

公司调研点评

顺鑫农业 (000860)

食品饮料 | 饮料制造

白酒业务高速增长，成为公司业绩稳健支撑

2019年04月11日

评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 51.5-61.8元

交易数据

当前价格(元)	59.60
52周价格区间(元)	23.20-62.26
总市值(百万)	34007.16
流通市值(百万)	34007.16
总股本(万股)	57059.00
流通股(万股)	57059.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
顺鑫农业	36.42	74.17	156.28
饮料制造	27.0	60.12	30.48

陈博

执业证书编号: S0530517080001  
chenbo@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

0731-84403358

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(亿元)	117.33	120.74	149.02	180.02	213.97
净利润(亿元)	4.38	7.44	11.73	13.59	16.13
每股收益(元)	0.77	1.30	2.06	2.38	2.83
每股净资产(元)	12.42	13.51	13.52	15.53	17.97
P/E	76.14	44.85	28.47	24.56	20.69
P/B	4.71	4.33	4.33	3.77	3.26

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 2019年4月9日, 我们参与了顺鑫农业(000860.SZ)股东大会, 与公司高层进行了交流。

投资要点:

- **业务聚焦叠加新市场放量, 2018年业绩高速增长。**2018年共实现营收120.74亿元, 同比增长2.9%; 实现归母净利润7.44亿元, 同比增长69.78%; 实现扣非后的归母净利润7.93亿元, 同比增长129.59%。公司未来将继续聚焦“白酒+猪肉”双主业, 白酒以产品结构升级与外埠市场培育为战略; 猪肉业务仍会受到猪价上行的影响, 但是公司拥有全产业链优势同时北京地区市场份额稳固, 2019年猪肉业务的情况会有所转好。
- **品质与品牌强强联合, 开启结构优化之路。**“牛栏山”作为老字号目前已有400多年的历史, 多年来品质不断改良, 顺鑫也是唯一拥有国家标准二锅头的企业, 在北京拥有广泛的群众基础。核心产品牛栏山陈酿价格在10-15元/瓶, 牛栏山品牌体系的升值空间较大。针对北京等部分已经相对成熟的市场, 公司开始推广精制陈酿、百年系列等价格较高的品种, 以产品结构优化来支撑成熟市场的稳健成长。
- **外埠市场加速发展, 全国化空间广阔。**公司正在全力加速“牛栏山”品牌的泛全国化布局, 相对于其他低端白酒品牌与地域酒, “牛栏山”拥有高品牌力、高性价比、细分产品体系和优秀的经销团队等优势, 目前全国化战略成效显著, 已拥有22个亿元以上省级销售市场, 未来持续贯彻“深分销、调结构、竖样板”的营销模式, 重点打造“样板市场群”。新市场的放量是未来白酒业务成长的内生动力之一, 随着销量增长, 公司也将持续受益于规模效应对净利率的改善。
- **盈利预测。**我们预计公司2019-2021年营业收入分别为149.02/180.03/213.97亿元, 归母净利润分别为11.73/13.59/16.13亿元, EPS分别为2.06/2.38/2.83元, 对应当前股价PE为29/25/21倍。根据公司业绩增长情况, 给予公司2019年25-30倍PE, 股价的合理区间为51.5-61.8元。目前公司股价已进入合理区间, 首次覆盖, 暂时给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示: 外埠市场扩张不及预期风险; 产品结构升级不及预期风险; 同业竞争风险; 包材价格波动风险。**

## 1 公司简介

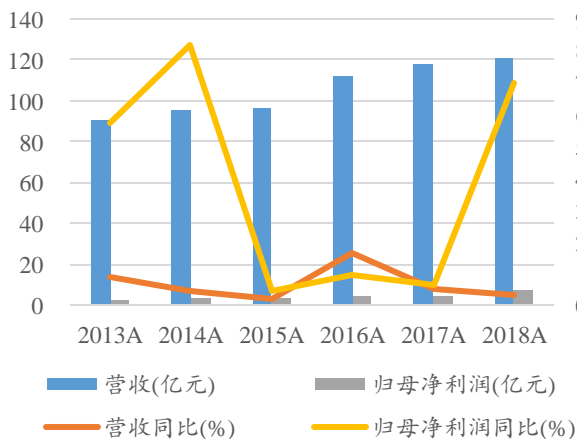
顺鑫农业成立于1998年，并于同年在深交所上市，实际控制人是北京顺义区政府国资委。公司从事的业务包括白酒的酿造与销售；种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工；房地产业务等。目前公司聚焦白酒、猪肉两大业务，白酒业务以“牛栏山”和“宁诚”两大品牌为代表，其中“牛栏山”品牌包括清香型“二锅头”和浓香型“百年”系列产品；猪肉业务主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。

