

**核心观点****❖ 低端酒细分市场空间大，名酒集中化趋势加快**

1) 低端酒市场规模超 2000 亿，CR3 仅为 12%，牛栏山市占率 6.2%；2) 100 元以下光瓶酒收入规模 700 亿，大单品牛栏山陈酿收入约 35 亿；3) 光瓶酒消费需求偏刚性，未来高线光瓶酒或爆发式增长。

**❖ 牛栏山逆势扩张，盈利能力在低端酒市场处于领先地位**

1) 牛栏山 12-18 年营收复合增速高达 19.2%，位居行业第一；2) 顺鑫预收账款占比位居行业领先地位，经销商打款积极性高，牛栏山动销优秀；3) 牛栏山白酒整体毛利率位居低档酒第一梯队，净利率水平显著改善；4) 销量快速提升至 62 万吨，未来有望量价齐升。

**❖ 保持高性价比优势，泛全国化初战告捷**

1) 品牌优秀，渠道利润空间大，保持高性价比优势；2) 依托优质渠道资源、共建厂商共赢机制，经销商渠道利润丰厚，终端动销能力强；3) 当前牛栏山已拥有亿元以上销售市场 22 个，未来有望复制河北、河南等核心外埠市场成功经验。

**❖ 猪肉业务全产业链运作，地产去化有望加快**

顺鑫猪肉业务已形成全产业链条，收入稳定在 20-25 亿元，贡献毛利 1.5-2 亿元。地产业务将以去化为发展主线，未来有望进一步剥离。

**❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级**

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 148.27、173.42、190.86 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 11.51、16.47、20.29 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.02、2.89、3.56 元/股。考虑到公司品牌力、产品力、渠道力全面提升，我们看好公司在低端大众酒细分行业的发展，给予公司 28-30 倍 PE 较为合理，对应合理股价 57-61 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济影响，导致白酒行业景气度下降；低端白酒市场竞争加剧，外埠渠道拓展风险；假冒伪劣产品侵权风险；非洲猪瘟疫情防控风险。

**盈利预测与估值**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	12074.37	14827.02	17342.49	19085.61
+/-%	2.90%	22.80%	16.97%	10.05%
净利润(百万)	744.26	1150.90	1647.21	2029.47
+/-%	69.78%	54.64%	43.12%	23.21%
EPS(元)	1.30	2.02	2.89	3.56
PE	36.48	23.59	16.48	13.38

资料来源：2018 年年度报告、川财证券研究所

**📄 证券研究报告**

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2019/7/15

前收盘价 | 47.58 元

**📄 分析师**

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

**📄 川财研究所**

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、顺鑫农业：聚焦酒肉主业，发展迈入新阶段.....	5
1.1 北京唯一上市酒企，顺义区国资委控股.....	5
1.2 早期多元化探索，逐步聚焦酒肉主业.....	6
1.3 团队基层经验丰富，发展迈入新阶段.....	7
二、白酒业务：低端名酒集中化加快，牛栏山快速突围.....	8
2.1 低端市场空间大，名酒集中化加速.....	8
2.1.1 低端市场超 2000 亿，牛栏山行业领先.....	8
2.1.2 大单品如雨后春笋，名酒集中化加速.....	9
2.1.3 需求刚性，高线产品或迎爆发式增长.....	9
2.2 牛栏山销量稳居行业首位.....	11
2.2.1 营收增速、产品动销行业领先.....	11
2.2.2 毛利率处低档酒第一梯队，净利率显著改善.....	12
2.2.3 销量快速释放，未来有望量价齐升.....	14
2.3 牛栏山品牌力、产品力、渠道力全面提升.....	15
2.3.1 持续加大推广力度，品牌价值突破 300 亿.....	15
2.3.2 价格叠加渠道利润优势，牛栏山产品力优秀.....	17
2.3.3 依托大商制经销模式，牛栏山迈入泛全国化.....	18
三、猪肉业务：全产业链运作，收入维持稳定.....	20
四、地产业务：负债拖累，未来有望进一步剥离.....	22
五、盈利预测与估值.....	23
风险提示.....	27

## 图表目录

图 1:	北京本地白酒企业情况.....	5
图 2:	北京白酒消费市场竞争格局.....	5
图 3:	公司实际控制人为顺义区国资委.....	5
图 4:	顺鑫农业主要分子公司.....	5
图 5:	顺鑫农业发展历程.....	6
图 6:	2009-2018 年顺鑫农业营收构成.....	6
图 7:	2009-2018 年顺鑫农业毛利构成.....	6
图 8:	白酒和肉类加工分别贡献营收的 76.8%和 19.6%.....	6
图 9:	白酒和肉类加工分别贡献毛利的 95.4%和 3.5%.....	6
图 10:	顺鑫白酒业务收入快速提升.....	7
图 11:	低端白酒市场 CR3 仅为 12%.....	9
图 12:	牛栏山在低端白酒市场份额为 6.2%.....	9
图 13:	光瓶酒主要产区产品一览表.....	9
图 14:	全国主要光瓶酒大单品汇总.....	9
图 15:	光瓶酒消费人群的消费偏好.....	10
图 16:	光瓶酒消费者的消费特征.....	10
图 17:	2009-2018 年白酒业务营业收入及毛利润.....	11
图 18:	2012-2018 牛栏山白酒业务复合增速领先.....	11
图 19:	高端茅五泸的预收账款/营业收入情况.....	11
图 20:	顺鑫农业预收账款及占营收比重.....	11
图 21:	2013-2018 年牛栏山白酒销量占比.....	12
图 22:	2013-2018 年牛栏山白酒销售额占比.....	12
图 23:	2013-2018 年牛栏山吨成本情况 (万元/吨).....	13
图 24:	2016-2018 年白酒成本构成变化.....	13
图 25:	牛栏山在低档酒市场毛利率处于领先水平.....	13
图 26:	牛栏山白酒毛利率水平有所下滑.....	13
图 27:	中低档白酒上市公司 ROE 情况.....	14
图 28:	顺鑫净利率水平快速提升.....	14
图 29:	顺鑫资产周转率水平较高.....	14
图 30:	2011-2018 年牛栏山销量及同比增速.....	14
图 31:	2018 年白酒主要上市公司销量情况.....	14
图 32:	牛栏山酒厂品牌优势凸显.....	16
图 33:	2018 年品牌力持续快速提升.....	16
图 34:	公司广告宣传推广费用持续提升.....	16
图 35:	广告宣传推广费用占营收比重接近 6%.....	16
图 36:	牛栏山产品矩阵极具价格优势.....	17
图 37:	牛栏山陈酿渠道利润空间更高.....	17
图 38:	牛栏山产品提价信息.....	17
图 39:	牛栏山的渠道模式和销售体系.....	18
图 40:	牛栏山核心产品渠道利润情况.....	19
图 41:	牛栏山白酒销售区域收入情况.....	20
图 42:	牛栏山白酒销售区域分布.....	20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	公司猪肉产业已实现全产业链运作.....	21
图 44:	“鹏程”、“小店”为中国驰名商标.....	21
图 45:	2009-2018 年猪肉产业营收构成.....	21
图 46:	2009-2018 年猪肉产业毛利构成.....	21
图 47:	2015-2018 年肉类产品销售网点数量.....	22
图 48:	2018 年北京市场销售网点分布.....	22
图 49:	2009-2018 年佳宇地产营业收入及净利润.....	23
图 50:	顺鑫利息支出维持高位.....	23
表格 1.	顺鑫农业核心管理层.....	8
表格 2.	全国白酒品牌市场划分.....	8
表格 3.	高线光瓶酒品牌迎来快速增长期.....	10
表格 4.	牛栏山白酒高、中、低档价格（万元/吨）.....	12
表格 5.	顺鑫杜邦财务拆分.....	13
表格 6.	白酒生产能力及产能利用率情况.....	15
表格 7.	牛栏山酒厂核心产品线.....	17
表格 8.	牛栏山拥有多项关键技术.....	18
表格 9.	牛栏山区域扩张经历三个战略发展期.....	19
表格 10.	牛栏山主要外埠地区白酒市场概况.....	20
表格 11.	2015-2018 年公司屠宰及肉制品加工业务的采购、生产及销售情况.....	21
表格 12.	截至 2018 年底公司主要房地产项目情况.....	22
表格 13.	公司近年来逐步剥离其它业务，聚焦酒肉主业.....	23
表格 14.	酒类盈利预测（单位：百万元）.....	25
表格 15.	分产品盈利预测（单位：百万元）.....	25
表格 16.	白酒行业公司估值表.....	26

## 一、顺鑫农业：聚焦酒肉主业，发展迈入新阶段

### 1.1 北京唯一上市酒企，顺义区国资委控股

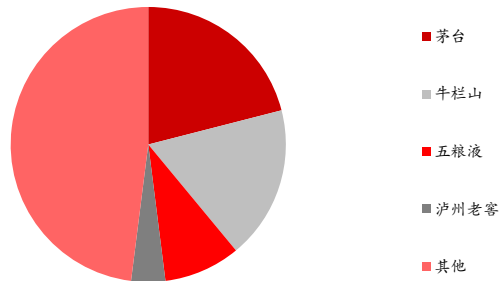
顺鑫为北京本地唯一上市白酒企业，牛栏山为区域强势品牌。北京本地白酒企业主要为顺鑫农业、北京红星、北京二锅头，顺鑫当前白酒业务规模约 93 亿元，是北京唯一上市白酒企业。此外，当前北京消费市场形成高端茅五泸、低端牛栏山的竞争格局，牛栏山是区域地产酒强势品牌。

