



德邦证券
Topsperity Securities

2024年3月4日
证券研究报告 | 行业专题

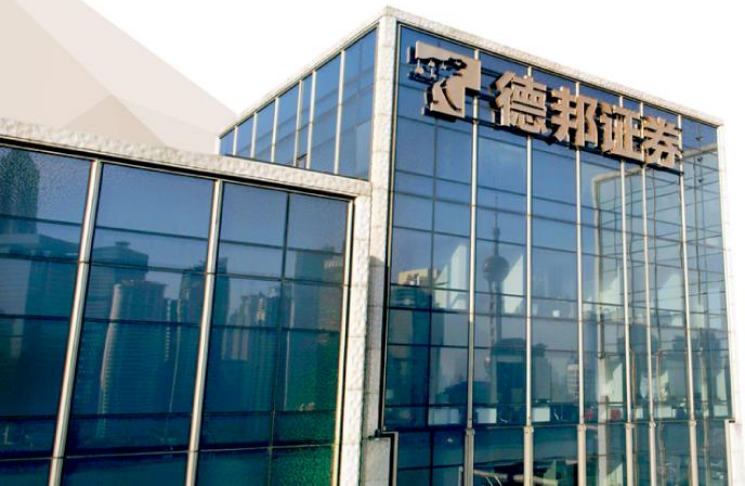
千亿光瓶酒市场空间广阔， 行业龙头盈利能力有望改善

证券分析师

姓名：熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn



目录

- 01 千亿光瓶酒市场空间广阔，
新国标颁布助推行业高质量发展
- 02 重点公司分析——顺鑫农业
- 03 风险提示



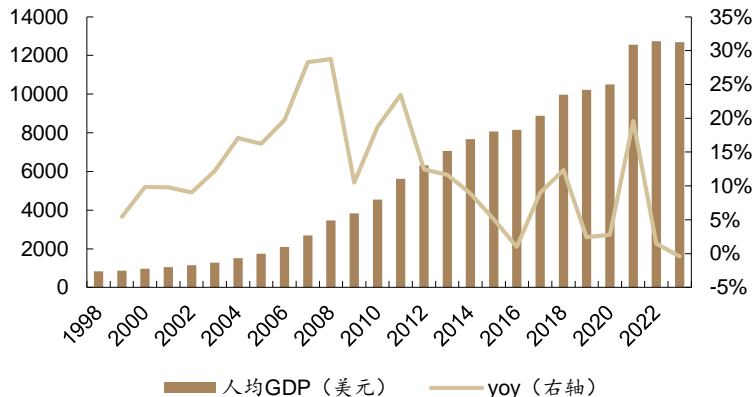
01

千亿光瓶酒市场空间广阔，
新国标颁布助推行业高质量发展

光瓶酒解决盒装酒痛点，市场规模持续提升

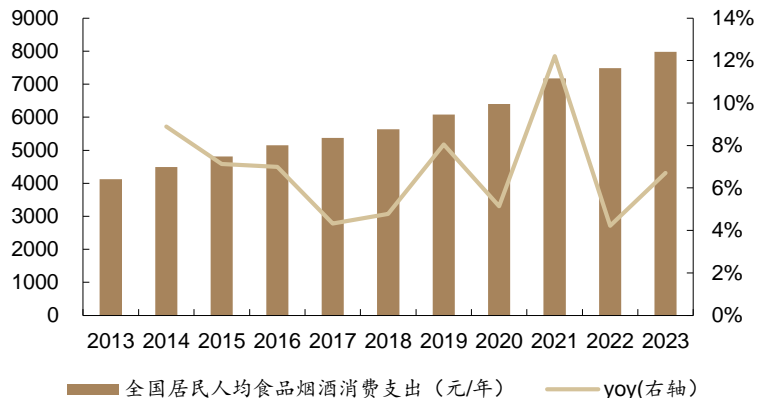
人均GDP稳步增长，带动白酒消费升级。1998年至2022年，中国人均GDP复合增长率达到12.06%，稳步实现增长，到2022年时，人均GDP达到12741美元。随着GDP增长，人均食品烟酒支出也在增长，2013-2023年人均食品烟酒支出复合增速6.8%。消费者更注重消费品质，青睐高质量的产品，作为大消费领域的重要组成部分，白酒将持续受益于经济增长。

