清晰，未来成长潜力充足；2) 名酒光瓶酒，玻汾在 40 元价格带无竞品，具备明显品牌力与性价比优势，近年来品牌势能强势回归，随着公司投入布局加大而迅速走向全国；3) 新兴光瓶小酒，江小白是青春小酒风口的创造者与最大受益者，成立至今保持高速增长，精准的社会化营销和细致的渠道运作共同造就了江小白的成功。
- **投资建议：把握并分享光瓶酒行业风口上的红利。**总结而言，光瓶酒行业是白酒存量竞争时代下最具竞争力的细分子行业之一，未来几年仍将处于规模扩容、集中度提升的快速成长期，我们预计未来五年规模 CAGR 达到 15%，龙头份额提升至 20%（3 倍空间），建议投资者把握并分享光瓶酒行业发展的红利。具体标的而言，我们重点推荐 20 元以下价格带的王者**顺鑫农业**以及 40 元价格带独占鳌头的**玻汾（山西汾酒）**，其共同点在于其在所处的价格带均具备无出其右的品牌力与性价比优势，且全国化进程加速进行中，同时看好**江小白**在小酒品类中对年轻群体占有率的持续提升。
- **风险提示：**行业政策调整、假冒产品侵权风险、食品安全事件风险、样本不足偏差：。

内容目录

前言：任他惊涛骇浪，风景这边独好.....	- 5 -
光瓶酒变迁：从默默无闻到站在行业的风口.....	- 5 -
阶段一—缓慢发展期：以产定销，名酒盛行.....	- 5 -
阶段二—转型探索期：名酒转型，行业分化.....	- 5 -
阶段三—快速成长期：百花齐放，各显神通.....	- 6 -
行业概况：快消品模式以量取胜，光瓶酒迎来全面升级.....	- 7 -
商业模式：低价、走量的快消品模式，需求具备刚需属性.....	- 7 -
分价格带：低端酒市场由光瓶酒和盒装酒组成，两者在不同价位占主流....	- 8 -
发展趋势：光瓶酒将在品类、价格、营销方面迎来全面升级.....	- 9 -
行业空间：品类之争，谁主沉浮？.....	- 10 -
当前规模：低端酒约 2100 亿元，光瓶酒约 650 亿元，占比约为 30%.....	- 10 -
未来趋势：低端酒处于成熟期，光瓶酒处于成长期，光瓶酒将持续扩容..	- 11 -
扩容逻辑：存量时代品类之争，光瓶酒将取代盒装酒自饮场景份额.....	- 12 -
空间预测：光瓶酒占比有望提升至 60%，规模扩容至 1260 亿元.....	- 14 -
行业格局：龙头收割只是时间问题.....	- 14 -
当前格局：低端酒市场 CR3 不足 12%，龙头提升空间充足.....	- 14 -
未来趋势：集中度将持续提升，龙头主要挤占的是杂牌酒份额.....	- 15 -
提升逻辑：快消品渠道为王的商业模式注定市场将向龙头集中.....	- 16 -
空间预测：参考空调、乳制品发展路径，未来龙头市占率有望达到 20% ..	- 16 -
看好品类：牛栏山、玻汾、江小白是引领行业前行的三驾马车.....	- 18 -
京味二锅头—牛栏山：20 元以下价格带的王者，未来成长潜力充足.....	- 19 -
名酒光瓶酒—玻汾：40 元价格带独占鳌头，老名酒加速回归.....	- 20 -
新兴光瓶酒—江小白：创造风口、站在风口的小酒奇迹.....	- 21 -
投资建议.....	- 22 -
风险提示.....	- 23 -

图表目录

图表 1：光瓶酒行业不同发展阶段梳理.....	- 6 -
图表 2：牛栏山毛利率相对低于中高端酒.....	- 7 -
图表 3：牛栏山销量占全部上市酒企的 40%左右.....	- 7 -
图表 4：低端酒商业模式和中高端酒存在差异.....	- 7 -
图表 5：行业调整期牛栏山收入稳健增长.....	- 8 -
图表 6：行业调整期牛栏山毛利稳健增长.....	- 8 -
图表 7：低端酒分价格带的市场表现和未来趋势.....	- 9 -
图表 8：光瓶酒消费结构以年轻群体为主.....	- 10 -

图表 9: 90 后对于价格敏感度较低.....	- 10 -
图表 10: 低端酒销量占据全行业约 80%份额.....	- 10 -
图表 11: 光瓶酒在低端酒市场占比约 30%.....	- 10 -
图表 12: 近年来中低端酒销量增速明显放缓.....	- 11 -
图表 13: 近年来中低端酒收入增速明显放缓.....	- 11 -
图表 14: 光瓶酒处于快速成长期.....	- 11 -
图表 15: 光瓶酒主流价格带持续升级.....	- 11 -
图表 16: 近年来牛栏山增速明显高于低端盒装酒品牌.....	- 12 -
图表 17: 光瓶酒有望取代盒装酒自饮场景下的市场份额.....	- 12 -
图表 18: 低端盒装酒品牌以地产酒为主.....	- 13 -
图表 19: 包材在光瓶酒的成本中占比更低.....	- 13 -
图表 20: 牛栏山盈利能力高于低端盒装酒.....	- 13 -
图表 21: 未来五年光瓶酒在低端酒整体市场上的份额有望提升至 60%.....	- 14 -
图表 22: 当前低端酒行业 CR3 不足 12%.....	- 15 -
图表 23: 低端酒行业集中度明显低于中高端酒.....	- 15 -
图表 24: 2009 年牛栏山份额约 9% (欧睿口径).....	- 15 -
图表 25: 2018 年牛栏山份额约 38% (欧睿口径).....	- 15 -
图表 26: 牛栏山经销商和终端利润率分别约 25%和 30%.....	- 16 -
图表 27: 近年来空调行业已步入成熟期.....	- 17 -
图表 28: 龙头主要通过收割中小品牌份额实现成长.....	- 17 -
图表 29: 2015 年以来常温奶行业增速明显放缓.....	- 17 -
图表 30: 2015 年以来龙头份额加速提升.....	- 17 -
图表 31: 牛栏山成长势头高于其他行业的龙头.....	- 18 -
图表 32: 牛栏山份额低于其他行业的龙头.....	- 18 -
图表 33: 五大光瓶酒阵营将迎来分化.....	- 19 -
图表 34: 近年来牛栏山业绩加速增长.....	- 19 -
图表 35: 牛栏山外埠市场占比持续提升.....	- 20 -
图表 36: 牛栏山成熟市场产品结构更优.....	- 20 -
图表 37: 近年来玻汾业绩持续高增长.....	- 20 -
图表 38: 玻汾具备强大品牌力.....	- 21 -
图表 39: 江小白成立以来持续高增长.....	- 21 -
图表 40: 江小白发展历程.....	- 22 -
图表 41: 重点公司盈利预测表.....	- 23 -

前言：任他惊涛骇浪，风景这边独好

- 作为盒装酒的对应产品，光瓶酒近年来热度持续升温，在低端酒整体增速放缓的大背景下，光瓶酒行业仍保持每年 15%以上的快速增长，且主流价位持续升级，目前全国主流酒企几乎都推出了自己的光瓶酒产品，龙头牛栏山、玻汾等更是在全国化推进下持续高成长，以上种种迹象都表明光瓶酒正在站上行业风口。即便宏观经济放缓下白酒进入存量竞争时代，光瓶酒依然能够凭借其刚需属性与性价比优势实现穿越周期。本篇为光瓶酒系列报告第一篇，我们将详细阐述光瓶酒行业成长路径与未来发展趋势，对行业空间与格局给出测算与展望，以期给予投资者以大方向的判断。

光瓶酒变迁：从默默无闻到站在行业的风口

阶段一——缓慢发展期：以产定销，名酒盛行

- **2000 年以前：光瓶酒在行业占据主流地位，但以产定销模式阻碍行业发展。**上世纪 70 年代末至 90 年代末期，我国酒业处于发展初期，人民生活水平较低，粮食、包材有限，使得光瓶酒在当时占据主流消费地位。但是与此同时，当时我国仍处于计划经济向市场经济的转型期，由于白酒是各地地方政府的纳税大户，因此大多尚未从计划经济的统购统销制中转变出来，仍以完成销量计划为首要任务。因此，那个时代酒厂往往“以产定销”，且销售的地域性较强，导致当时光瓶酒营销模式比较简单，产品比较单一，光瓶酒发展较为缓慢。
- **主流品牌：名酒民酒化，泸州、玻汾等名酒盛行。**从包装的角度，我国早期的酒基本上都是光瓶酒，一方面包材有限、酒企营销意识淡薄，另一方面政府价格管控导致名酒“民酒”化，因此当时主流酒企产品以光瓶酒为主，换句话说，当时光瓶酒行业名酒盛行，泸州特曲、玻汾、尖庄、绵竹大曲等代表了一代老光瓶酒的回忆。