图 1：北京本地白酒企业情况

白酒品牌	产品概况	销售额
牛栏山	由顺鑫农业牛栏山酒厂生产，产品涵盖传统二锅头、陈酿、珍品陈酿、百年牛栏山系列，共计110余种不同规格的产品。	约93亿元
红星	由北京红星股份有限公司出品，涵盖普通、特制、精品、珍品、珍藏5大系列产品群，近年推出高档红星珍品二锅头、红星1949。	约20亿元
永丰牌	由北京二锅头酒业股份有限公司生产，传承老北京二锅头传统酿造技艺。	约10亿元
一担粮	由北京二锅头集团、北京二锅头酒业股份有限公司与一担粮（北京）酒业有限公司联合出品，倾心打造出的具有颠覆性的二锅头。	约4亿元

资料来源：糖酒快讯，酒业家，川财证券研究所

图 2：北京白酒消费市场竞争格局



资料来源：糖酒快讯，酒业家，川财证券研究所

顺鑫实际控制人为顺义区国资委。1998 年顺义县政府集农业产业优势资源设立北京顺鑫农业股份有限公司，同年 11 月 4 日头顶“北京市第一家农业类上市公司”的光环强势登陆深交所。截至 2019 年 6 月，公司控股股东北京顺鑫控股集团有限公司持股比例为 38.45%，实际控制人为顺义区国资委。

图 3：公司实际控制人为顺义区国资委



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 4：顺鑫农业主要分子公司

业务类别	公司名称	与顺鑫农业关系	持股比例	主要业务
白酒	牛栏山酒厂	分公司		白酒制造、生产和销售
	宁城老窖	子公司	90.00%	白酒制造、生产和销售
肉食	小店种猪场	分公司		种猪繁育及销售
	海口小店	子公司	90.00%	种猪选育
	滦平小店	子公司	100.00%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工
	阳高小店	子公司	100.00%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工
	肃宁小店	子公司	100.00%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工
	兴隆小店	子公司	100.00%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工
	鹏程食品	分公司		屠宰及肉制品加工
	创新食品	分公司		猪牛羊肉，蔬菜等
	汉中鹏程	子公司	60.71%	肉制品的生产、销售
	达州鹏程	子公司	60.00%	畜禽屠宰、肉类加工、肉类副产品加工
商贸	鹏程商贸	子公司	100.00%	批发、零售预包装食品、散装食品等
地产	顺鑫佳宇	子公司	100.00%	房地产开发
纸业	腾飞纸制品	子公司	92.20%	纸制品加工、制作

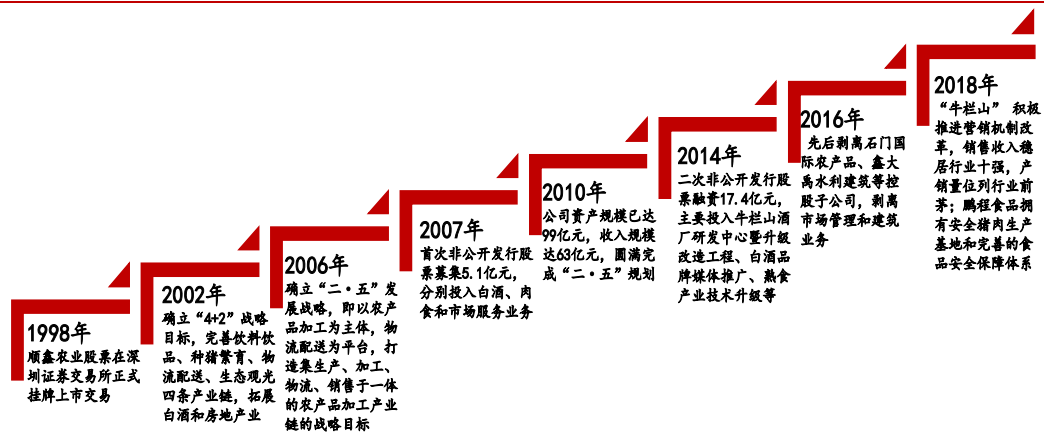
资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 1.2 早期多元化探索，逐步聚焦酒肉主业

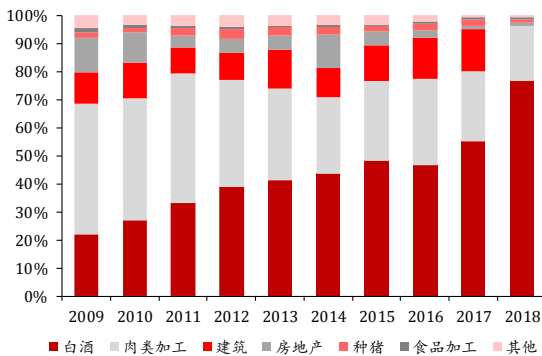
顺鑫历经上市初期的多元化探索，逐步聚焦酒肉主业。上市初期，顺鑫主营业务为白酒、肉类加工及种猪业务。自 2002 年以来，顺鑫陆续拓展了果蔬饮品、建筑、市场管理、房地产等业务。2013 年白酒收入超过肉类加工成为第一大业务，顺鑫开始聚焦酒肉业务，逐步剥离其他业务。2018 年白酒和肉类加工分别贡献营收的 76.8%、19.6%，贡献毛利的 95.4%、3.5%。

图 5：顺鑫农业发展历程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

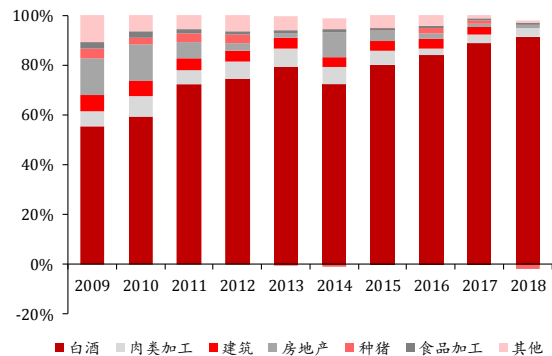
图 6：2009-2018 年顺鑫农业营收构成



资料来源：wind，川财证券研究所

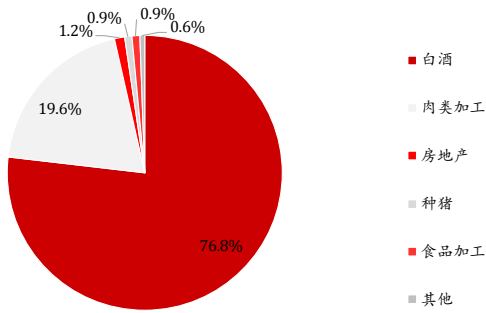
图 8：白酒和肉类加工分别贡献营收的 76.8%和 19.6%

图 7：2009-2018 年顺鑫农业毛利构成

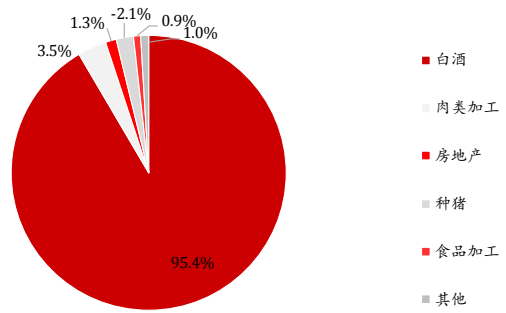


资料来源：wind，川财证券研究所

图 9：白酒和肉类加工分别贡献毛利的 95.4%和 3.5%



资料来源: wind, 川财证券研究所

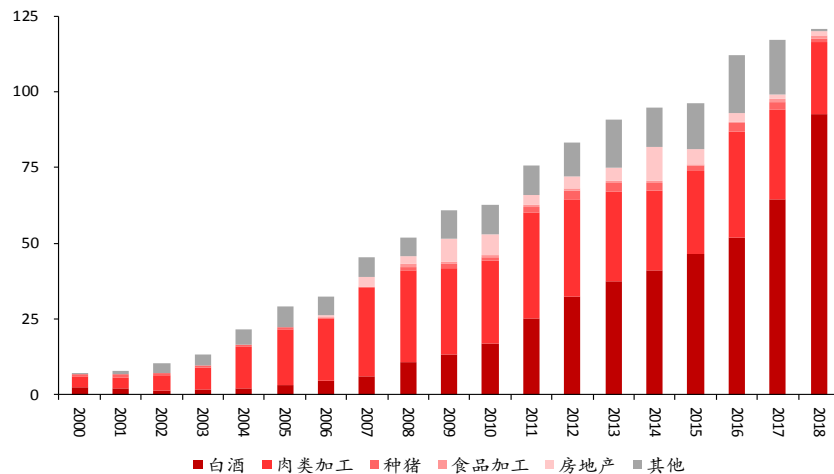


资料来源: wind, 川财证券研究所

### 1.3 团队基层经验丰富，发展迈入新阶段

新任管理层最近 5 年均在顺鑫核心岗位任职，基层经验丰富。2018 年董事长李颖林、总经理安元芝经股东大会选举上任，年富力强，锐意改革。核心成员宋克伟在牛栏山酒厂任职 21 年，历任牛栏山酒厂设备科副科长、灌装车间主任、副厂长、常务副厂长，现任牛栏山酒厂厂长。同期牛栏山实现品牌力、产品力和渠道力的全面提升，白酒收入从 2000 年的 2.52 亿元提升至 2018 年的 92.78 亿元，顺鑫总营收从 6.77 亿元提升至 120.74 亿元。