图：国内人均GDP稳定增长



资料来源：Wind，德邦研究所
 注：2023年人均GDP按照美元兑人民币7.0467的平均汇率计算

图：我国人均食品烟酒支出及增速

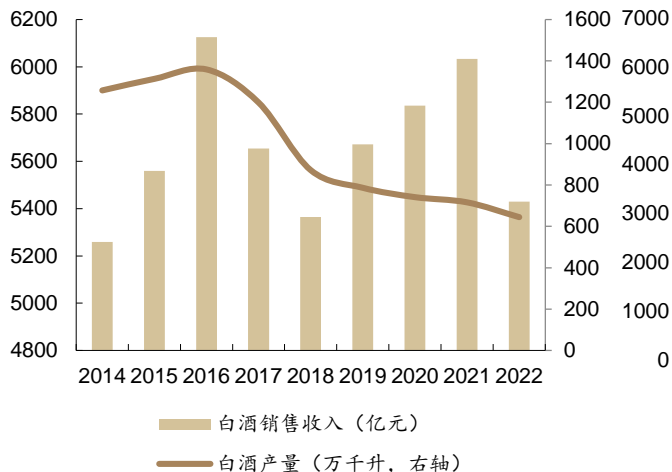


资料来源：Wind，国家统计局，德邦研究所

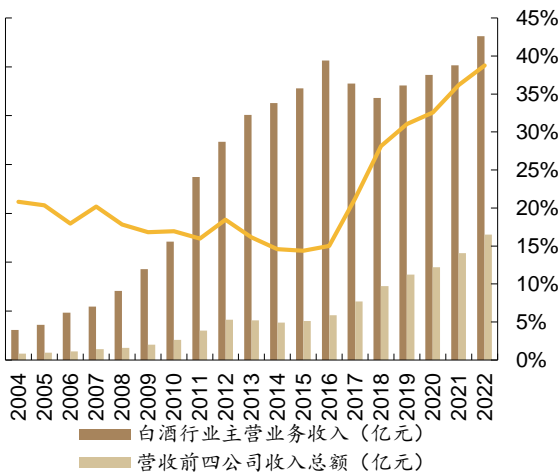
光瓶酒解决盒装酒痛点，市场规模持续提升

白酒行业量减价升，行业集中度提升。2016年以后，白酒行业产量逐年下降，销售收入从2019年起持续上升，2018年至2022年复合增长率0.3%，行业整体呈现量减价升的形势。集中度方面，行业整体呈现头部聚集趋势，营收前四公司占比较高。高端白酒市场竞争格局稳定，茅台、五粮液、泸州老窖三大品牌占据头部位置，其他品牌较难突围；次高端白酒市场集中度较低，剑南春、洋河、郎酒等品牌多强并立，竞争较高端激烈；中低端酒集中度提升空间最大，据酒业家，2022年牛栏山在低端市场占有率最高。

图：白酒行业历年产量与销售收入



图：白酒行业呈现头部聚集趋势



表：白酒不同价格带核心品牌

价格带	代表产品	价格带
高端	飞天茅台、普五、国窖1573等	800元-3000元
次高端	水晶剑、梦3水晶版、青花20、红花郎、天之蓝、臻酿八号、红坛酒鬼酒、古20、国缘四开等	300元-800元
中端	金剑南K6、郎牌特曲T8、五粮春等	100元-300元
低端	牛栏山、红星二锅头、五粮液尖庄、玻汾、泸州老窖二曲、老村长等	100元以下