阶段二——转型探索期：名酒转型，行业分化

- **2000 年-2012 年：市场经济放开限制，名酒纷纷转型盒装酒，光瓶酒行业进入专业化、规模化发展阶段。**随着我国改革开放持续推进，一方面人民生活水平显著改善，另一方面粮食产量、包装材料均不再构成限制，推动居民对白酒品质、品牌的需求提升。在这种市场经济下，由于光瓶酒价格、档次等受到一定限制，主流酒企开始放弃光瓶酒，转而生产利润更足、档次更高的盒装酒。与此同时，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，开始进行渠道精细化运作并注重广告效应，带动光瓶酒行业进入了专业化、规模化的发展阶段。
- **主流品牌：老村长带动一批东北光瓶酒品牌崛起。**由于东北地区具备高粱产地优势，因此以老村长为代表的东北光瓶酒企顺势占领了名酒空出来的光瓶酒市场。老村长凭借其低价的性价比优势、抓住消费者心智的营销手段（投奖、返利等），迅速完成了全国化，成为了当时的第一光瓶

酒品牌，也带动了龙江家园、小村外、东北坊等一大批东北光瓶酒品牌的崛起。

阶段三—快速成长期：百花齐放，各显神通

- **2012年至今：八项规定成为行业拐点，行业迎来百花齐放的快速发展阶段。**2012年，八项规定、三公消费等政策的出台成为我国光瓶酒行业的拐点。在白酒行业“大洗牌”的背景下，众多名酒陷入深度调整期，过往“吃力不讨好”的光瓶酒凭借其弱周期性重新吸引了名酒势力的目光，主流酒企纷纷发力中低档市场，先后进入光瓶酒领域，推动光瓶酒市场规模迅速放大，光瓶酒行业至此迎来了快速发展阶段，过去几年小酒市场增速是行业平均增速的2倍以上。同时，随着消费升级与居民品牌意识崛起，光瓶酒不再等同于低价酒，产品升级也带动光瓶酒主流价位持续提升。
- **主流品牌：牛栏山引领的京味品牌成为第一阵营，江小白等青春小酒开始脱颖而出。**随着光瓶酒行业步入新时期，这一阶段行业品牌潮流呈现出三个特点：**1) 百花齐放**，在名酒的纷纷进入下，光瓶酒市场重新变得拥挤，目前全国主流酒企几乎都有自己的光瓶酒产品；**2) 品牌聚焦**，虽然光瓶酒市场吸引了大量品牌进入，但行业集中度却在逐步提升，牛栏山引领的京味品牌也超越老村长引领的东北品牌而成为光瓶酒第一阵营，牛栏山、玻汾、劲酒、老村长等头部品牌持续抢占地产散酒的份额；**3) 新兴品牌崛起**，90后、95后等年轻消费群体更加注重颜值、重视内涵、喜爱表达，因此江小白、歪嘴郎、泸小二等青春小酒开始脱颖而出，江小白更是迅速成长为体量超20亿元的品牌小酒，成为光瓶酒行业的一大教科书级品牌案例。

图表 1：光瓶酒行业不同发展阶段梳理

发展阶段	缓慢发展期（70s-90s）	探索期（00-12）	快速成长期（12-）
行业特征	光瓶酒占主流地位，但酒厂“以产定销”，营销、产品比较简单，光瓶酒发展较为缓慢	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，光瓶酒行业进入了专业化、规模化的发展阶段	2012年八项规定成为光瓶酒行业的拐点，主流酒企纷纷重返光瓶酒领域，行业迎来快速发展阶段，品牌百花齐放
消费者特征	收入有限，可选择范围有限，自饮为主，诉求简单	生活水平改善，主要考虑性价比，消费受厂家促销等活动影响大	居民品牌意识崛起，追求品质、品牌，90后更加注重颜值、表达与内涵
价格体系	售价1-1.5元为主，渠道利润0.1-0.2元	单价逐步提升(从初期3-4元，到5-7元，再到10元以上)	牛二为代表的15元价位带成为主流，不断向高线光瓶酒升级
渠道特征	以大流通为主，经销商向厂家订货，市场无相应的服务人员和配套组织	一、开拓餐饮店渠道；二、开始深度分销；三、重视和大商合作	一、运作更加精细；二、渠道进一步扁平化；三、重视新型电商渠道
主流品牌	光瓶酒行业名酒盛行，泸州特曲、玻汾等是老一代名酒	以老村长为代表的东北品牌崛起，老村长凭借其性价比与营销手段完成全国化	牛栏山引领的京味品牌成为第一阵营；同时江小白等青春小酒开始脱颖而出
品牌图示			

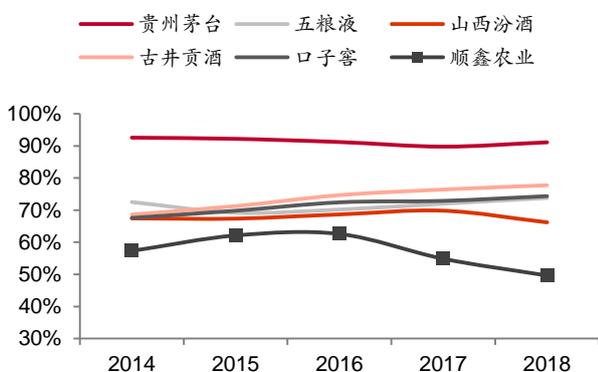
来源：wind，中泰证券研究所

行业概况：快消品模式以量取胜，光瓶酒迎来全面升级

商业模式：低价、走量的快消品模式，需求具备刚需属性

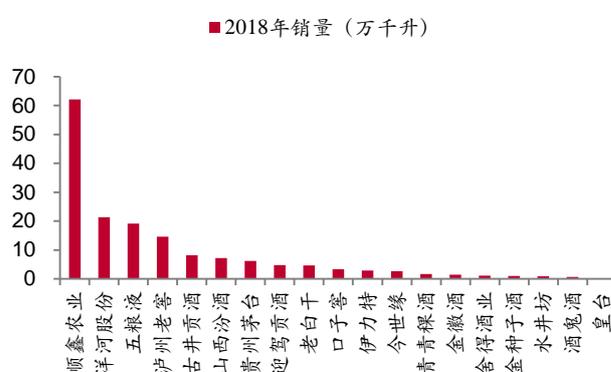
- **低端酒低毛利、高周转、高销量，类似快消品的商业模式。** 低端酒与中高端酒商业模式不同：中高端酒单价高，单瓶利润高达几百元至上千元，但销量较小，盈利模式以赚取高毛利为主；低端酒单价低，单瓶利润仅为几元至几十元，但周转快、销量大，盈利模式以走量为主。在我国白酒市场上，低端酒销量占比约为 80%，2018 年顺鑫农业在全部白酒上市公司中销量占比约为 40%。因此，低端酒商业模式更类似于快消品，与功能性饮料、乳品、啤酒等具备一定可比性。

图表 2：牛栏山毛利率相对低于中高端酒



来源：wind、中泰证券研究所；顺鑫农业仅统计白酒业务

图表 3：牛栏山销量占全部上市酒企的 40%左右



来源：wind、中泰证券研究所；顺鑫农业仅统计白酒业务

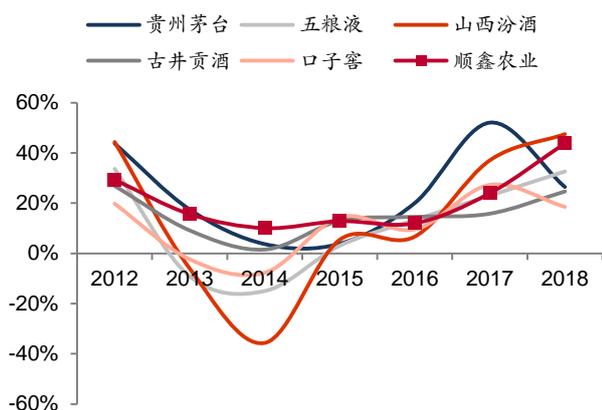
图表 4：低端酒商业模式和中高端酒存在差异

	毛利	销量	周转	库存	目标群体	品牌	渠道
低端酒 (以顺鑫为例)	约 50%	高	经销商一年 周转 20 次	终端库存低， 商品生产日期 一个月以内	低收入者、年 轻群体为主	讲求性价比，具备 品牌认知度即可	渠道力是核心竞争力，商超、 便利店、餐饮为主，对经销商 铺市能力要求高
中高端酒	70% 以上	低	经销商一年 周转 5-10 次	库存大多在两 个月以上	中高收入者、 中年群体为主	品牌力是核心竞 争力，价格带越高 越重要	烟酒店和团购为主，对经销商 客户资源、资金实力要求高

来源：中泰证券研究所

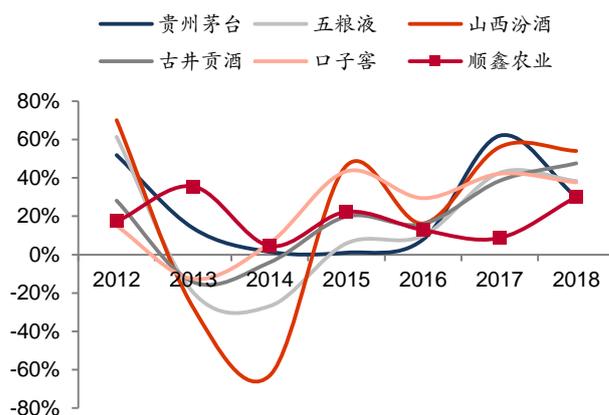
- **快消品具有刚需属性，保障业绩穿越周期。** 低端酒消费人群以农村居民、城市外来务工人员等低收入者为主，消费场景以宴席与自饮为主，这些消费者对白酒的需求量大而且基本不受经济放缓的影响，因此具备刚需属性，周期波动性弱。可以看到，在 2013-2014 年行业调整期，牛栏山收入和毛利仍保持正增长，而其他中高端酒企业业绩则出现明显下滑，表明低端酒需求对宏观经济变动不敏感，业绩能够穿越周期。