图 10：顺鑫白酒业务收入快速提升



资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 1. 顺鑫农业核心管理层

姓名	职位	年龄	学历	工作经历
李颖林	董事长	47岁	硕士	1996年参加工作，最近五年历任顺义区国有资本经营管理中心党委委员、副经理；北京顺义金融控股有限责任公司董事、副经理；北京顺鑫控股集团有限公司监事会主席；北京综合保税区开发管理有限公司监事会主席。现任顺鑫控股党委副书记、董事、经理，顺鑫农业董事长。
安元芝	总经理/董事会秘书	48岁	硕士	1994年参加工作，最近五年一直担任顺鑫农业副总经理兼董事会秘书，现任北京顺鑫控股集团有限公司董事，顺鑫农业总经理、董事会秘书，主管公司证券事务工作。
王金明	董事/副总经理	56岁	硕士	1980年参加工作，最近五年一直担任顺鑫农业董事、副总经理，曾任顺鑫农业财务总监，现任顺鑫控股董事，顺鑫农业董事、副总经理。
林金开	副总经理	41岁	硕士	2003年参加工作，最近五年历任顺鑫农业投资管理部部长，顺鑫农业副总经理。现任顺鑫控股董事，顺鑫农业副总经理，主管公司投资事务。
宋克伟	董事/牛栏山厂长	53岁	本科	1988年参加工作，最近五年一直担任顺鑫农业董事、副总经理。现任顺鑫农业董事、副总经理；顺鑫农业牛栏山酒厂厂长，主管公司白酒产业。
张德宝	董事/鹏程、小店总经理	58岁	本科	1979年参加工作，最近五年一直担任顺鑫农业董事、副总经理。现任顺鑫农业董事、副总经理；顺鑫农业鹏程食品分公司总经理；顺鑫农业小店畜禽良种场分公司总经理，主管公司肉制品产业。
李秋生	董事/财务总监	50岁	硕士	1991年参加工作，最近五年历任顺鑫农业财务计划部部长、顺鑫控股计划财务部经理。现任顺鑫农业董事、副总经理、财务总监，负责公司财务部门工作。
秦龙	董事	48岁	本科	1990年参加工作，最近五年一直担任顺鑫农业经理办公室主任、经理助理，现任顺鑫农业董事。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 二、白酒业务：低端名酒集中化加快，牛栏山快速突围

### 2.1 低端市场空间大，名酒集中化加速

#### 2.1.1 低端市场超 2000 亿，牛栏山市占率第一

低端酒市场呈现空间大、集中度低的特征。当前低端酒市场空间超过 2000 亿，但 CR3 仅为 12%，远低于高端酒 CR3 的 95%，次高端酒 CR3 的 49%。而牛栏山、老村长、红星二锅头位列低端酒市场的前三甲，其中牛栏山市占率为 6.2%。

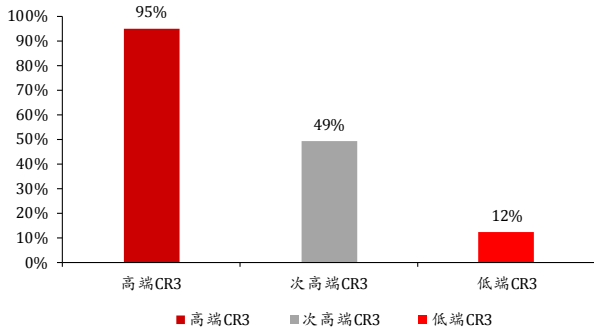
表格 2. 全国白酒品牌市场划分

细分市场	价格带（元/瓶）	主要代表品牌	市场容量（万吨）	收入规模（亿元）
高端	700以上	飞天茅台、普五、国窖1573	5.7	约1000
次高端	300-700	水晶剑、红花郎、青花20/30、天之蓝/梦之蓝M1&M3、臻酿八号/井台装、品味舍得、口子10/20、古8/16	4.5	约500
中端	100-300	海之蓝、口子6、古5、伊力特、老白干、迎驾贡	100	约2500
低端	100以下	牛栏山、老村长、金种子、红星、龙江家园	1000	约2000

资料来源：川财证券研究所

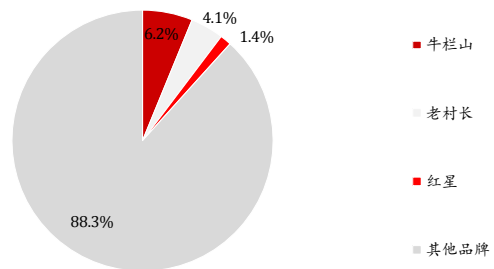


图 11： 低端白酒市场 CR3 仅为 12%



资料来源：川财证券研究所

图 12： 牛栏山在低端白酒市场份额为 6.2%



资料来源：川财证券研究所

### 2.1.2 大单品如雨后春笋，名酒集中化加速

100 元以下光瓶酒的市场规模达到 700 亿元左右，未来有望突破 1000 亿元。当前光瓶酒大单品的格局主要划分为 10 亿层级、3 亿层级和 1 亿层级。具体来看，10 亿层级大单品主要为牛栏山陈酿 35 亿，小郎酒接近 30 亿，红盖玻汾 15-16 亿，龙江家园 14-15 亿，泸州老窖二曲 12 亿，红星二锅头也超过 10 亿。此外，西风 375、江小白、小外村、泸小二等品牌未来也可能达到 10 亿规模。

图 13： 光瓶酒主要产区产品一览表

主要产区	光瓶酒产品一览
东北地区	老村长、小村外、龙江家园、东北坊、黑土地
华北地区	牛栏山陈酿、红星二锅头、一担粮、我和你精酿酒、汾阳王时间陈酿、玻汾、老刘伶醉
川渝地区	小郎酒、泸州老窖二曲、江小白、凉露、五粮液歪嘴、沱小九、丰谷墨渊、丰谷二曲、绵竹大曲
安徽地区	蚌埠大曲、种子特供、皖酒、金裕皖、古井贡老贡酒、炸个墨子酒
其他地区	西风375、劲酒、洋河小曲、洋河蓝优、花间一壶酒、人民小酒、酒中酒霸、三井小刀

资料来源：糖酒快讯，酒业家，川财证券研究所

图 14： 全国主要光瓶酒大单品汇总

企业	大单品	产品规格	单价 (元/瓶)	收入规模 (亿元)
顺鑫农业	牛栏山陈酿	42度450ml	14	35
郎酒	小郎酒	45度100ml	16.8	近30
汾酒	红盖玻汾	42度475ml	45	15-16
龙江家园	龙江家园珍品	42度500ml	17	14-15
泸州老窖	圆瓶/磨砂二曲	52度500ml	15/40	12
红星	红星二锅头	43度500ml	28	10
西风酒	西风375	45度375ml	30	5
江小白	江小白	42度100ml	17.7	3

资料来源：糖酒快讯，酒业家，川财证券研究所

### 2.1.3 需求刚性，高线产品或迎爆发式增长

光瓶酒消费人群更加偏好口感突出、不易醉和“高颜值”包装。首先，相对于整体白酒消费人群，光瓶酒的饮用人群更喜欢口感特别、回味悠长的酒体；其次，光瓶酒消费人群特别青睐低度酒，更为重视饮酒却不易醉；此外，光瓶酒具有设计感和感染力的包装，“高颜值”成为消费者选择的驱动力。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

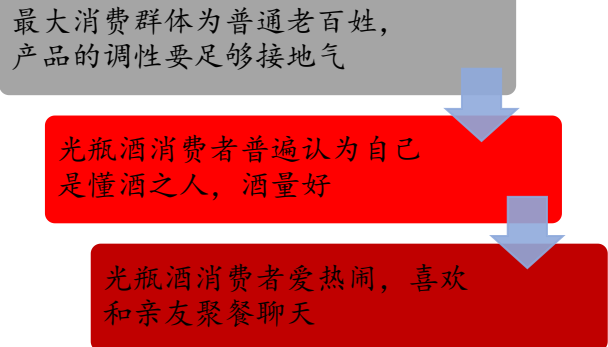
光瓶酒的主要消费群体为高线城市外来务工人员以及低线城市城乡居民，需求弹性低，属于刚性消费。具体而言，光瓶酒消费者具备以下特征：1) 光瓶酒最大的消费群体是普通老百姓，产品的调性要足够接地气；2) 光瓶酒消费者普遍认为自己是懂酒之人，酒量好；3) 光瓶酒消费者爱热闹，酒企需要着力构建娱乐与线下活动消费场景。

图 15：光瓶酒消费人群的消费偏好



资料来源：糖酒快讯，尼尔森酒类趋势研究报告，川财证券研究所

图 16：光瓶酒消费者的消费特征



资料来源：糖酒快讯，尼尔森酒类趋势研究报告，川财证券研究所

未来伴随着消费分化、理性、升级三大因素，光瓶酒将从体量增长向结构性、品质化增长转移，高线光瓶酒将迎来爆发式增长。当前光瓶酒主流放量品牌以牛栏山陈酿和东北酒为主，放量价位在 15 元/500ml 左右，而高线光瓶酒主要指价位在 20 元/500ml 以上且销售规模在 5 亿以上的品牌，代表性大单品包括玻汾、小郎酒、泸二曲、红星蓝柔、牛栏山珍品陈酿、永丰二锅头、绵柔尖庄、西风 375 等。