资料来源：国家统计局，中国酒业协会，酒说，华经产业研究院，德邦研究所

资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所
 注：图表中营收数据指主营业务收入

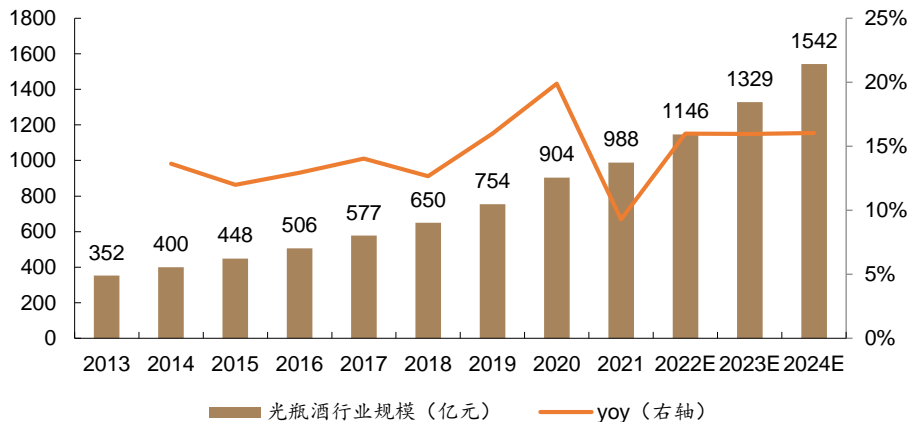
资料来源：微酒等，前瞻产业研究院，德邦研究所整理

光瓶酒解决盒装酒痛点，市场规模持续提升

光瓶酒解决盒装酒痛点，将逐步完成对低端盒装酒的替代。 低端白酒一般是指价格在100元/500ml以下的白酒，消费频次较高，具有快消品属性。光瓶酒是指没有纸盒或附加在瓶外部的其他包装的容量小于等于500ml的酒，它的本质是性价比高。低端盒装酒包材成本占比高，无法满足部分追求品质的消费者，同时，随着消费档次逐渐提高，低端盒装酒逐渐失去消费场景。光瓶酒品质好，性价比高，更能解决消费者需求。“新国标”对光瓶酒的品质提出要求，“去掉包装喝好酒”成为主打理念，我们认为光瓶酒将逐步完成对低端盒装酒的替代。

光瓶酒市场规模趋近千亿，保持双位数增长。 根据中国酒业协会数据，光瓶酒行业规模在2013年至2021年间，由352亿增长至988亿，年复合增长率为13.8%，大部分年份都为双位数以上增长。到2024年，销售规模有望超过1500亿元，行业规模持续攀升。

图：近年光瓶酒行业规模与增速



资料来源：中国酒业协会，华经产业研究院，德邦研究所

光瓶酒消费偏刚性，主流价格带近年来不断提升

- ✓ **低端光瓶酒消费偏刚性。**光瓶酒主要消费群体为城市外来务工人员和中低收入人群，消费场景以自饮、聚饮为主，具有刚需属性同时对价格的敏感性较高。跟其他社交相关的白酒相比，低端光瓶酒自饮属性偏向快消品，消费偏刚性。
- ✓ **光瓶酒当前主流价格带为20元左右，近几年整体升级趋势明显。**在当前人均收入水平情况下，基于光瓶酒消费者自饮属性以及价格敏感性，目前光瓶酒主流价格带在20元/瓶。但近年来整体向上消费升级趋势明显，低端酒的主流价格从过去2010年以前的10元左右提升到目前的15元至20元，同时在主流酒企的助推下，40元以上中高端光瓶酒也正快速放量增长。

表：光瓶酒各价格带主要产品

档位	价格	代表品牌
超低档	10元以下	地方杂牌酒等
低档	10-20元/瓶	牛栏山白牛二、老村长、龙江家园等
中档	20-30元/瓶	红星、精制陈酿、永丰二锅头等
中高档	30-50元/瓶	牛栏山珍品陈酿、玻汾、尖庄等
高档	50元以上	牛栏山土豪金、乳玻汾等