图表 5: 行业调整期牛栏山收入稳健增长



来源: wind、中泰证券研究所; 顺鑫农业统计白酒业务收入

图表 6: 行业调整期牛栏山毛利稳健增长



来源: wind、中泰证券研究所; 顺鑫农业统计白酒业务毛利润

分价格带: 低端酒市场由光瓶酒和盒装酒组成, 两者在不同价位占主流

- **光瓶酒和盒装酒**分别在不同的价格带占据主流。按所处价格带的不同, 我们将低端酒分为 20 元以下、20-50 元以及 50-100 元三个价格带。下面我们分别展开讨论。
- **20 元以下: 光瓶酒群星璀璨, 牛栏山一骑绝尘。** 20 元以下价格带是低端酒销量最大的价格带, 这一价格带以光瓶酒为主, 汇聚了白牛二、红星二锅头、老村长香满堂、小劲酒、江小白等主流光瓶酒企业的核心单品。其中, 牛栏山销量最高, 近两年省外快速成长, 目前已初具全国化, 是 20 元以下价格带的王者。
- **20-50 元: 一方面盒装酒占据主流但逐渐萎缩, 另一方面是光瓶酒产品升级的主要价格带, 玻汾最具品牌优势。** 20-50 元价格带以盒装酒为主, 包括名酒贴牌酒和区域地产酒, 近年来随着五粮液、古井、口子、西凤等名酒纷纷清理整顿贴牌产品, 以及区域酒企忙于向上升级, 导致 20-50 元价位的盒装酒持续边缘化, 与此同时, 光瓶酒近年来发展迅速, 正在取代盒装酒份额, 主要有以下两个特征: 第一, 它是大多光瓶酒产品升级的主要价格带, 如牛栏山精制陈酿、珍品陈酿, 红星蓝瓶, 老村长乐醇等; 第二, 玻汾在这一价格带最具品牌优势, 今年公司将其推向全国后终端导入快、动销快, 品牌势能持续释放。
- **50-100 元: 盒装酒占主流, 尚无强势全国性大单品, 高线光瓶酒加速布局。** 50 元以上价格带以盒装酒为主, 但无论是盒装酒还是光瓶酒, 目前都没有形成全国性强势品牌, 区域市场盒装酒较为常见, 地域性强, 且正在向百元以上价位升级。在这种零散的市场格局下, 目前部分名酒已开始在这一价格带布局高线光瓶酒, 如 68 元、88 元的顺品郎以及 68 元的沱牌特级 T68。我们认为名酒高线光瓶酒具备品牌背书与性价比优势, 符合人们追求品质消费的消费升级趋势, 未来有望形成大单品。

图表 7：低端酒分价格带的市场表现和未来趋势

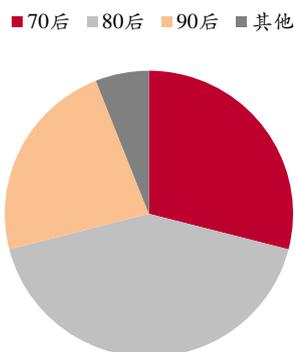
价格带	销量占比	收入占比	光瓶酒/盒装酒	光瓶酒主要品牌	价格带特征	未来发展趋势
20元以下	70%	45%	80%/20%	牛栏山、老村长、红星、小劲酒、江小白	光瓶酒 核心单品 的主要价格带	份额进一步向牛栏山等头部光瓶酒集中
20-50元	20%	35%	10%/90%	玻汾、牛栏山精制、珍品陈酿、红星蓝瓶	盒装酒为主，光瓶酒 产品升级 的主要价格带	盒装酒边缘化，光瓶酒将持续抢占份额
50-100元	10%	20%	5%/95%	无强势单品 ，顺品郎、牛栏山土豪金	盒装酒 是送礼、宴席的“刚需”	盒装酒是刚需，高线光瓶酒有望形成大单品

来源：中泰证券研究所测算

发展趋势：光瓶酒将在品类、价格、营销方面迎来全面升级

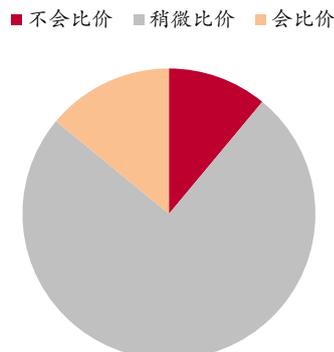
- **消费群体迭代驱动光瓶酒全面升级。**光瓶酒消费者结构与中高端酒具备显著差异，70后、80后、90后占比分别约为29%、42%、23%，且正从80后向90后、95后过渡，年轻群体占比持续提升，正成为光瓶酒新一代意见领袖。相较之下，年轻消费者更加注重品质、颜值，而对价位不敏感，驱动光瓶酒行业在品类、价位、营销等方面迎来全方位升级。
- **1) 品类升级：年轻人注重性价比与品牌力，驱动光瓶酒取代盒装酒。**消费升级趋势下低端酒消费正在趋于理性，一方面年轻消费者饮酒诉求主要注重品质和性价比，另一方面消费者品牌意识逐渐增强。相较于百元以下的盒装酒，光瓶酒在性价比和品牌力两方面均具备相对优势，有望持续取代盒装酒份额，具体逻辑将在本文第三部分详细展开。
- **2) 价位升级：年轻人对价格不敏感，驱动价格带持续升级。**年轻消费群体对价格相对不敏感，价格并非主要诉求，根据《中国社会新人消费报告》，11%的90后不会比价，75%的90后会稍微比价，只有14%的90后注重比价。这种消费特征为光瓶酒产品升级提供了天然的土壤，年轻消费者愿意为更优质的产品支付更高的价格，具备品质优势且产品覆盖全价位带的龙头牛栏山将最为受益。
- **3) 营销升级：渠道驱动转向消费者驱动，传统营销转向内容营销。**过去低端酒以渠道驱动为主，搭赠、返利、兑奖等传统营销模式占据了光瓶酒大部分销售费用，而近年来随着消费升级推进，光瓶酒转向消费者驱动，酒厂费用投入以消费者培育为主，且内容营销愈发重要，重新聚焦年轻消费者关注的品牌和品质，通过牺牲短期促销销量而换取更持久的良性发展。

图表 8: 光瓶酒消费结构以年轻群体为主



来源: 中泰证券研究所测算

图表 9: 90 后对于价格敏感度较低



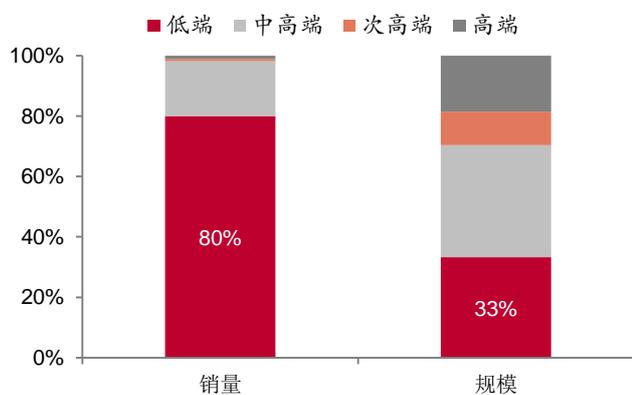
来源: 《中国社会新人消费报告》、中泰证券研究所

行业空间: 品类之争, 谁主沉浮?