表格 3. 高线光瓶酒品牌迎来快速增长期

大单品	收入规模 (亿元)	爆发式增长原因
玻汾	近30	四大红利叠加：清香品类的老大、体制改革红利释放、多年品质光瓶的代表、消费升级的背景。此外，传统东北酒营销模式的失效和市场的退出也给了玻汾更大的生长空间，玻汾已经成为汾酒全国化的重要利器，更大的意义则在于玻汾像火种一样，培育着更多清香消费者，让清香品类走进更多的万户千家。
小郎酒	近30亿	目前市场上20元的经典小郎酒和30元的精酿小郎酒两款主力产品并进，以100ml的容量来换算，实属高线光瓶酒，小郎酒目前市场体量已经是逼近30亿了，随着产品结构的升级，这个规模会进一步扩大。
泸二曲	12	随着消费升级，特别是头曲价格的逼近百元，二曲未来的成长空间很大。这一点在高线的磨砂二曲身上表现明显，受益于名酒品牌溢价和品质光瓶的崛起，这两年增长迅速。二曲除了泸州老窖四大名酒的品牌与品质赋能之外，独立的事业部运作、较强的战斗能力、明星代言的品牌投入，这些因素的叠加显然使得高线光瓶阵营的“老窖力量”显得格外突出与高配。
红星蓝柔	10+	二锅头井喷显然是离不开先行者红星和牛栏山的全国化进程与消费教育，此外像永丰等产品则大大提升了二锅头的产品创意，有了美誉度较高的品类，再加上比较耳目一新的品牌与产品创意，二锅头在高线光瓶领域大行其道。
牛栏山珍品陈酿	10+	
永丰二锅头	5+	
绵柔尖庄	6	绵柔尖庄全国运营主要是采用的是省区平台商+小区域运营的模式，2019年随着厂家完成对“尖庄”品牌层面的整合，“绵柔尖庄”将成为尖庄品牌旗下的一个产品系列，地位更加突出，与此同时尖庄品牌将“裂变”出一个全新产品系列——“新品尖庄”，同样包括光瓶系列，显然这对光瓶力量的未来发展是有所提振的，地位的强化已经品牌管理的统一有利于绵柔光瓶的未来大发展。
西风375	5	西风375的优势可能更多在于职业经理人的专业化运作以及陕西长宇团队的“专一”，不像其他名酒厂光瓶酒的地位飘忽与可有可无，显然对长宇来说，高线光瓶只能成功不能失败。

资料来源：酒说，糖酒快讯，川财证券研究所

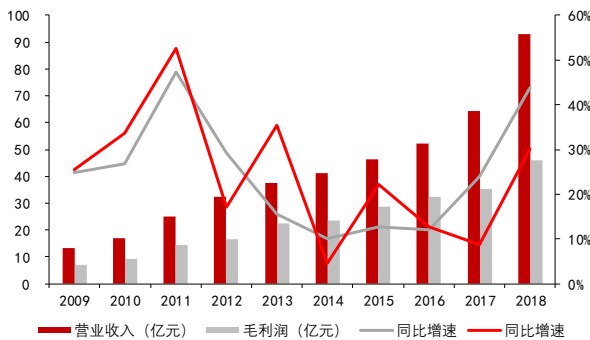
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 2.2 牛栏山销量稳居行业首位

### 2.2.1 营收增速、产品动销行业领先

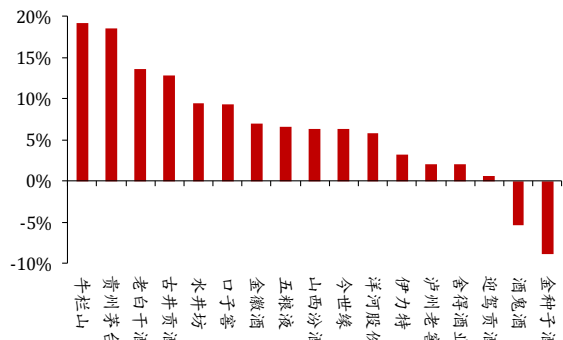
牛栏山二锅头复合增速行业领先，刚性需求下抗周期性更强。2012年白酒行业进入深度调整期，但低端大众酒的刚性需求属性却助推其逆势扩张，牛栏山2012年以来营收、毛利均实现正增长，2012-2018年营收复合增速高达19.2%，位居行业第一。

图 17：2009-2018 年白酒业务营业收入及毛利润



资料来源：wind，川财证券研究所

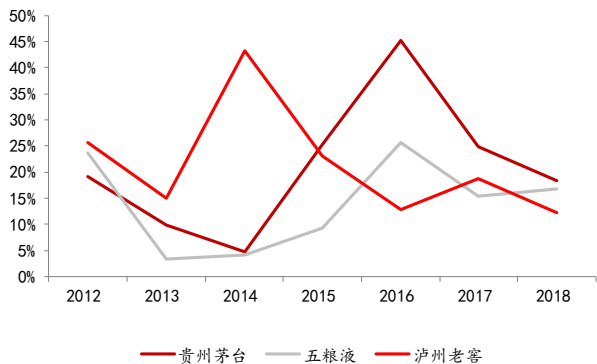
图 18：2012-2018 牛栏山白酒业务复合增速领先



资料来源：wind，川财证券研究所

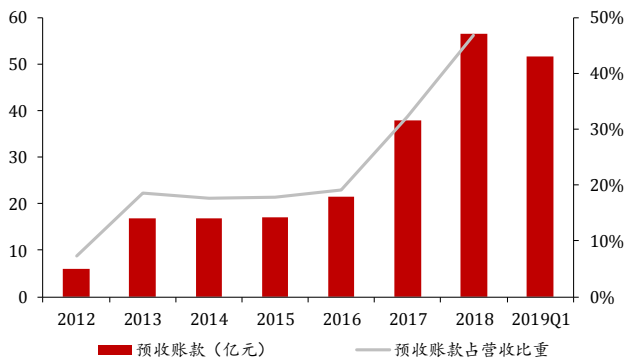
预收账款快速提升，产品动销呈现良性。行业复苏带动顺鑫白酒业务快速增长，顺鑫预收账款从2016年的21.41亿元提升至2018年的56.54亿元，同期预收账款占营收比重从19%提升至47%。对比高端茅五泸预收账款占营收比重情况，顺鑫预收账款占比位居行业领先地位，这进一步说明经销商打款积极性高，牛栏山动销良性。

图 19：高端茅五泸的预收账款/营业收入情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 20：顺鑫农业预收账款及占营收比重

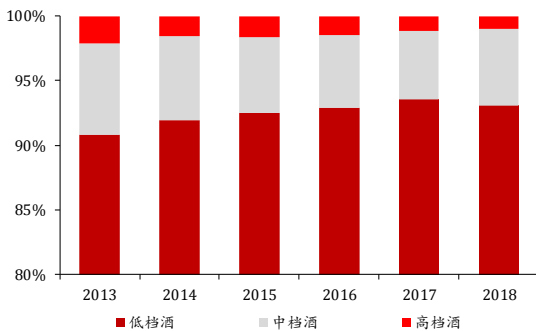


资料来源：wind，川财证券研究所

### 2.2.2 毛利率处低档酒第一梯队，净利率显著改善

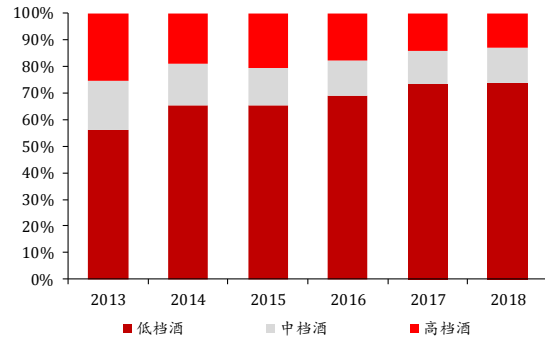
牛栏山低档酒占比提升使得整体吨酒价有所下降。牛栏山低档酒销量占比从2013年的91%小幅提升至2018年的93%，同期低档酒销售额占比从56%提升至74%。受低档酒占比提升的影响，牛栏山白酒整体均价有所下降，从2013年的1.71万元/吨下降至2018年的1.49万元/吨。

图 21： 2013-2018 年牛栏山白酒销量占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22： 2013-2018 年牛栏山白酒销售额占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

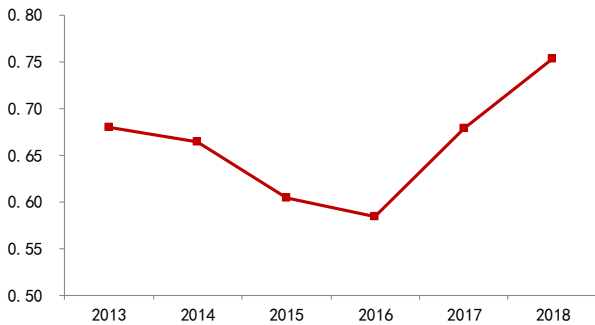
表格 4. 牛栏山白酒高、中、低档价格 (万元/吨)

品种	2013	2014	2015	2016	2017	2018
低档酒	1.06	1.10	1.11	1.16	1.18	1.18
中档酒	4.42	3.80	3.88	3.71	3.61	3.39
高档酒	21.06	19.42	19.45	18.67	18.64	18.96
白酒整体	1.71	1.55	1.58	1.56	1.50	1.49