资料来源：微酒，酒业家，酒说等，德邦研究所

02

重点公司分析——顺鑫农业

核心大单品再次提价，有望增厚利润

核心大单品再次提价，盈利能力有望改善。近年来，公司对牛栏山陈酿等多款产品多次进行提价。公司公告2024年2月起，核心大单品陈酿系列提价，提价涉及的4款牛栏山陈酿是公司核心大单品。22年 42°500ml、52°500ml牛栏山陈酿销售量分别为30.2万千升、1.2万千升，分别约占整体销售量的60.8%、2.4%。核心单品提价有望提升白酒业务毛利率和盈利水平。

表：顺鑫农业部分产品提价情况

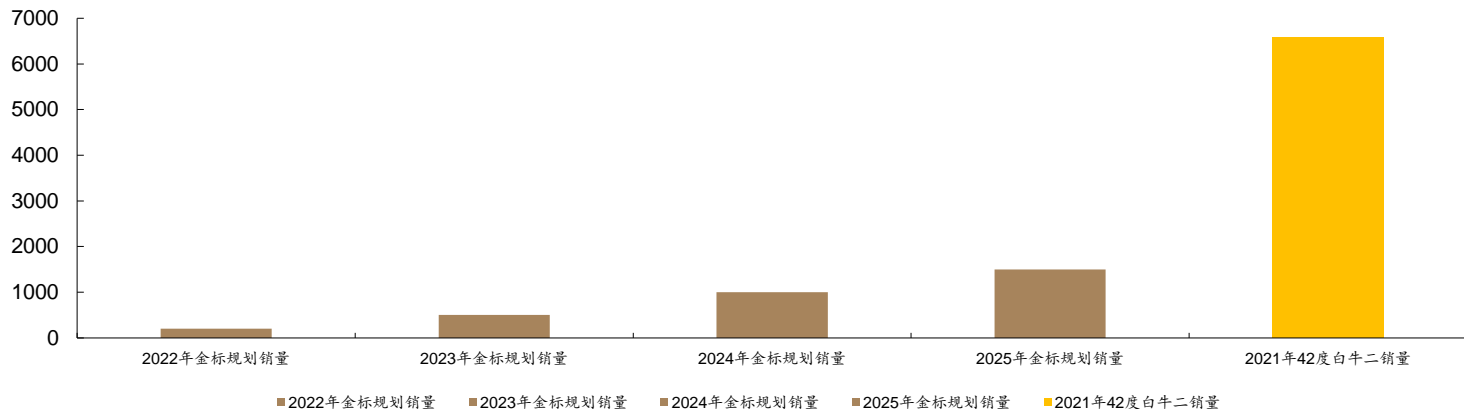
时间	产品	提价信息
2016年5月	42度牛栏山陈酿	每瓶上调1元
2017年5月	42度2L桶（1*6）	每件上调4元，建议零售价17元/瓶
	46度500ML牛瓶	每瓶上调0.25元，建议零售价7元/瓶
	50度450mL特制精品	每瓶上调1元，建议零售价55元/瓶
2019年5月	42度2L桶	上涨12元/箱
	小红牛	上涨6元/箱
	52度精品	上涨18元/箱
2020年1月	400ml、500ml、1.5L三牛	上调10元/瓶
	珍品陈酿系列	上调8元/件
	光瓶酒系列	上调6元/件
2021年1月	400ml、500ml、1.5L三牛	分别上调10元/瓶
2021年2月	二锅头系列光瓶产品、桶装产品、精品	提价10%左右
2022年5月	清香型白酒	每瓶上调3元至15元
	浓香型白酒	每瓶上调10元至15元
2023年1月	42°265ML、42°500ML等5款陈酿	上涨6元/箱
2024年2月	42°125ml、42°265ml、42°500ml、52°500ml4款陈酿产品	上调6元/箱