当前规模: 低端酒约 2100 亿元, 光瓶酒约 650 亿元, 占比约为 30%

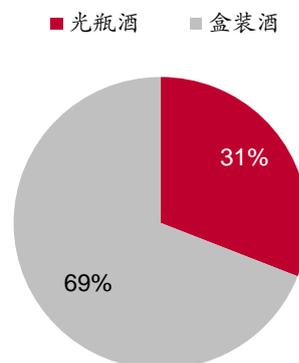
- 我国光瓶酒市场规模约 650 亿元, 占低端酒市场的约 30%, 提升空间广阔。光瓶酒和盒装酒相对应, 共同组成了低端酒市场。据微酒, 我国光瓶酒市场规模约为 650 亿元, 而低端酒整体市场统计口径差异较大, 我们分别展开分析, 并给出我们的测算, 以供参考:
 - 1) 欧睿数据库口径。根据欧睿数据库, 2018 年我国中低端酒零售价口径的市场规模为 892.12 亿元, 出厂价口径的市场规模为 568.90 亿元。
 - 2) 渠道调研口径。渠道调研反馈当前我国低端酒市场体量约 800 万吨, 市场规模约 2000 亿元。
 - 3) 我们的测算。2018 年我国白酒总产量为 871 万千升, 其中低端酒占据主要份额, 我们预计低端酒占比约 80%, 可得我国低端酒产销量约 700 万千升。当前我国低端酒主流价格带位于 15 元/瓶, 可得 2018 年我国低端酒市场规模约为 2100 亿元。
- 基于以上结果, 当前光瓶酒市场在低端酒整体市场的占比仅约为 30%, 未来可通过持续挤占盒装酒市场, 份额存在广阔提升空间。

图表 10: 低端酒销量占据全行业约 80% 份额



来源: 中泰证券研究所测算

图表 11: 光瓶酒在低端酒市场占比约 30%

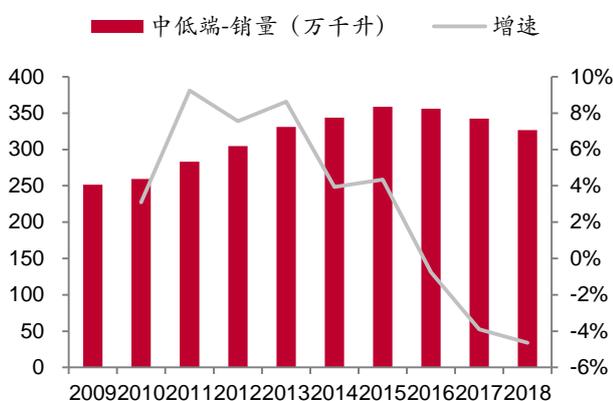


来源: 中泰证券研究所测算

未来趋势：低端酒处于成熟期，光瓶酒处于成长期，光瓶酒将持续扩容

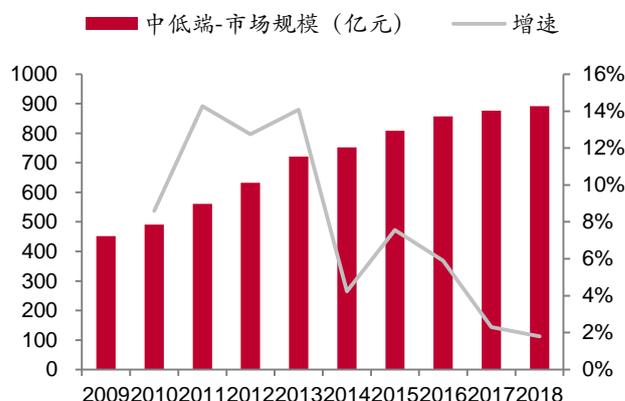
- 近年来，低端酒进入增速放缓的成熟期，光瓶酒进入量价齐升的成长期。从整个低端酒行业来看，根据欧睿数据，近年来低端酒行业销量增速明显放缓，且已经连续三年下滑，行业规模增长也逐年放缓，表明大行业已进入销量下滑、规模稳定的成熟期。但是从光瓶酒行业来看，2012年随着八项规定出台光瓶酒迎来快速发展，据《中国光瓶酒营销白皮书》，近五年来光瓶酒行业平均增速20%，主流价位从10元升级至15元，各主流酒企纷纷推出光瓶酒产品，量价齐升共同驱动光瓶酒行业处于高景气的成长期。据《白皮书》，光瓶酒行业未来增速将保持在15%-30%，远远高于行业平均。

图表 12：近年来中低端酒销量增速明显放缓



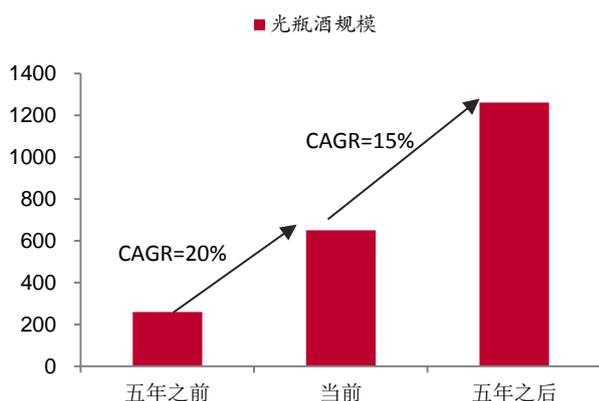
来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 13：近年来中低端酒收入增速明显放缓



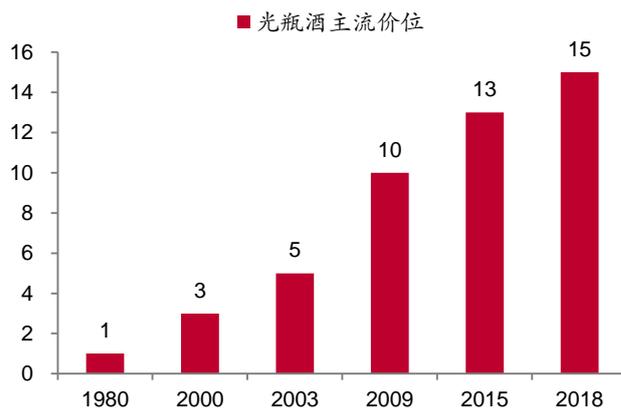
来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 14：光瓶酒处于快速成长期



来源：《中国光瓶酒营销白皮书》、中泰证券研究所

图表 15：光瓶酒主流价格带持续升级

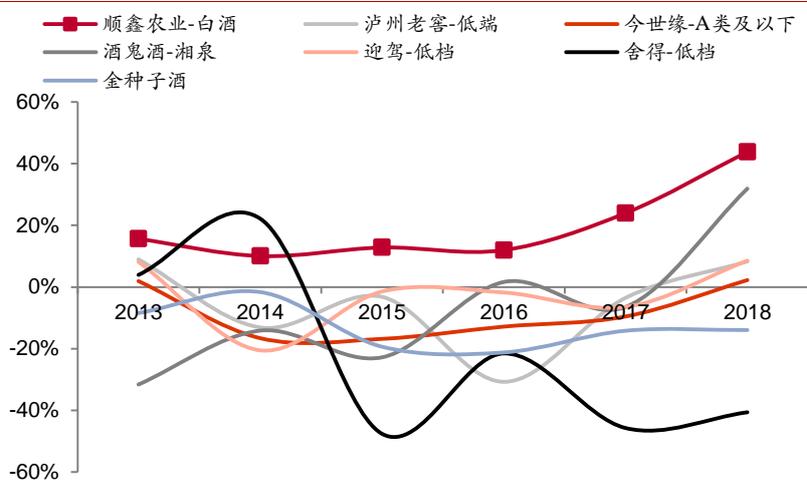


来源：中泰证券研究所测算

- 虽然低端酒总量维持平稳，但光瓶酒将通过抢占盒装酒份额的方式实现持续扩容。展望未来，我们认为这一趋势将延续，预计低端酒总量将维持稳定甚至负增长，行业内部更多呈现结构性机会，消费升级大趋势下居民消费将更加向品牌集中，相较于百元以下的盒装酒，光瓶酒强势品牌更多、品牌力更强、认可度更高，因此有望持续抢占盒装酒份额，从

而延续快速成长势头，可以看到近年来牛栏山增速明显高于低端盒装酒，具体逻辑下文第三部分。

图表 16: 近年来牛栏山增速明显高于低端盒装酒品牌



来源: wind, 中泰证券研究所

扩容逻辑: 存量时代品类之争, 光瓶酒将取代盒装酒自饮场景份额

- 我们认为, 光瓶酒将逐渐取代盒装酒自饮场景下的市场份额。从消费场景来看, 光瓶酒消费场景以平日自饮为主, 低端盒装酒则包括节日送礼和平日自饮两部分, 我们认为消费升级趋势下居民平日自饮将更注重品质、品牌而非包装, 光瓶酒将凭借高性价比、高品牌、低成本等优势, 逐渐取代盒装酒的平日自饮场景的市场份额, 具体驱动因素分析如下:

图表 17: 光瓶酒有望取代盒装酒自饮场景下的市场份额

盒装酒消费场景		消费者诉求	光瓶酒替代难度
节日送礼		讲究面子, 注重包装	盒装酒是刚需, 光瓶酒难以替代
平日自饮	宴席聚饮	面子消费转向品质消费	名酒光瓶酒、高线光瓶酒部分替代
	家庭自饮	注重性价比	牛二、玻汾等全国化大单品替代

来源: 中泰证券研究所

- 驱动因素一: 百元以下盒装酒以地产酒为主, 无强势品牌, 光瓶酒更具性价比和品牌力。低端酒消费人群以低收入者为主, 一方面其饮酒诉求主要注重高性价比, 另一方面随着消费升级, 其消费品牌意识逐渐增强。

相较于百元以下的盒装酒，光瓶酒在性价比和品牌力两方面均具备相对优势：1) 性价比方面，低端盒装酒多为区域地产酒和名酒的贴牌开发产品，品质难有保障，而光瓶酒大单品牛二、玻汾等品质突出，在各自价格带最具性价比；2) 品牌力方面，虽然地产盒装酒在当地具备一定品牌基础，但随着牛栏山、玻汾等全国化不断推进，光瓶酒品牌形象逐渐深入人心，消费者对其认可度持续升温。