资料来源：公司公告，川财证券研究所

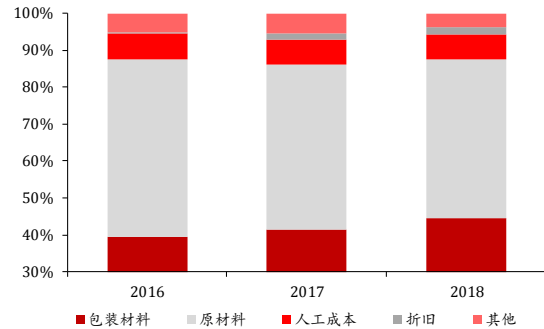
包装材料价格上涨使得白酒吨成本有所抬升。牛栏山白酒生产成本主要为包装材料和酒基等原材料，随着销售区域的快速扩张带动需求增长以及纸制品为原材料的包装材料价格上涨，包装材料成本占比从2016年的39.5%提升至2018年的44.6%，同期基酒等原材料成本从48.1%下降至43.0%。包装材料成本首次超过原材料成本，同期白酒吨成本从0.58元/吨提升至0.75元/吨。

图 23: 2013-2018 年牛栏山吨成本情况 (万元/吨)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

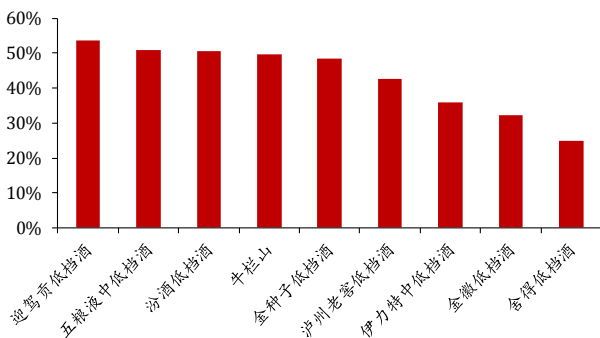
图 24: 2016-2018 年白酒成本构成变化



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

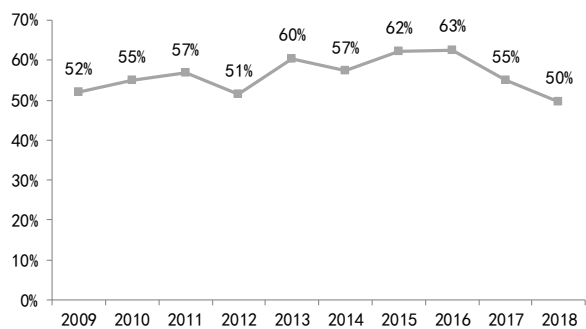
受低档白酒销售占比提升使得吨酒价下降, 叠加吨成本有所上升, 白酒整体毛利率有所下降, 但牛栏山在低档酒市场的毛利率仍位居第一梯队。2018 年牛栏山白酒毛利率为 49.6%, 与迎驾贡、五粮液、汾酒、金种子低档酒相当, 位居第一梯队, 高于泸州老窖、伊力特、金徽、舍得低档酒毛利率水平。

图 25: 牛栏山在低档酒市场毛利率处于领先水平



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 26: 牛栏山白酒毛利率水平有所下滑



资料来源: wind, 川财证券研究所

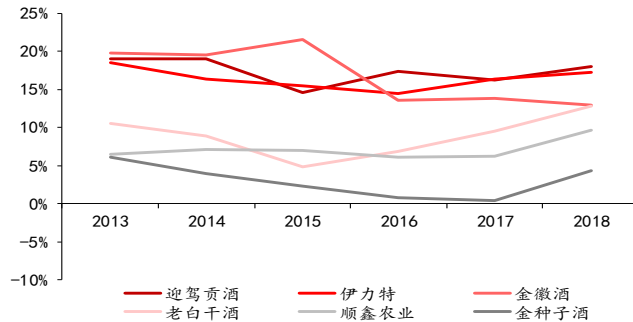
高资产周转率叠加净利率的显著改善, 顺鑫 ROE 提升至 9.65%。2018 年顺鑫资产周转率为 0.63, 位居白酒上市公司前列; 此外, 2018 年顺鑫净利率为 6.03%, 2019Q1 净利率为 9.00%, 净利率水平显著改善。对比中低档上市白酒企业 ROE 情况, 顺鑫与迎驾贡、伊力特、金徽、老白干的差距在缩小。

表格 5. 顺鑫杜邦财务拆分

杜邦分析	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
ROE	6.46%	7.08%	6.97%	6.12%	6.18%	9.65%	6.00%
净利率	2.26%	3.85%	3.98%	3.79%	3.77%	6.03%	9.00%
资产周转率	0.69	0.65	0.61	0.66	0.65	0.63	0.24
权益乘数	4.34	3.00	2.89	2.61	2.58	2.57	2.85

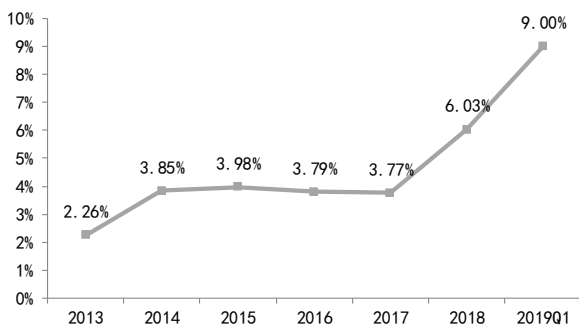
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 27：中低档白酒上市公司 ROE 情况



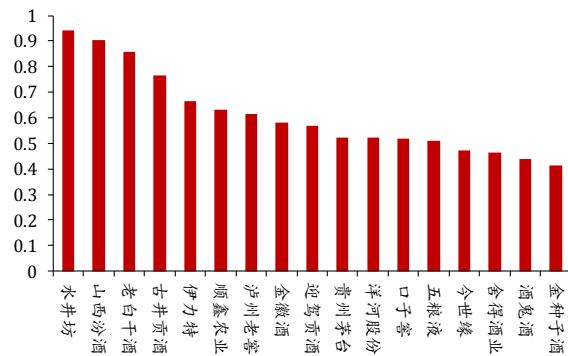
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 28：顺鑫净利率水平快速提升



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 29：顺鑫资产周转率水平较高

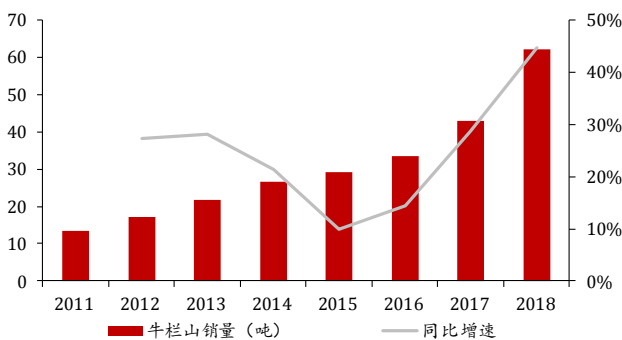


资料来源: wind, 川财证券研究所

### 2.2.3 销量快速释放，未来有望量价齐升

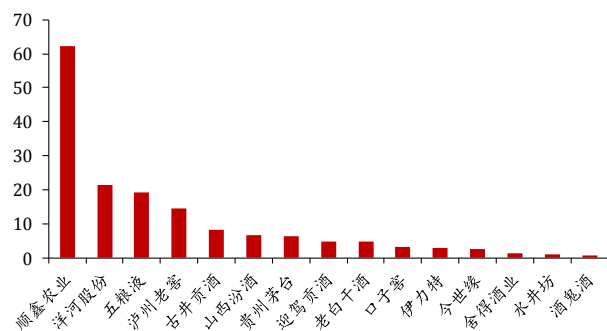
牛栏山快速放量，规模稳居白酒上市公司首位。牛栏山销量从 2011 年的 13.4 万吨快速提升至 2018 年的 62.1 万吨，复合增速高达 24.51%。对比行业白酒主要上市公司销量情况，牛栏山远超排名第二的洋河 21.4 万吨的销售规模，稳居行业第一。

图 30：2011-2018 年牛栏山销量及同比增速



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 31：2018 年白酒主要上市公司销量情况



资料来源: wind, 川财证券研究所

未来随着牛栏山酒厂技改工程的完工投产，将进一步促进白酒产品结构升级，提升中高档白酒的生产能力。“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目”将于2019年底建成，该技改项目通过改进生产工艺、更新灌装设备，将部分低档白酒产能向中档优质白酒转型，新增高品质基酒储存能力1.2万吨，新增配制酒灌装能力5万吨。同时建设研发中心、微生物培养实验楼以及对老旧的灌装、勾调等生产线、设备进行更新改造。截至2019年3月底，该项目已完成投入10.58亿元，尚余投资2.57亿元，其中一期工程已竣工，正在进行验收工作；二期工程主体完工，正在进行装饰装修工作。