资料来源：公司公告，微酒，德邦研究所

抢占消费升级机遇，借助“金标牛烟火气餐厅”生动化打造消费场景

23年以来，公司在多地举办“金标牛烟火气餐厅榜”，将美酒与美食串联，有利于提高金标认知度。23年上半年公司销售金标约4140.98千升，随着消费者教育活动持续开展，后续自点率有望进一步提高。根据云酒头条，在南京，“金标牛烟火气餐厅榜”以接地气的形式撬动了3000家以上终端，为线下销售加持与赋能；在泉州，以高品质与亲民价格赢得了众多消费者的青睐；在福州，实现一年目标终端铺市率80%；在合肥，目标终端铺市率已达到60%，终端动销率50%。

表：金标规划销量（单位：万箱）

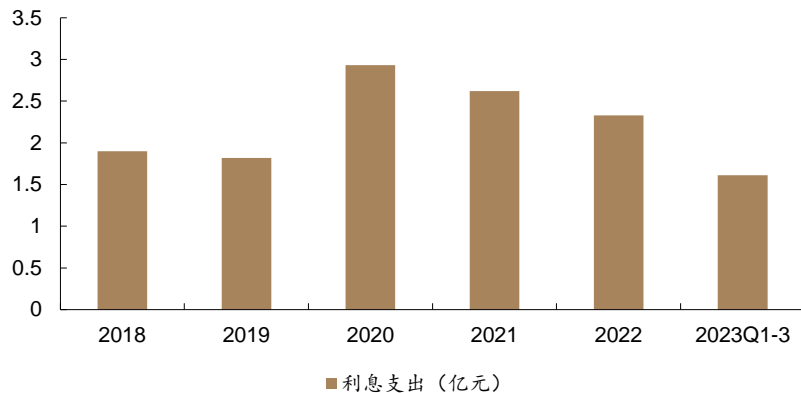


资料来源：酒说公众号，公司公告，德邦研究所

地产业务剥离落地，利润弹性可期

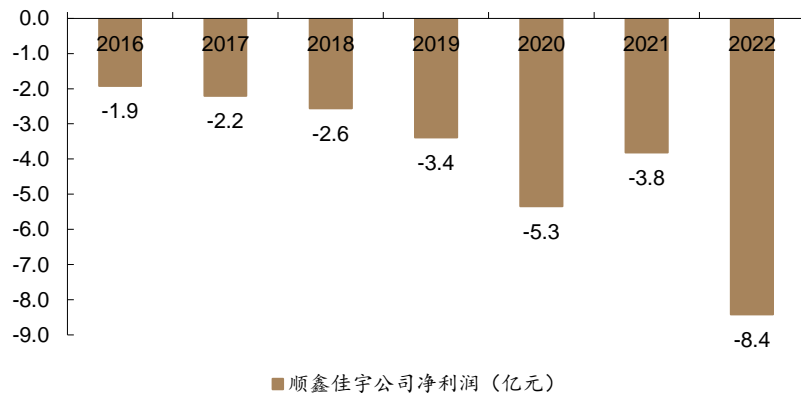
房地产业务亏损多年，剥离将有利于做大做强主业。2023年11月25日，顺鑫农业公告，北京顺正资产管理有限责任公司成为此前地产挂牌项目受让方，成交价格为22.59亿元。本次交易完成后，顺鑫农业不再持有顺鑫佳宇股权，顺鑫佳宇不再纳入公司合并报表范围。顺鑫农业房地产子公司顺鑫佳宇净利润多年亏损，2016-2022年累计亏损达27.6亿元。顺鑫农业在偿付利息费用上具有一定负担，近年来每年利息支出在2亿元左右。剥离房地产业务后，顺鑫农业的利息费用有望减少，母公司净利率有望提高。

图：顺鑫农业近年来每年利息支出在2亿元左右



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图：2016-2022顺鑫佳宇净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，爱企查，德邦研究所

部署新“321”战略，三年重回百亿目标

新“321”战略启幕。2024年2月22日，在2023年度厂务大会上，牛栏山酒厂重温“321”战略，同时部署新“321”战略：“3”是做好三件大事，即调结构、强营销、夯基础；“2”是利用好牛栏山的品牌优势和全国化营销网络优势；“1”是实现一个目标，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。