## 2 业务聚焦叠加新市场放量，2018年业绩高速增长

2014年起公司开始梳理主业，将资源聚集到白酒、猪肉和房地产业务上来；2017年开始剥离拖累业绩的房地产业务，聚焦高毛利白酒业务。公司生产的白酒产品主要是低端光瓶酒，属于刚需属性较强的快消品。光瓶酒多用于自饮且消费者对品牌要求较弱，饮用偏好具有地域性，因此市场相对中高端白酒更加分散。顺鑫旗下的白酒品牌“牛栏山”在北京地区知名度较高，近年来公司加强了该品牌的营销工作，积极建设全国化的销售网络。

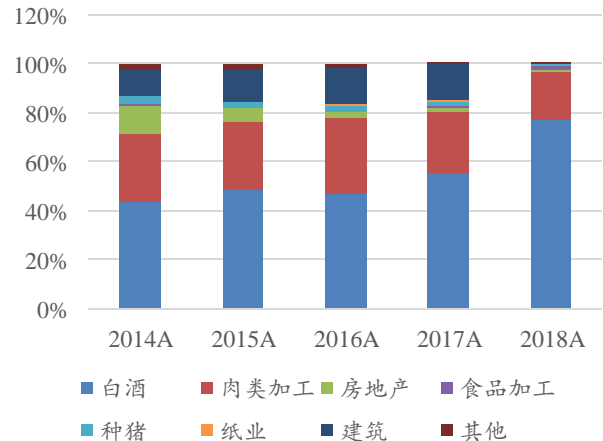
目前公司的白酒品牌推广工作已进入“2+6+2”（2：北京、天津；6：山东、辽宁、内蒙、山西、河北和河南；2：长三角、珠三角）的第三阶段，以“陈酿”系列为核心，实现“牛栏山”品牌的全国化扩张。在猪肉业务方面，公司拥有“种猪繁育—生猪养殖—屠宰加工—肉制品深加工—冷链物流配送”的全产业链，旗下猪肉品牌“鹏程”在北京地区也拥有较高的美誉度。

图 1：2013-2018 年顺鑫农业的业绩变化



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 2：公司近年来白酒和猪肉业务占比持续提升



资料来源：WIND 数据库，财富证券

2018 年共实现营收 120.74 亿元，同比增长 2.9%；实现归母净利润 7.44 亿元，同比增长 69.78%；实现扣非后的归母净利润 7.93 亿元，同比增长 129.59%。扣非后净利润高于净利润的原因在于，报告期内公司处置了部分资产，发生了-0.49 亿元的非经常性损益；EPS 为 1.3 元。受益于肉制品与房地产业务盈利性的改善，2018 年整体毛利率提升 6.04 个百分点至 39.96%；由于牛栏山品牌推广力度的加大，销售费用率同比提升 0.34 个百分

点至 10.14%；产品放量后规模效应凸显，管理费用率同比下降 1.06 个百分点至 5.76%，财务费用率也由于地产业务的压缩同比下降 0.15 个百分点至 1.19%，最终销售净利率同比提升 2.26 个百分点至 6.03%。

随着公司全国化进程的加速，牛栏山产品在长三角、珠三角等外埠战略地区逐渐进入放量期。白酒业务 2018 年实现营收 92.78 亿元，同比增长 43.82%，其中外埠市场的营收占比从 2017 年的 39.91% 提升至 61.88%。但由于 2017 年下半年开始公司将品牌推广工作下放至经销渠道，再给予经销商一定的拿货折扣予以补偿，白酒业务毛利率受其影响同比下降 5.23 个百分点至 49.62%。2018 年白酒业务的预收款达到 56.54 亿元，同比增长 49.4%，经销商进货意愿积极。屠宰业务方面，面对突发的猪瘟事件，公司利用自身猪肉业务全产业链覆盖的优势，及时调整生产计划与防疫标准。但受 2018 年上半年猪价下行影响，猪肉业务营收仍同比下滑，2018 年实现营收 24.71 亿元，同比降低 20.23%，其中种畜养殖/屠宰业务分别实现营收 1.03/23.68 亿元。

公司未来将继续聚焦“白酒+猪肉”双主业，白酒是核心业务，未来继续以产品结构升级与外埠市场培育为战略；公司的猪肉业务以屠宰业务为主，2019 年将继续受到猪价上行的影响。但公司拥有全产业链优势能够及时调整业务结构，同时在北京地区市场份额稳固，预计 2019 年猪肉业务的情况会有所转好。

### 3 品质与品牌强强联合，开启结构优化之路

公司的二锅头生产工艺历史悠久，近年来公司也持续推进二锅头产品工艺与品质的提升，不仅建设有博士后工作站、微生物实验室等研发组织，与中科院也有合作，多年来品质不断改良。顺鑫是唯一拥有国家标准二锅头产品的企业。在品牌方面，“牛栏山二锅头”作为老字号目前已有 400 多年的历史，在北京拥有广泛的群众基础。白酒业务仅拥有“牛栏山”一个品牌，但却拥有 700-800 个产品，原因就在于公司“因地制宜”的发展策略。由于光瓶酒的饮用口味与习惯地域性较强，公司依据不同地区的消费特点与消费层次衍生出细分产品，以获得当地光瓶酒消费群体的认同。强品牌与细分化的产品群扩大了“牛栏山”的市场影响力，其品牌价值也持续提升。