表格 6. 白酒生产能力及产能利用率情况

项目		2015年	2016年	2017年	2018年	
牛栏山酒厂酒类产品	低档酒	生产能力(千升)	230,000	425,000	440,000	600,000
		产能利用率	97.82%	79.17%	96.25%	94.08%
	中档酒	生产能力(千升)	15,000	25,000	30,000	40,000
		产能利用率	83.68%	84.70%	77.62%	75.07%
	高档酒	生产能力(千升)	8,500	10,000	10,000	10,000
		产能利用率	80.00%	54.21%	51.21%	51.57%
宁城老窖酒类产品	低档酒	生产能力(千升)	4,500	4,500	4,500	4,500
		产能利用率	8.27%	10.23%	10.89%	10.45%
	中档酒	生产能力(千升)	10,000	10,000	10,000	10,000
		产能利用率	11.89%	5.36%	7.07%	5.04%
	高档酒	生产能力(千升)	1,000	1,000	1,000	1,000
		产能利用率	13.10%	5.96%	6.67%	5.80%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2.3 牛栏山品牌力、产品力、渠道力全面提升

牛栏山拥有强大的品牌力（“民酒”中的“名酒”）、产品力（工艺优势叠加性价比优势）、渠道力（大商制经销模式、渠道利润高），未来将加速全国化整合。

### 2.3.1 持续加大推广力度，品牌价值突破300亿

“正宗二锅头，地道北京味”的品牌定位、包容性的品牌基因助力牛栏山品牌力快速提升。伴随着销量的增长和市场影响力的不断扩大，牛栏山品牌价值逐年飙升。2018年第十届华樽杯中国酒类品牌价值200强榜单中，牛栏山以301.83亿元的品牌价值位列13位。

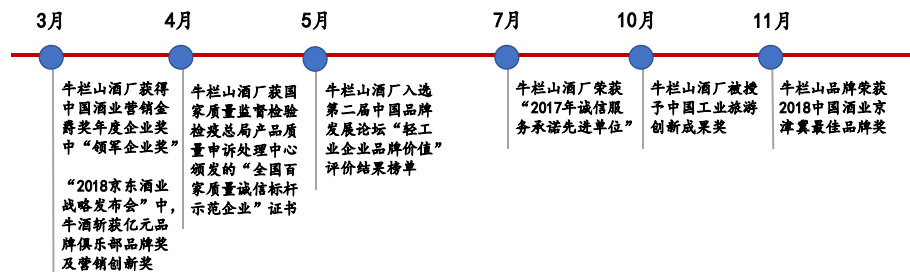
图 32：牛栏山酒厂品牌优势凸显



资料来源：公司公告，川财证券研究所

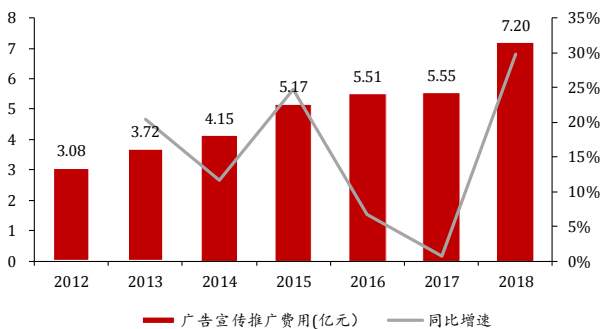
公司加大广告宣传推广力度，助力牛栏山品牌价值持续提升。公司签约表演艺术家王刚为品牌代言人，并持续在央视投入广告，广告宣传推广费从2012年的3.08亿元快速提升至2018年的7.20亿元，占营收比重接近6%。持续的费用投入带动牛栏山斩获多项殊荣，品牌力强劲。

图 33：2018 年品牌力持续快速提升



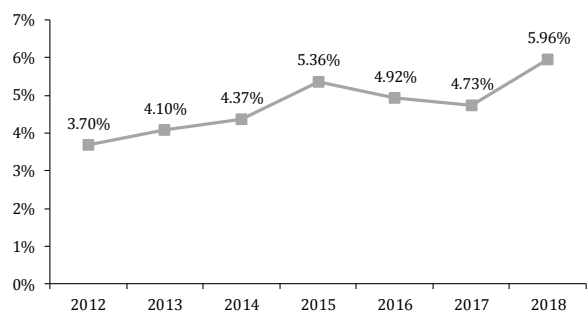
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 34：公司广告宣传推广费用持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 35：广告宣传推广费用占营收比重接近6%



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



### 2.3.2 价格叠加渠道利润优势，牛栏山产品力优秀

牛栏山产品线涵盖中低端白酒，凭借价格和渠道利润空间优势从激烈的市场竞争中胜出。牛栏山酒厂当前已形成牛栏山传统二锅头系列、牛栏山陈酿系列、牛栏山珍品系列、百年牛栏山系列等产品矩阵。为保持核心产品性价比优势，公司2015年至今仅4次小幅提价，提价节奏缓慢。其中低端牛栏山陈酿精准卡位15元价格带，低于竞品龙江家园17元/瓶、老村长香满堂18元/瓶、红星陈酿25元/瓶；中档牛栏山百年陈酿卡位100元价格带，价格优势显著。此外，牛栏山42度陈酿相比龙江家园珍品、老村长香满堂等竞品渠道利润空间更高，使得牛栏山产品更具性价比优势。

表格 7. 牛栏山酒厂核心产品线

类别	传统二锅头系列		陈酿系列		珍品陈酿系列		百年牛栏山系列	
名称	大二锅头	净爽二锅头	牛栏山陈酿	牛栏山新一代陈酿	珍品陈酿	珍品陈酿(20)	百年红(6/8/10/12)	百年陈酿(三牛)
展示								
规格	46/56度(500ml)	53度(500ml)	42度(500ml)	43度(500ml)	39/52度(500ml)	42度(500ml)	35/38/38/39(500ml)	36/42/52(500ml)
价格	82/92元(12瓶)	148元(12瓶)	168元(12瓶)	218元(12瓶)	309元(8瓶)	378元(8瓶)	228/320/418/708元(6瓶)	579/588/589元(6瓶)

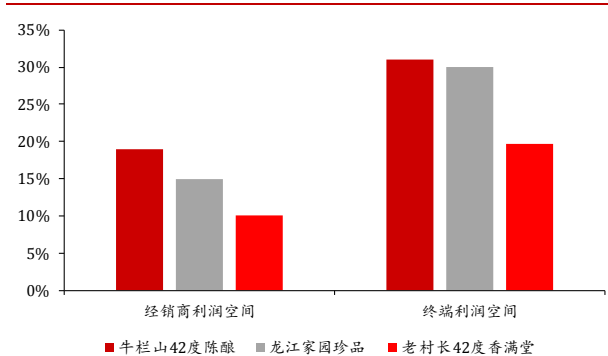
资料来源：京东旗舰店，川财证券研究所

图 36：牛栏山产品矩阵极具价格优势

产品类别	品牌	价格
低端	牛栏山42度陈酿	14元/500ml
	龙江家园42度珍品	17元/500ml
	老村长42度香满堂	18元/450ml
	红星43度陈酿	28元/500ml
	西凤酒45度	30元/375ml
	红盖玻汾42度	45元/475ml
中端	牛栏山百年陈酿52度	99元/400ml
	老白干大青花40度	129元/500ml
	伊力老窖十年精酿50度	138元/480ml
	古5年份原浆50度	158元/500ml
	洋河海之蓝52度	169元/520ml
	口子窖6年41度	178元/450ml

资料来源：京东旗舰店，川财证券研究所

图 37：牛栏山陈酿渠道利润空间更高



资料来源：公司调研，川财证券研究所

图 38：牛栏山产品提价信息

时间	产品提价信息
2015/09	一批价：牛栏山42度陈酿不得低于120元/箱
2016/05	出厂价：牛栏山42度陈酿上涨12元/箱，每瓶涨幅10%
2017/05	出厂价：牛栏山二锅头系列等14款产品上涨3-6元/箱
2017/11	出厂价：牛栏山系列产品整体上调3%-4%
2019/05	出厂价：小红牛、46度大牛、52度大牛、56度大牛上涨6元/箱；42度桶、56度桶上涨12元/箱；100ml56度牛上涨8元/箱；52度精品、200ml56度牛上涨18元/箱

资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司近年来成功研发多项关键技术，拥有有效专利 25 项。具体来看，“牛栏山清香型酒醅发酵过程中微生物种群演替规律”项目是国内首次系统全面地对微生物种群进行跟踪，已经保存近 2 万株菌，其中核心菌株 50 余种，发现新物种 30 余种；此外，“搭载神九清香型低温大曲”、“微生物菌”等项目均处于国内领先地位，助力牛栏山引领业内科研创新。

表格 8. 牛栏山拥有多项关键技术

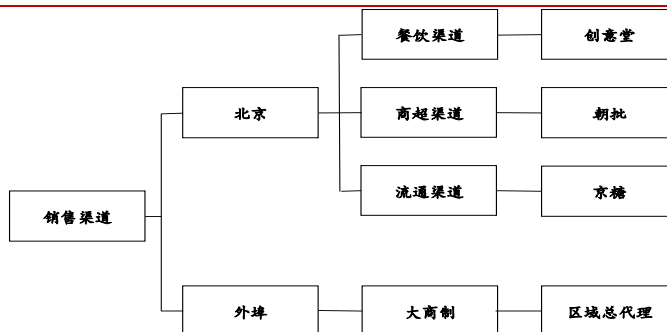
技术分类	主要技术	技术水平
研发技术	牛栏山清香型大茬酒焙发酵过程中微生物种群演替规律变化	国内领先
	搭载神九清香型低温大曲跟踪研究	国内领先
	微生物菌种研发	国内领先
	淡雅型浓香白酒的研究	国内先进
	清香型白酒研究	行业领先
检测技术	牛栏山二锅头多元醇、有机酸含量分析	行业领先
	基酒、成品酒主体香气分析	行业先进
工艺技术	自动灌装设备	国内领先