战略目标清晰，计划三年重回百亿。“做好三件大事”是新“321”的核心。“调结构”明确了陈酿、金标牛、经典二锅头的地位，强调了对二锅头品类的重视，明确了“稳定陈酿，潜心培育金标牛”的发展方向，落实“‘点、线、面’三位一体两原则”，紧盯过程管理，强化厂商合力，以高标准的战术执行决胜金标。“强营销”则是针对稳定陈酿，潜心培育金标牛、经典二锅头品牌化运作等制定的策略，包括坚决贯彻落实重投餐饮、渠道联动策略；严格控量保价，严控区域市场秩序；扎实推进经典二锅头全面营销升级，通过一体化传播等。“夯基础”侧重内部管理、品牌升级等。

图：新“321”战略



资料来源：酒说公众号，德邦研究所

大股东再次增持，体现对公司未来发展信心

历史上顺鑫集团曾5次对公司进行增持，复盘5次增持，基本增持后股价均有较好表现：

第一次增持：2005年4月，为实现同股同权，股权分置改革正式启动。为保护流通股股东的利益，顺鑫集团承诺在通过股权分置改革方案后的两个月内，若连续5个交易日收盘价低于3.36元，则在二级市场上增持，直至买足2000万股或股价高于3.36元。2005年11月3日至12月16日，顺鑫集团被动增持，投资金额共计6320万元，增持公司股份2000万股，占总股本的5.0%。公告增持后1个月股价从3.15元上涨到3.53元，涨幅12.06%。

第二次增持：2012年白酒行业低迷，顺鑫农业股价下跌至9元。基于对本公司未来发展前景的信心，顺鑫集团于2012年12月4日至27日期间，累计增持公司股份876万股，平均成交价格11.57元/股，占公司总股本的2.0%。公告增持后1个月股价从10.26元上涨到13.27元，涨幅29.34%。

第三次增持：2015年大量公司股价跌幅加大，国资委于7月8日发布央企联合承诺，加大对股价严重偏离价值的央企控股上市公司股票的增持力度。顺鑫控股于2015年7月9日至10月8日期间累计共增持公司股票121万股，占公司总股本的0.21%。公告增持后1个月股价从18.17元上涨到23.53元，涨幅29.50%。

第四次增持：2018年2月23日至8月22日期间公司累计共增持公司股票572万股，占公司总股本的1.0%。公告增持后2个月股价从19.42元上涨到24.95元，涨幅28.48%，3个月后上涨62.20%。

第五次增持：2024年初A股持续下跌，投资者信心下降，顺鑫农业股价再创多年的新低，2月5日收盘价已达15.39元。基于对公司未来发展的信心以及公司价值的认可，以及提升投资者信心，顺鑫控股于2024年2月2日至2月5日，增持公司股份568万股，增持金额0.9亿元，占公司总股本的0.77%。并计划自2024年2月2日起6个月内，增持1亿至2亿元。

大股东再次增持，体现对公司未来发展信心

表：顺鑫农业控股股东五次增持情况

	公告增持日期	首次增持日期	完成增持日期	增持金额/股数	增持原因	公告增持后1月涨幅	公告增持后2月涨幅	公告增持后3月涨幅
第一次	2005年12月13日	2005年11月3日	2005年12月16日	6320万元	股权分置改革承诺	12.06%	13.33%	11.75%
第二次	2012年12月6日	2012年12月4日	2012年12月27日	1.0亿元	基于对公司发展前景的信心	29.34%	49.12%	57.41%
第三次	2015年7月10日	2015年7月9日	2015年10月8日	121万股	基于对本公司未来发展前景的信心 维护公司股价稳定和广大投资者权益	29.50%	-7.10%	-5.94%
第四次	2018年2月27日	2018年2月23日	2018年8月22日	572万股	基于对公司投资价值的合理判断， 对公司发展潜力的高度认可，以及 对公司发展前景的坚定信心，维护 公司股价稳定和广大投资者权益	0.00%	28.48%	62.20%
第五次	2024年2月6日	2024年2月2日	未增持完成	1-2亿元	基于对公司未来持续稳定发展的信心 以及公司价值的认可，提升投资者 信心。	-	-	-