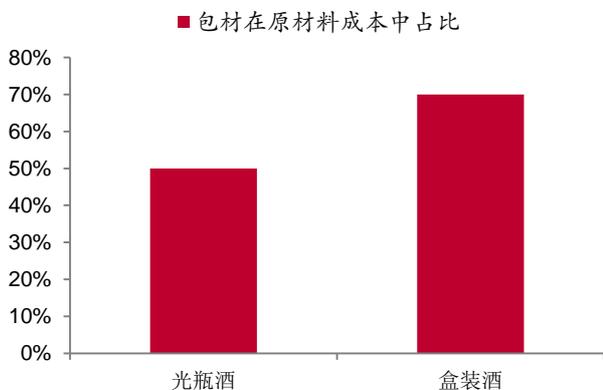
图表 18: 低端盒装酒品牌以地产酒为主

市场	主要品牌	价格
成都	泸州老酒坊 (V3)	35元
	丰谷 (纯酿) (红樽) (99特酿)	28-38元
	金六福 (双福星)	20元
西安	西凤酒 (绿瓶) (香酒) (御宴酒)	38-49元
	太白酒 (老窖) (洞藏)	38-49元
合肥	古井贡 (醇香) (天地醉) (精致)	30-49元
	迎驾贡 (坛坛香) (淮南子) (老窖)	
	金种子 (祥和典藏)	
	口子窖 (老口子同源坊)	
太原	汾酒 (陈酿老酒) (老酒典藏)	35-45元
武汉	白云边 (5年陈酿) (佳釀) (银装)	29-39元
	枝江 (银枝江) (古酒) (枝江王10年)	36-49元
郑州	宝丰 (柔雅) (老窖) (和字号)	19-50元
济南	景芝 (福酒) (迎宾酒) (鸿福)	29-49元
南京	洋河 (优质大曲酒) (优曲)	18-29元
	今世缘 (团圆酒 团3)	39元

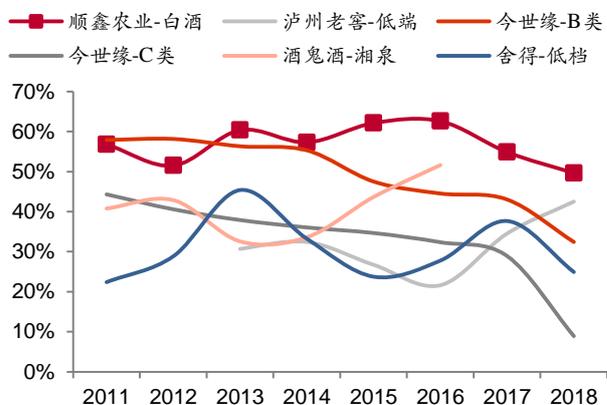
来源：糖酒快讯，中泰证券研究所

- 驱动因素二：盒装酒成本高、利润低，容易受到成本上涨带来的冲击。**

光瓶酒在成本端也具备优势，主要是光瓶酒省去了纸盒包装，因此包材在成本中占比更低，据测算，光瓶酒和盒装酒的包材占成本比分别约为50%和70%，因此盒装酒成本更易受包材价格上涨的影响，从而压缩厂家利润空间。而光瓶酒一方面能够将省下的成本用于提升产品品质，另一方面企业盈利能力更强，可以看到，顺鑫毛利率明显高于其他酒企的低端盒装酒业务，因此光瓶酒的成本优势将对低端盒装酒造成强烈的供给侧冲击。

图表 19: 包材在光瓶酒的成本中占比更低


来源：wind、中泰证券研究所；注：顺鑫在2018年年报披露包材在原材料占比约50.94%；口子窖在招股书中披露2012-2014年包材在原材料占比分别为72.00%、70.27%、71.76%

图表 20: 牛栏山盈利能力高于低端盒装酒


来源：wind、中泰证券研究所

空间预测：光瓶酒占比有望提升至 60%，规模扩容至 1260 亿元

- 预测：低端酒规模维持 2100 亿元不变，光瓶酒份额从 30% 提升至 60%，规模达到 1260 亿元。**根据以上分析，我们认为在整个低端酒大行业保持平稳的情况下，光瓶酒将持续抢占盒装酒自饮场景下的市场份额。我们假设未来五年低端酒行业维持 2100 亿元的市场规模不变，盒装酒自饮场景份额由 50% 下降至 20%，对应光瓶酒份额由 30% 提升至 60%，则五年后我国光瓶酒市场规模达到 1260 亿元，年均复合增速达到约 15%。考虑到提价和产品结构持续提升，对应利润增速有望更快。

图表 21：未来五年光瓶酒在低端酒整体市场上的份额有望提升至 60%

品类	主要消费场景	当前行业规模：2100 亿元		五年后行业规模：2100 亿元	
		占比	规模 (亿元)	占比	规模 (亿元)
盒装酒	送礼	70%	20%	40%	420
	宴席聚饮		20%		210
	家庭自饮		30%		210
光瓶酒	自饮	30%	650	60%	1260

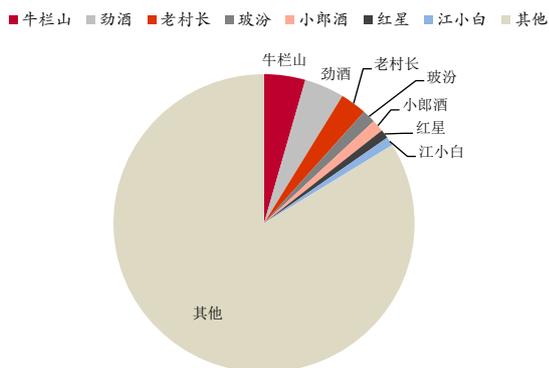
来源：中泰证券研究所测算

行业格局：龙头收割只是时间问题

当前格局：低端酒市场 CR3 不足 12%，龙头提升空间充足

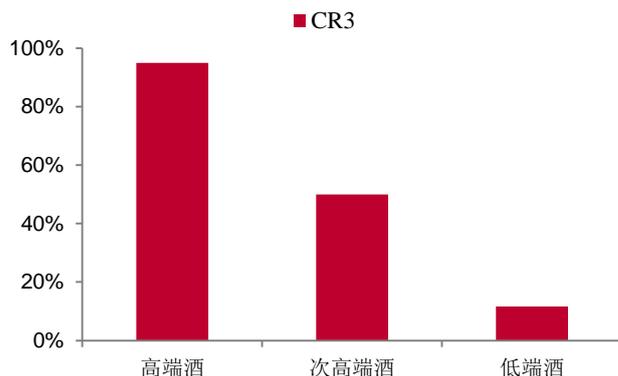
- 现状：当前低端酒市场主要被地产酒占据，亟待龙头整合。**我国低端酒行业品牌众多，几乎每个地方都有自己的地产酒，而缺失全国性强势龙头品牌，牛栏山全国化当前仍以覆盖重点市场为主，因此目前行业绝大多数份额仍被各地地产散酒所占据，市场份额亟待龙头整合。
- 集中度：当前低端酒行业 CR3 不足 12%。**我国低端酒行业集中度低，龙头牛栏山份额小，以销量口径，2018 年牛栏山销量 62 万千升，约占光瓶酒行业的 19%，占整个低端酒的 9%；以收入口径，2018 年牛栏山收入 93 亿元，约占光瓶酒行业的 14%，占整个低端酒的 4%。我们认为随着光瓶酒对盒装酒的持续挤压，光瓶酒龙头未来将整合包括盒装在内的整个低端酒市场，当前牛栏山在低端酒市占率不足 5%，低端酒市场 CR3 不足 12%，相较于高端酒市场和次高端市场前三名 95% 和 50% 的集中度而言，未来低端酒龙头市占率提升空间广阔。

图表 22: 当前低端酒行业 CR3 不足 12%



来源：中泰证券研究所测算

图表 23: 低端酒行业集中度明显低于中高端酒

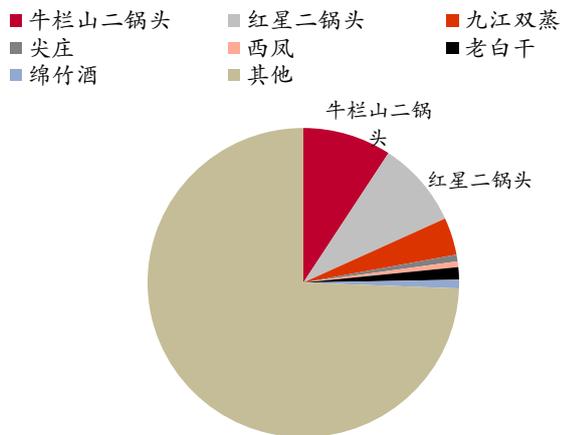


来源：wind、中泰证券研究所

未来趋势：集中度将持续提升，龙头主要挤占的是杂牌酒份额

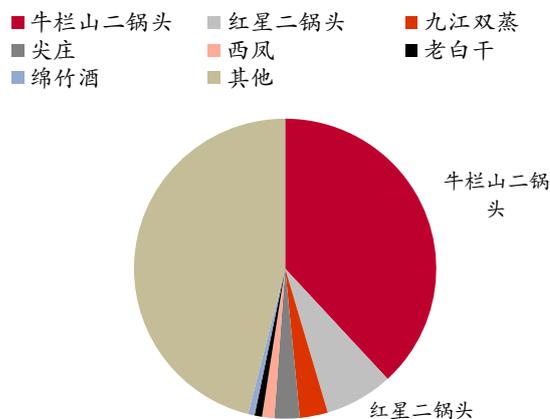
- **趋势：近年来，行业集中度持续提升。**从过去来看，近年来随着牛栏山收入快速增长，其在光瓶酒行业市场份额也持续提升。根据欧睿数据（统计口径不同造成结果有偏差，这里我们只看变化趋势），2009 年牛栏山在中低端酒的市场份额为 9.2%，到 2018 年增长至 38.1%，可见过去几年行业集中度明显提升。
- **龙头主要挤占的是地产酒的份额。**由下图可知，牛栏山份额提升主要挤占了两种势力的市场：第一是地产酒，2009-2018 年地产酒份额从 72.6% 下降至 44.1%，是龙头挤占的主要来源；第二是竞品，2009-2018 年红星份额从 9% 下降至 7.3%，老村长等东北光瓶酒份额也略有下滑（下图未涵盖）。展望未来，牛栏山在品牌力、性价比、自然动销模式等方面均具备竞争优势，我们认为以牛栏山为代表的龙头集中度提升的趋势将延续，且主要挤占的是杂牌地产酒的份额，具体逻辑详见下文第三部分。