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 2.3.3 依托大商制经销模式，牛栏山迈入泛全国化

牛栏山锁定优质渠道资源、共建厂商共赢机制，从而带动渠道力快速提升。北京市场根据渠道不同将产品细分为餐饮、商超、流通渠道，具体来看，酒店终端具有话语权的创意堂代理牛栏山中高档产品销售；此外，牛栏山与朝批通过商超渠道合作、与京糖通过流通渠道合作，并实行分产品运作。外埠市场则以省级经销商为主进行市场拓展。截至 2018 年底，5000 万以上的经销商数量达 36 个，1000 万以上的经销商数量达 134 个，500 万以上的经销商数量达 193 个。这种厂商合作的独特文化营销，助力牛栏山实现跨越式发展。

图 39：牛栏山的渠道模式和销售体系



资料来源：公司调研，川财证券研究所

经销商渠道利润稳定,终端动销能力强。大单品42度陈酿经销商利润空间19%,终端利润空间高达31%;新一代陈酿经销商利润空间也稳定在10%水平,而终端利润空间更是高达66%。高渠道利润能保证经销商的赚钱效应,终端动销能力强劲。

图 40: 牛栏山核心产品渠道利润情况

产品	出厂价 (元/箱)	一批价 (元/箱)	终端价 (元/箱)	经销商利润空间	终端利润空间
牛栏山42度陈酿	108	128	168	19%	31%
牛栏山新一代陈酿	119	131	218	10%	66%
牛栏山珍品陈酿(20)	310	330	378	6%	15%

资料来源: 京东旗舰店, 公司调研, 川财证券研究所

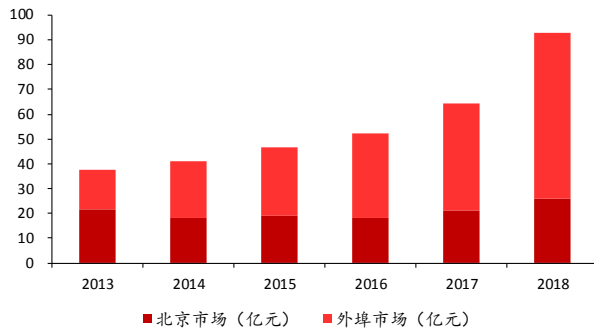
牛栏山区域扩张经历三个战略发展期, 泛全国化初战告捷。区域扩张由最初的“一城两洲三区”到“1+4+5”再演变为“2+6+2”, 牛栏山二锅头从北方固本强基, 到南方市场渗透, 再到泛全国化布局, 牛栏山现已拥有亿元以上省级销售市场22个, 长三角、珠三角市场更是发展迅猛, 全国化进程正在加速。未来几年, 公司将重点打造“样板市场群”, 在长三角、珠三角、华北、东北和西北, 甄选并培育5-10个外埠重点市场, 形成5-10亿元销售规模的省级样板市场。2018年公司白酒制造板块外埠市场销售收入占比提升至72%, 成为经营规模快速扩张的核心增长点。

表格 9. 牛栏山区域扩张经历三个战略发展期

时间	发展战略	具体实践
2004年	“一城两洲三区”战略	牛栏山2004年确立了农村包围城市战略, 从北京周边县区根据地入手, 然后对北京城区形成合围。2008年开始发力“两洲三区”, 在长江三角洲以徐州和南京市场为重点, 在珠三角以广东为重点, 扶持大中型商超、酒店推广中高档产品; 在西北地区以新疆和西安为重点, 与经销商合作运作商超和餐饮终端; 在东北地区, 扶持经销商以低端产品带动中高端品类动销; 在华北地区以天津为突破口协助经销商开发餐饮终端。
2012年	“1+4+5”战略	以北京市场为核心, 将天津、保定、呼和浩特、唐山打造成4个亿元的市场, 将山东、河南、山西、内蒙古、辽宁培育成5个省级亿元市场, 落实亿元板块联动, 形成局部区域优势。
2015年	“2+6+2”战略	以北京、天津为核心, 山东、山西、河南、河北、内蒙古、辽宁六个省为重点, 长三角和珠三角两个地区为一条线, 进行全国化布局。随着公司“2+6+2”销售策略的不断推进, 公司已发展培育了22个省级亿元市场。未来几年, 公司将重点打造“样板市场群”, 在长三角、珠三角、华北、东北和西北, 甄选并培育5-10个外埠重点市场, 形成5-10亿元销售规模的省级样板市场。

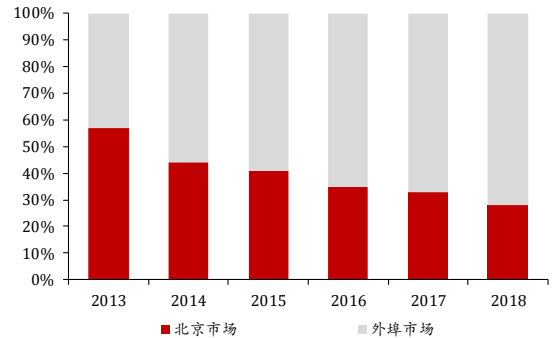
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 41：牛栏山白酒销售区域收入情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 42：牛栏山白酒销售区域分布



资料来源：公司公告，川财证券研究所

河北、河南、山东为牛栏山核心外埠市场销售区域，销售规模位于 5-10 亿元区间。这些核心外埠市场的竞争格局呈现一定的相似性，即均为白酒消费大省但省内竞争格局较为分散，牛栏山得以凭借产品力、渠道力快速提升市场份额。

表格 10. 牛栏山主要外埠地区白酒市场概况

主要外埠地区	白酒市场规模	省内竞争格局	主流价格带	牛栏山收入规模
河北	约200亿元	本地竞争对手主要为衡水老白干、山庄老酒、丛台、泥坑、十里香、保定府等；外地品牌主要呈现两种情况，一种是以老村长、龙江家园、北京二锅头、牛栏山二锅头、一把粮等为代表的大众光瓶酒，一种是以茅台、五粮液、泸州老窖、舍得、古井、汾酒、洋河、郎酒等为代表的中高端及次高端全国性名酒。	100-150元	约7亿元
河南	约400亿元	白酒产销大省，有着悠久的饮酒文化。但由于河南地产酒实力较弱、体量较小，因此整体竞争格局较为分散，外省品牌相继布局。本地竞争对手为仰韶、宋河、赊店、杜康等；外地竞争对手为茅台、五粮液、洋河、泸州老窖等。	50-100元	约6亿元
山东	约600亿元	鲁酒板块有很多优秀的白酒品牌，目前最好的企业销售额在30亿元左右，其余在5-10亿元区间，省级龙头企业短期内仍没有凸显。本地竞争对手主要为景芝、泰山、兰陵王、孔府家、趵突泉、古贝春、扳倒井、琅琊台、花冠等；外地竞争对手主要为洋河、五粮液、泸州老窖、剑南春、汾酒等。	100-150元	约5亿元

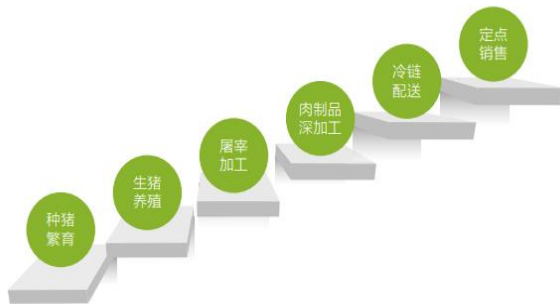
资料来源：佳酿网，酒业家，糖酒快讯，川财证券研究所

### 三、猪肉业务：全产业链运作，收入维持稳定

顺鑫猪肉产业已形成集“种猪繁育—生猪养殖—屠宰加工—肉制品深加工—冷链配送—定点销售”于一体的全产业链条，各环节之间协同发展的同时，有效防御生猪价格波动风险。公司旗下鹏程食品分公司是一家位于北京地区的生猪屠宰企业，单线屠宰能力居全国第一；小店种猪场依托品牌及技术优势，分别在海口、滦平、兴隆等地建立了 10 余家自有养殖基地，并采取“农户+基地”的模式，在全国建立了百余家合作养殖基地。目前已拥有“原种—祖代—父母代”三代次的繁育体系，是国内繁育结构配置最齐全的种猪场。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43： 公司猪肉产业已实现全产业链运作



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 44：“鹏程”、“小店”为中国驰名商标



- > 2008年北京奥运会猪肉产品独家供应企业；
- > 在肉类食品产业发展战略大会上被评为“中国肉类产业最具价值品牌”；
- > 拥有库容4万吨的单体冷库。



- > 荣获中国驰名商标，成为国内种猪行业第一件中国驰名商标；
- > 国家级种猪选育场；
- > 国家生猪核心育种场；
- > 全国农业标准化示范基地；
- > 全国种猪科技成果转化示范基地。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