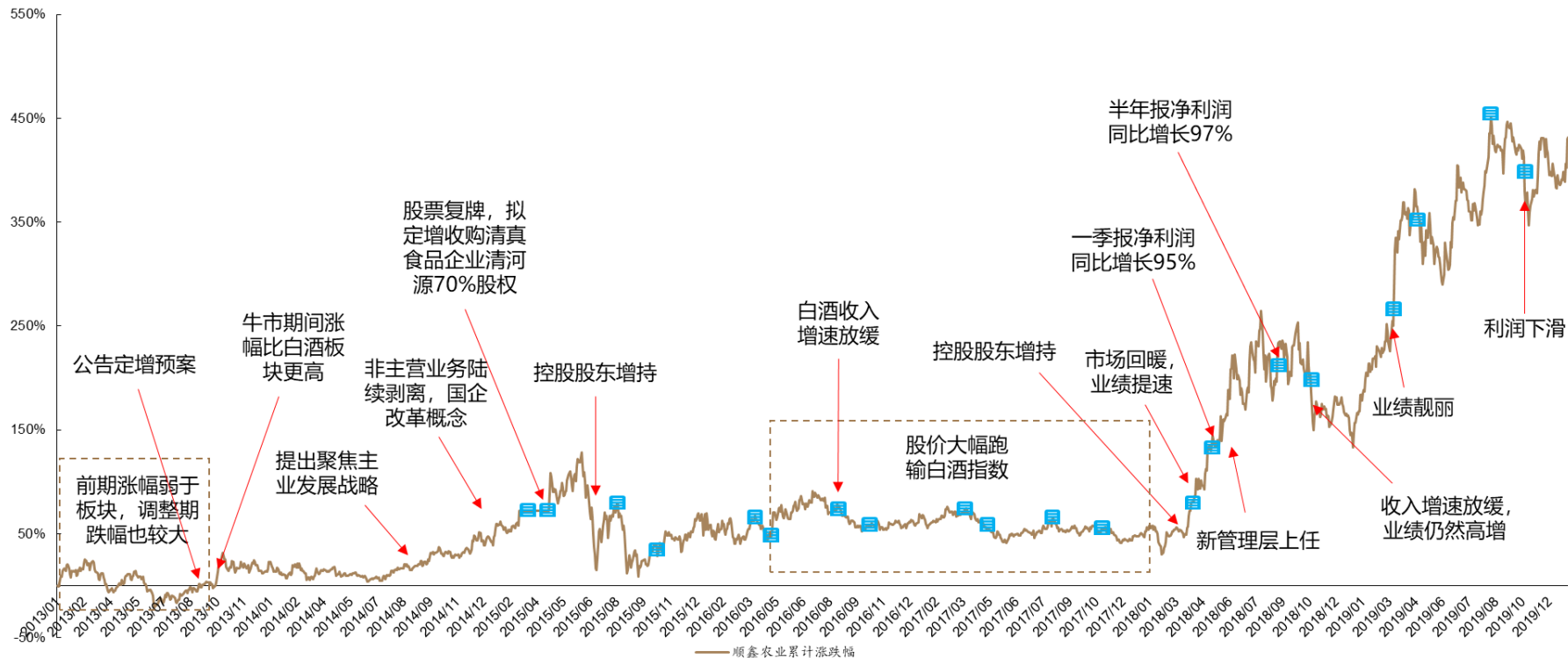
资料来源：公司公告，德邦研究所

顺鑫农业控股股东增持前后股价走势



资料来源：巨潮信息网，ifind，公司公告，德邦研究所

股价复盘 (2013-2019年)