消费升级是当下白酒行业的主题，次高端白酒与高端白酒产品结构加速升级，也带动了光瓶酒主流消费价格带的提升。顺鑫目前的核心产品牛栏山陈酿价格在 10-15 元/瓶，在 0-100 元的低端白酒产品中位于偏低的档位。公司白酒业务 2018 年的毛利率是 49.63%，对比其他全国性的白酒企业毛利率水平较低，而就目前顺鑫的品质与品牌力而言，牛栏山品牌体系的升值空间较大。针对北京等部分已经相对成熟的市场，公司开始着手推广精制陈酿、百年系列等价格较高的品种，以产品结构优化来支撑成熟市场的稳健成长。

表 1：牛栏山品牌旗下产品及单价（部分）

系列	产品名	每瓶单价
陈酿	牛栏山二锅头 46 度清香	10 元/500ml
	牛栏山二锅头 56 度清香	10.25 元/500ml
	牛栏山二锅头 42 度	14 元/500ml
	牛栏山二锅头 52 度	15 元/500ml

	牛栏山二锅头银牛 52 度	36 元/500ml
珍品陈酿	牛栏山二锅头十八年 45 度清香	56.5 元/500ml
	牛栏山二锅头土豪金 52 度浓香	62 元/500ml
百年	百年牛栏山鸿运老酒 39 度浓香	49 元/500ml
	百年牛栏山万事兴 42 度浓香	69 元/500ml
	百年牛栏山二锅头 43 度浓香	128 元/500ml
	百年牛栏山二锅头经典三牛 52 度浓香	141 元/400ml
	百年牛栏山盛世红窖藏三十年 53 度	218 元/500ml
	牛栏山二锅头年轮 1972 42 度浓香	149 元/500ml
其他高端品	牛栏山二锅头青花瓷 52 度清香	198 元/500ml
	牛栏山二锅头青龙珍品 53 度清香	208 元/500ml
	牛栏山二锅头经典黄龙 52 度清香	417 元/500ml
	牛栏山二锅头至尊黄龙 60 度清香	900 元/500ml

资料来源：牛栏山天猫旗舰店，财富证券

## 4 外埠市场加速发展，全国化空间广阔

光瓶酒多用于自饮，其消费刚性较强，因此即使是在白酒行业调整期，光瓶酒体量依然能实现可观的增长。光瓶酒市场近年来的市场规模在 600 亿元左右，预计市场体量未来能达到 1200 亿元。目前由于地域性强等原因，光瓶酒市场集中度较低，但在消费升级趋势下，市场的需求也将逐渐向品牌力强的产品集中。

图 3：公司已拥有 22 个亿元以上省级销售市场



资料来源：公司公告，财富证券

公司目前正在全力加速“牛栏山”品牌的泛全国化布局，相对于其他低端白酒品牌与地域酒，“牛栏山”品牌的优势主要在于：（1）“牛栏山”作为二锅头老字号的强品牌力；（2）品质高却售价低的性价比优势；（3）高度细分的产品体系，为消费者提供更多选择；（4）高效的经销商团队。公司合作的大部分经销商经营牛栏山品牌十年以上，对

品牌的忠诚度和认可度较高,此外公司长期以来给予经销商的利润空间也很大。公司 2017 年将营销工作下放至经销商,并以进货折扣作为销售激励,也将有效推动产品在新市场的推广。

公司的全国化战略成效显著,已拥有 22 个亿元以上省级销售市场,未来将继续贯彻“深分销、调结构、竖样板”的营销模式,重点打造“样板市场群”,在目前主力推广的长珠三角、华北、东北、西北等地区甄选 5-10 个外埠重点市场,将其培育为 5-10 亿元销售规模的省级样板市场。新市场的放量是未来白酒业务成长的内生动力之一,随着销量增长,公司也将持续受益于规模效应对净利率的改善。

## 5 盈利预测

产品结构升级与新市场放量,是未来白酒业务成长的主要内生动力,低端酒市场总体规模的稳步扩张也为销量增长拉开空间。公司的猪肉业务和房地产业务在公司整体规划下有转好的迹象,但短时间内仍无法完全剥离。由于上述原因,我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 149.02/180.03/213.97 亿元,归母净利润分别为 11.73/13.59/16.13 亿元, EPS 分别为 2.06/2.38/2.83 元,对应当前股价 PE 为 29/25/21 倍。根据公司业绩增长情况,给予公司 2019 年 25-30 倍 PE,股价的合理区间为 51.5-61.8 元。目前公司股价已进入合理区间,首次覆盖,暂时给予公司“谨慎推荐”评级。

## 6 风险提示

外埠市场扩张不及预期风险;产品结构升级不及预期风险;同业竞争风险;包材价格波动风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438