图表 24: 2009 年牛栏山份额约 9%（欧睿口径）



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 25: 2018 年牛栏山份额约 38%（欧睿口径）

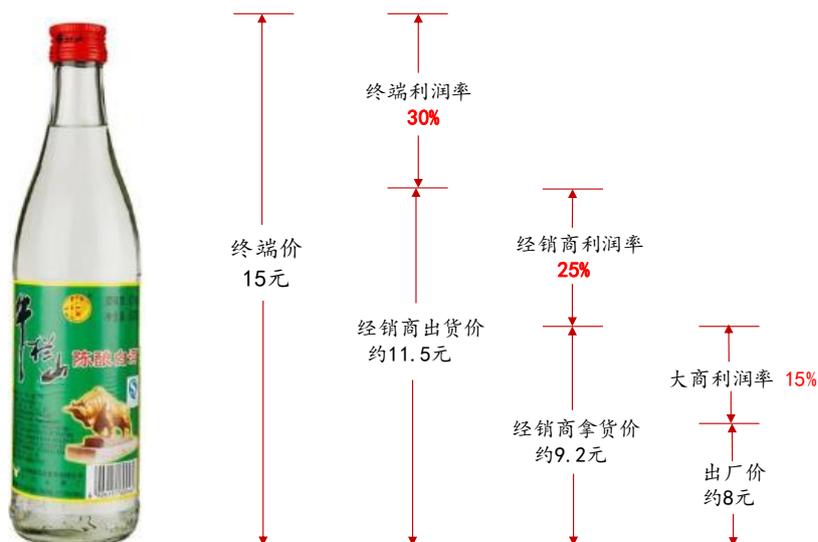


来源：wind、中泰证券研究所

提升逻辑：快消品渠道为王的商业模式注定市场将向龙头集中

- **快消品走量的商业模式注定市场份额将向头部品牌集中。**正如我们本文第二部分所分析的，低端酒更类似走量为主的快消品模式，这种模式下渠道以流通为主，对经销商的铺市能力要求很高，因此，经销商需要具备足够的驱动力。对于龙头酒企而言，其渠道具备两方面优势：
 - 1) 单品利润率高，龙头酒企受益于规模优势、成本优势而具备丰厚的渠道利润，牛栏山经销商和终端毛利率分别能达到约 25%和 30%，而中小酒企成本高而利润微薄，渠道利润率只有 10%甚至更低；
 - 2) 资金周转快，龙头顺鑫的终端销售商资金一个月可周转 1-2 次，最高的时候每个月可达 3 次，相较之下中小酒企周转速度较慢。
- 因此，高利润和高周转保障了牛栏山渠道充足的利润空间，优秀经销商资源在利益驱动下也会向头部品牌集中，许多经销商只做牛栏山产品，因此渠道忠诚度高、自我驱动力足，渠道扩张推力更大。因此，低端酒走量为主的快消品商业模式决定了渠道利润率低、推力不足的中小品牌容易受到龙头替代，低端酒龙头市场份额有望持续提升。

图表 26：牛栏山经销商和终端利润率分别约 25%和 30%



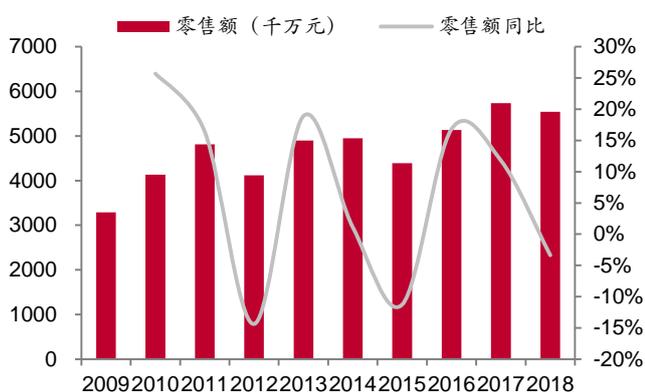
来源：中泰证券研究所测算

空间预测：参考空调、乳制品发展路径，未来龙头市占率有望达到 20%

- **他山之石：较早步入成熟期的空调和乳制品行业的发展路径具备借鉴意义。**空调行业和乳制品行业与低端酒行业相似，同样经历了由成长期向成熟期的转变。不同的是，空调和乳制品行业进入成熟期的时点更早，而低端酒行业近两年才进入成熟期，因此具备一定借鉴意义。我们通过参考空调与乳制品行业进入成熟期之后格局的演变，预测低端酒行业未来格局的变化趋势。

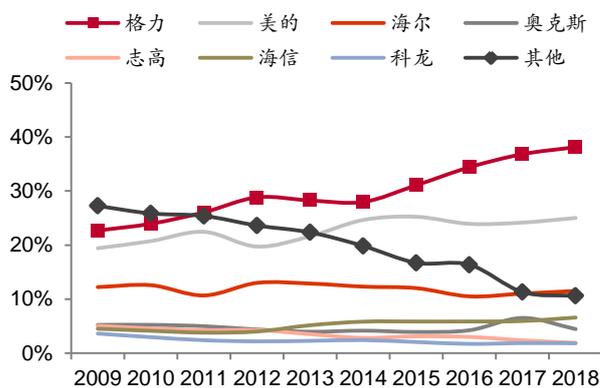
- **空调行业：行业进入成熟期后，龙头主要通过提升份额的方式驱动成长，且主要收割的是中小品牌的份额。**我国空调行业发展较早，在经历了地产快速发展带来的红利之后，近十年来行业增速明显放缓，2011-2018年行业零售额 CAGR 仅为 2.05%，空调行业进入成熟期。但与此同时，头部企业竞争优势愈发凸显，2009-2018 年格力零售额的市场份额从 23% 一路提升至 38%，同比+15pct，同期美的从 19% 升至 25%，排名 3-7 位的品牌基本保持平稳，而其他中小品牌份额之和则从 27% 下降至 11%，同比 -16pct，这表明在行业成熟期龙头格力、美的主要是通过提升市场份额的方式驱动高成长，且主要收割的是中小品牌的市场份额。

图表 27：近年来空调行业已步入成熟期



来源：中怡康、中泰证券研究所

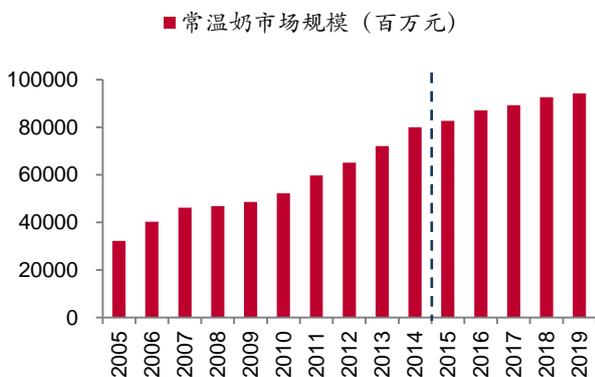
图表 28：龙头主要通过收割中小品牌份额实现成长



来源：中怡康、中泰证券研究所

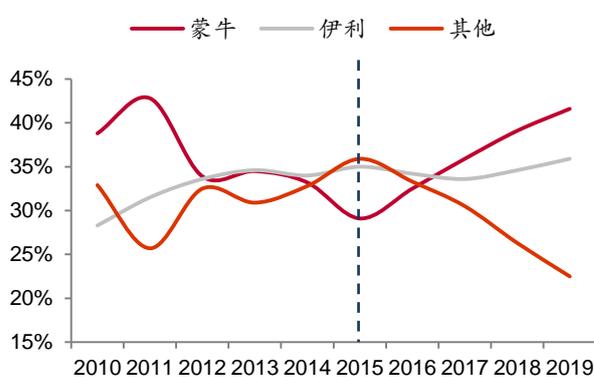
- **乳制品行业：2015 年行业增速放缓后龙头份额开始加速提升，同时中小品牌份额明显下降。**乳制品行业同样经历了从快速成长期到成熟期的过程：2005-2014 年行业快速成长，常温奶市场规模 CAGR 为 10.64%；2015-2019 年这一增速降为 3.31%，行业开始进入成熟期。随之而来的是行业集中度提升：2015-2019 年蒙牛的常温酸奶市场份额从 29% 快速提升至 42%，同比+13pct，而除蒙牛和伊利外的其他品牌市场份额则明显下降，同样证明了行业进入成熟期后龙头通过收割中小品牌进而实现份额快速提升的发展趋势。