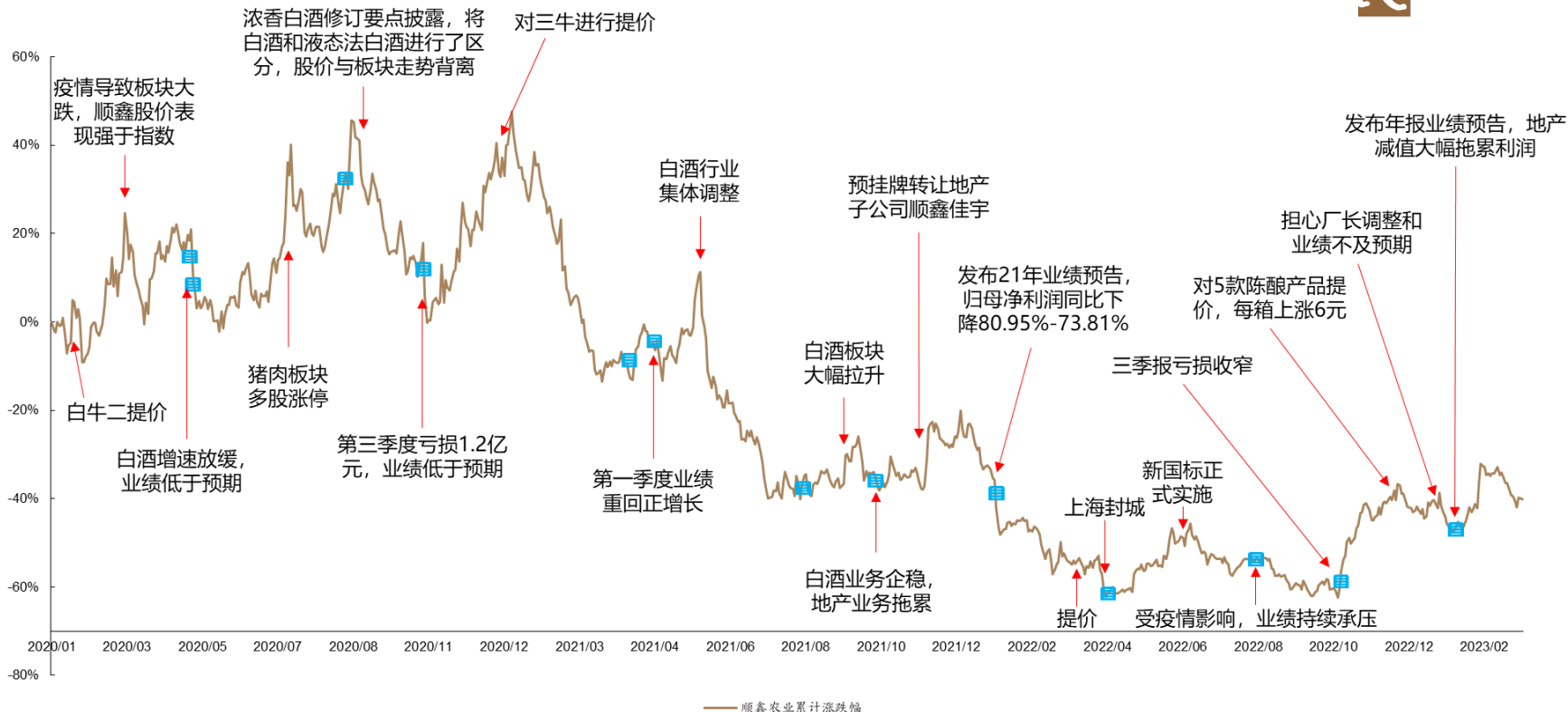


资料来源: ifind, 公司公告, 德邦研究所

股价复盘 (2020-2023年)



德邦证券
Topsperity Securities



资料来源: ifind, 公司公告, 微酒, 上海市卫生健康委员会, 德邦研究所



03

风险提示

风险提示

- 新品推广不及预期风险；
- 白牛二销售不及预期风险；
- 经济复苏不及预期风险

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128