图表 29：2015 年以来常温奶行业增速明显放缓



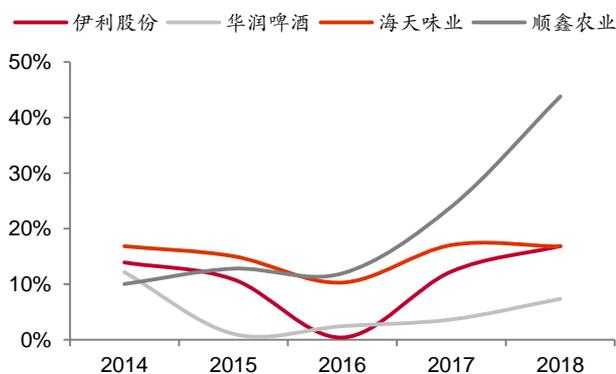
来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 30：2015 年以来龙头份额加速提升

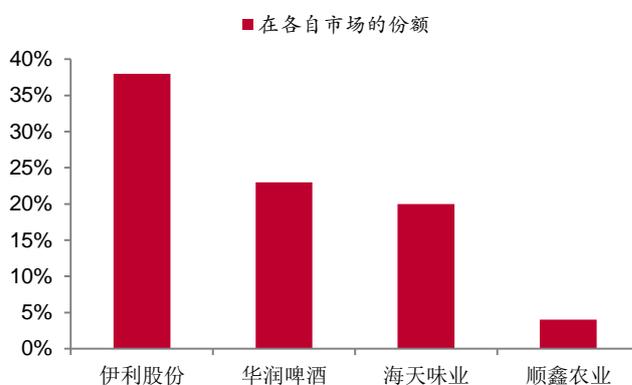


来源：欧睿、中泰证券研究所

- 预测：对标空调和乳制品，低端酒龙头未来份额有望提升至 20%，对应收入空间达 400 亿元以上。**参考空调行业与乳制品格局的演变，我们预测随着低端酒行业整体进入成熟期，牛栏山、玻汾等龙头主要收割的是杂牌地产酒等小品牌的份额，而老村长、红星等竞品份额有望保持平稳。参考乳制品、啤酒、调味品等与低端酒竞争格局相似的食品饮料子行业，龙头伊利、华润、海天在各自市场的份额分别约为 38%、23%、20%，我们认为牛栏山在低端酒市场的份额有望从当前不足 5% 提升至约 20%，相当于 3 倍提升空间，由此可得，若整个低端酒市场规模保持 2100 亿元不变，那么龙头牛栏山未来收入空间将达到 400 亿元以上。同时，由于顺鑫在低端酒市场品牌、渠道等壁垒更为显著，成长势头更足，未来市占率有望持续提升。

图表 31：牛栏山成长势头高于其他行业的龙头


来源：wind、中泰证券研究所；顺鑫农业仅统计白酒业务

图表 32：牛栏山份额低于其他行业的龙头


来源：wind、中泰证券研究所

看好品类：牛栏山、玻汾、江小白是引领行业前行的三驾马车

- 玩家：五大阵营，分化才刚刚开始。**光瓶酒市场上群雄逐鹿，品牌众多，正如我们第一部分所分析的，经过几十年的发展演变，逐渐形成了包括名酒光瓶酒、东北光瓶酒、京味二锅头、新兴光瓶酒以及地产酒等五大阵营。
- 不同光瓶酒品类在品牌力、营销模式、产品包装、区域属性等方面存在差异，因此五大光瓶酒阵营各具优势，并形成了自己的优势市场：如以玻汾为代表的名酒光瓶酒具备强大品牌优势，便于唤醒全国消费者的品牌记忆；以牛二为代表的京味光瓶酒品质突出，近两年凭借其高性价比优势在全国迅速扩张；以江小白为代表的新兴光瓶酒个性、时尚、高颜值，抓住了年轻消费群体的饮酒需求。
- 关于几大光瓶酒品类未来走向，我们认为未来行业将由渠道驱动转向消费者驱动，具备品牌品质优势和名酒背书的品牌酒企有望从竞争激烈光瓶酒行业中脱颖而出。从这个角度出发，我们认为名酒光瓶酒、京味二锅头、新兴光瓶酒在各自价格带的份额有望得以提升，持续收割弱势竞品、地产酒和盒装酒的份额。

图表 33: 五大光瓶酒阵营将迎来分化

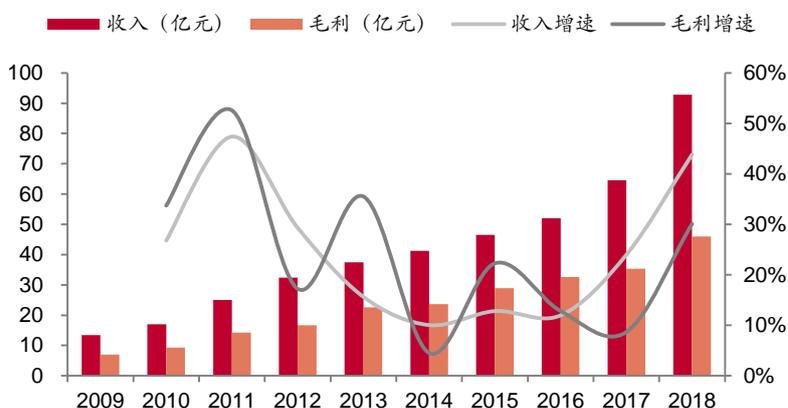
品类	代表品牌	主要价格带	主要竞品	优势	重点区域/人群	份额趋势	未来驱动力/下滑原因
名酒光瓶酒	汾酒玻汾、五粮液尖庄等	50-100元	盒装酒	名酒基因，品牌力强	全国/ 城市低收入家庭	提升	低收入群体消费升级，驱动品牌集中
新兴光瓶酒	江小白、泸小二、小郎酒等	30-50元	同价位竞品	个性时尚，颜值较高	全国/ 新型农民工、年轻群体	提升	消费群体迭代，年轻人重颜值重品牌
京味二锅头	牛栏山、红星、一担粮等	15-30元	同价位竞品、地产酒	品质突出，性价比高	源自北京，全国扩张/ 新型农民工、城市居民	提升	全国化扩张，规模优势、自然动销
东北光瓶酒	老村长、龙江家园、老村外等	15-30元	同价位竞品、地产酒	高渠道占有，高频促销	源自东北，局部扩张/ 农民工、城郊结合部居民	走平	品牌力不足，营销模式落伍
地产酒	小角楼、汾阳王、鹿邑大曲等	15元及以下	-	价格便宜	当地市场/ 农民工、农村居民	下降	品牌力弱，强势品牌收割

来源：中泰证券研究所

京味二锅头—牛栏山：20 元以下价格带的王者，未来成长潜力充足

- **表现：快速成长的低端酒龙头。**牛栏山近年来成长迅速，2009-18 年收入 CAGR 高达 24.0%，即便是 2013-14 年行业调整期也保持了 10% 以上的增长，业绩稳定穿越周期。从 2019 年来看，在省外市场高增长的带动下，牛栏山全年继续保持快速增长势头，预计华东样板市场全年增速超 40%，整体收入增速有望达 20%。同时，随着牛栏山产品结构加快上移，我们认为白酒净利率有望持续提升。

图表 34: 近年来牛栏山业绩加速增长



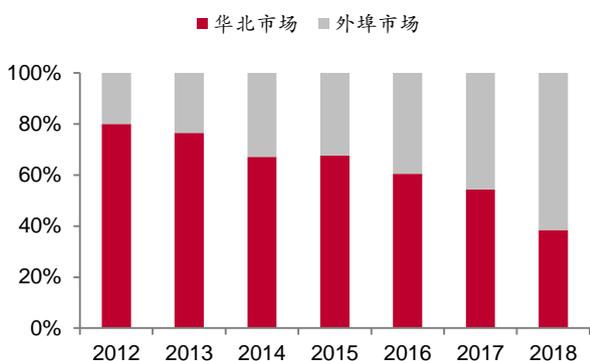
来源：wind，中泰证券研究所

- **成长驱动力：牛栏山成长逻辑清晰，收入端是持续全国化驱动的覆盖率提升逻辑，利润端是产品结构提升驱动的净利率提升逻辑。**具体而言：
- **第一，收入端：**首先空间来看，正如我们上文分析的，在低端酒市场规模不变的情况下，牛栏山未来份额预计有 3 倍以上提升空间，未来收入空间有望达到 400 亿；其次实现路径来看，牛栏山持续全国化为收入增长提供不竭动力，公司当前继续以提升市场覆盖率和占有率为主，目前仅实现初步全国化，2018 年已经形成了 22 个过亿市场，后续在加大招商+渠道下沉的带动下，公司有望从初步全国化走向深度全国化。参考华

东样板市场，目前牛二终端覆盖率达到 95%以上，其他地区很多仍不足 50%，未来覆盖率有望逐渐提升。

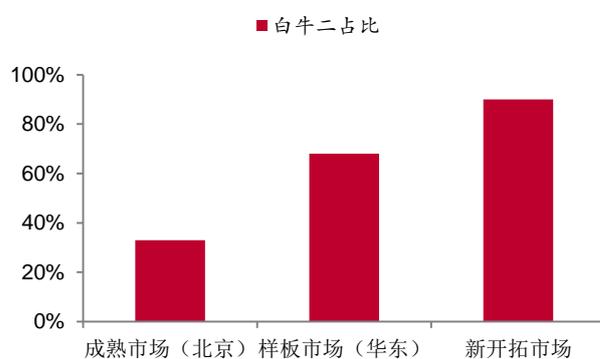
- **第二，利润端：**在市场覆盖率提升的基础上，公司将继续优化产品结构，未来 20-50 元价位是重点方向，从今年来看公司新品如珍品和精制陈酿等动销明显好于去年，我们预计高价位产品占比提升将带动净利率持续上移。参考成熟市场情况，北京市场当前白牛二仅占比约 30%，且占比呈逐渐下降趋势，净利率预计已达到 15%以上；华东样板市场 2019 年白牛二占比已降至 65%-70%，去年约为 72%，预计 20 元以上产品占比超过 30%，我们预计其他市场有望复制成熟市场的产品结构提升路径，实现净利率的稳步提升。

图表 35：牛栏山外埠市场占比持续提升



来源：wind，中泰证券研究所

图表 36：牛栏山成熟市场产品结构更优

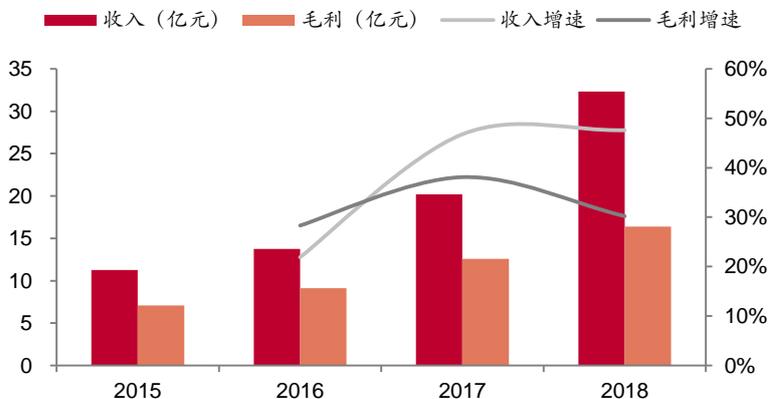


来源：中泰证券研究所测算

名酒光瓶酒—玻汾：40 元价格带独占鳌头，老名酒加速回归

- **表现：业绩持续高增长。**近年来玻汾业绩快速增长，2015-18 年山西汾酒的低价酒收入 CAGR 高达 42%，在汾酒中占比持续提升。2019 年玻汾延续快速成长势头，我们预计 2019 年前三季度玻汾继续实现 50%以上的增速，预计在公司收入占比已超过 30%，成为公司除青花之外的另一重要增长点。

图表 37：近年来玻汾业绩持续高增长



来源：wind，中泰证券研究所

- **成长驱动力：品牌势能强势回归，全国化铺市加速。**第一，玻汾具备品牌优势：玻汾是汾酒的老牌产品，早在上世纪就曾家喻户晓，很多消费者对汾酒的记忆停留在玻汾，因此具备品牌势能回归的先天基础；第二，近年来公司将玻汾推向全国：正因为玻汾具备品牌记忆，公司将玻汾定位为引流产品，以玻汾为基础进行消费者培育，今年公司加大了对玻汾的投入布局，要求重点市场终端铺市率达 80%，确保店店有玻汾，从而将玻汾迅速推向全国；第三，40-50 元价格带无竞品：玻汾在所处价格带竞争优势明显，品牌力与品质明显高于其他产品，性价比优势突出。

图表 38：玻汾具备强大品牌力

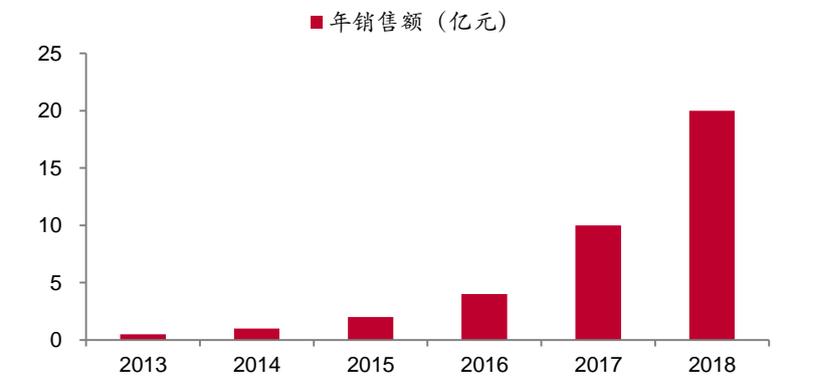


来源：京东，中泰证券研究所

新兴光瓶酒—江小白：创造风口、站在风口的小酒奇迹

- **表现：小酒风口的创造者和受益者，成立至今保持高增长。**江小白是近年来快速崛起的小酒企业，2012 年首次亮相以来，江小白迅速从一个营收几千万元的初创品牌成长为小酒行业的领军企业，2018 年公司营收已突破 20 亿，几乎每年都保持翻倍增长，堪称白酒品牌成长的奇迹。

图表 39：江小白成立以来持续高增长



来源：中泰证券研究所测算

- 成长驱动力：定位年轻群体，精准的社会化营销和细致的渠道运作造就小酒奇迹。**我们认为江小白的成功离不开以下几点：1) 品类方面，江小白聚焦新生代，将 80 后、90 后定位为目标人群，通过深入人心的文案引起年轻群体共鸣，打造轻口味产品以更加迎合年轻人需求；2) 营销方面，精准的社会化营销是江小白和传统酒企最大的不同，江小白通过互动为主的线上社交传播，引发用户互动、增强用户粘性，通过打造 IP 和植入的方式进行 IP 化营销；3) 渠道方面，江小白深度分销，由总经销商直接铺货给餐饮终端，将餐饮渠道作为突破口，采用人海战术精耕细作，精准的品牌营销与细致的渠道运作共同造就了江小白的成功。

图表 40：江小白发展历程



来源：中泰证券研究所

投资建议

- 投资建议：把握并分享光瓶酒行业风口上的红利。**总结而言，光瓶酒行业是白酒存量竞争时代下最具竞争力的细分子行业之一，未来几年仍将处于规模扩容、集中度提升的快速成长期，我们预计未来五年规模 CAGR 达到 15%，龙头份额提升至 20%（3 倍空间），建议投资者把握并分享光瓶酒行业发展的红利。具体标的而言，我们重点推荐 20 元以下价格带的王者**顺鑫农业**以及 40 元价格带独占鳌头的**玻汾（山西汾酒）**，其共同点在于其在所处的价格带均具备无出其右的品牌力与性价比优势，且全国化进程加速进行中，同时看好江小白在小酒品类中对年轻群体占有率的持续提升。

图表 41: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	1194.00	14,999.0	28.02	35.06	41.08	42.61	34.06	29.07
五粮液	128.97	5,006.1	3.47	4.56	5.77	37.12	28.28	22.35
泸州老窖	84.20	1,233.3	2.38	3.21	4.00	35.38	26.23	21.05
洋河股份	97.92	1,475.6	5.39	5.44	5.82	18.18	18.00	16.82
古井贡酒	112.17	496.6	3.37	4.55	5.79	33.28	24.65	19.37
山西汾酒	94.49	823.5	1.69	2.22	2.76	55.78	42.56	34.24
今世缘	29.54	370.6	0.92	1.15	1.41	32.20	25.69	20.95
口子窖	53.43	320.6	2.55	2.99	3.39	20.95	17.87	15.76
水井坊	57.14	279.2	1.19	1.55	1.86	48.17	36.86	30.72
顺鑫农业	51.80	384.2	1.30	1.62	2.16	39.71	31.98	23.98

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- **行业政策调整:** 白酒行业受政策影响较大, 相对于中高端酒而言, 低端酒利润空间较薄, 更容易受到政策因素的影响, 若行业加大消费税征收力度, 将对企业盈利造成一定程度的不利影响。
- **假冒产品侵权风险:** 假冒伪劣产品是困扰名酒企的一大难题, 低端酒生产门槛低, 相对于中高端酒而言低端酒制假售假更为普遍。若此类侵权行为得不到有效控制, 将对企业品牌和市场造成不利影响。
- **食品安全事件风险:** 类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击, 白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言, 更多的是安全事件, 带来的打击也是沉重的。
- **样本不足偏差:** 文中市场规模、市场份额测算等数据基于一定的假设条件和行业理解, 可能因为样本不足测算结果有偏差。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。