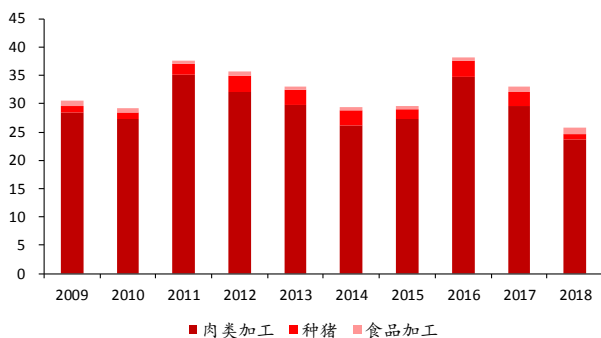
表格 11. 2015-2018 年公司屠宰及肉制品加工业务的采购、生产及销售情况

环节	项目	2015	2016	2017	2018
养殖	祖代猪（套）	1100	1176	1640	1213
	父母代猪（套）	13384	12646	12087	8918
采购	收购均价（元/公斤）	15.08	18.79	15.46	13.15
屠宰	屠宰能力（万头/年）	400	400	400	400
	实际屠宰量（万头）	162.27	135.79	151.00	155.66
销售	生猪肉制品销量（万吨）	16.81	19.08	16.55	15.08
	生猪肉制品均价（元/公斤）	15.23	17.92	17.00	13.93
	猪肉熟食销量（万吨）	1.14	1.03	0.97	0.96
	猪肉熟食均价（元/公斤）	14.95	15.64	15.77	15.67

资料来源：公司债券评级报告，川财证券研究所

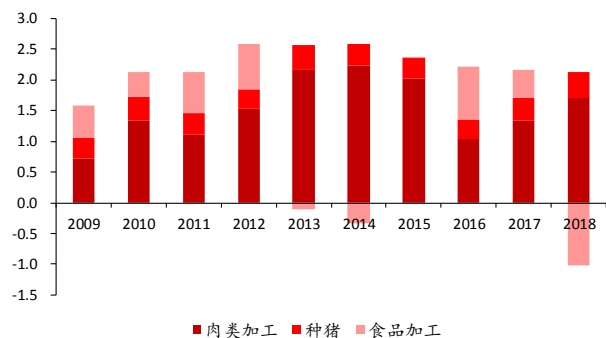
受猪周期下行阶段毛猪价格大幅下降、非洲猪瘟疫情以及国家禁止生猪跨省调运等影响，2018 年猪肉产业实现营业收入 25.82 亿元，同比减少 21.95%。具体来看，肉类加工业务营业收入 23.68 亿元，同比减少 20.24%；种猪业务营业收入 1.03 亿元，同比减少 57.96%；食品加工业务营业收入 1.11 亿元，同比增长 18.09%。

图 45： 2009-2018 年猪肉产业营收构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图 46： 2009-2018 年猪肉产业毛利构成

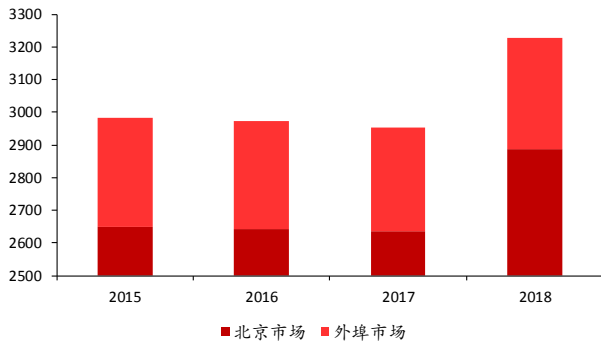


资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

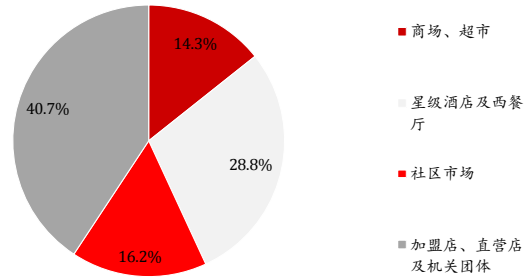
截至 2018 年底,公司在全国的销售网点数量为 3228 家,较上年增长 7.78%,其中北京地区 2886 家,北京以外地区 342 家。其中北京地区销售网点包括商场、超市 413 个,星级酒店及西餐厅 831 个,社区市场 467 个,加盟店、直营店和机关团体等 1175 个。

图 47: 2015-2018 年肉类产品销售网点数量



资料来源:公司公告,川财证券研究所

图 48: 2018 年北京市场销售网点分布



资料来源:公司公告,川财证券研究所

#### 四、地产业务: 负债拖累, 未来有望进一步剥离

顺鑫地产项目由于开发周期长,去化速度慢,对资金形成较大占用,导致利息支出高企,盈利水平持续下滑。截至 2018 年底,佳宇地产主要房地产项目包括下坡屯项目、GBD 二期项目、包头项目及海南项目。当前公司剩余可售面积 23.25 万 $m^2$ ,其中 GBD 二期项目库存中商业写字楼产品占比较高,包头项目及海南项目所在区域受有效需求大幅下滑、政府调控政策加码及产品定位与市场需求存在一定错配等因素综合影响,项目开发周期长,待售物业规模大,去化速度慢,对资金形成较大占用,盈利水平持续下滑。公司房地产在建项目预计总投资额为 106.60 亿元,已投资 79.14 亿元,尚需投资 27.46 亿元,存在较大资金需求。

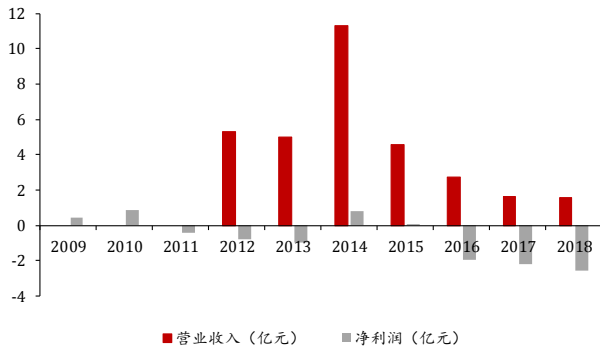
表格 12. 截至 2018 年底公司主要房地产项目情况

项目名称	占地面积 (万 $m^2$ )	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	均价 (万元/ $m^2$ )	业态	总可售面积 (万 $m^2$ )	累计签约销售面积 (万 $m^2$ )	累计签约销售额 (亿元)	可供出售房产	开始销售时间
下坡屯项目	23.27	66.45	40.69	回迁房0.23, 住宅1.49, 别墅、花园洋房4.85	住宅	23.74	17.76	10.68	437	2012/10
GBD二期项目	4.18	21.00	20.40	住宅2.47, 写字楼2.75, 大商业2.35, 底商3.43	住宅、商业及车位	13.17	6.43	14.94	132	2014/03
包头项目	16.96	11.50	11.20	一、二期住宅0.87, 商业0.99, 三期住宅0.5	住宅及商业	15.10	7.41	4.99	366	2011/05
海南项目	8.68	7.65	6.85	住宅0.89	住宅及商业	9.38	6.54	6.15	301	2013/07
合计	53.09	106.60	79.14			61.39	38.14	36.76	1236	

资料来源:公司债券评级报告,川财证券研究所

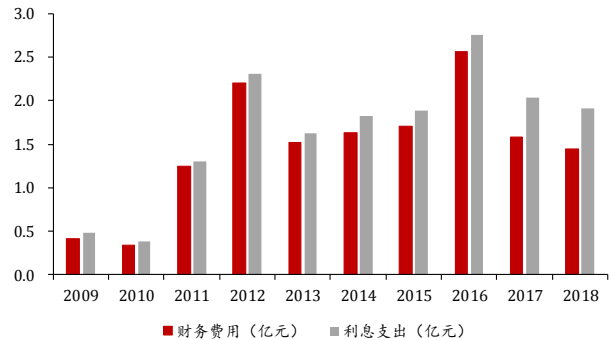
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 49：2009-2018 年佳宇地产营业收入及净利润



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 50：顺鑫利息支出维持高位



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司通过实施归核化发展目标，聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务。顺鑫已于 2017 年 10 月底处置北京鑫大禹水利建筑工程有限公司，剥离建筑行业。未来有望处置北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司，进一步剥离地产业务。

表格 13. 公司近年来逐步剥离其它业务，聚焦酒肉主业

日期	剥离资产	受让方
2011/05	转让顺鑫茂峰花卉物流100%股权	金盛置业
2014/03	转让顺鑫明珠6.4%的股权	顺鑫控股
2015/01	转让顺鑫耘丰种业全部资产负债	顺鑫控股
2015/01	转让顺鑫国际种业 100%股权	顺鑫控股
2015/08	转让顺科农业技术开发分公司全部资产负债	顺鑫控股
2015/12	杨镇供热中心资产	顺鑫控股
2015/12	转让顺鑫国际电子商务有限公司100%股权	顺鑫控股
2016/01	转让顺鑫创新国际物流100%股权	顺鑫控股
2016/11	转让顺鑫石门国际农产品批发市场 87.08%股权	顺鑫控股
2017/09	转让北京鑫大禹水利建设工程有限公司 85.43%股权	顺鑫建设科技

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 五、盈利预测与估值

基于以上对公司的经营分析，我们的盈利预测包括如下假设：

### (1) 白酒业务：

**吨价：**考虑到渠道利润丰厚下动销能力强劲，高性价比优势将持续。我们预计 2019-2021 年低档酒吨价分别提升 2.00%、2.00%、2.00%；中档酒吨价保持不变；高档酒吨价分别提升 2.00%、2.00%、2.00%。

**销量：**随着全国化进程的加快，我们认为低档酒仍然最先受益，此外，高线光

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

瓶酒将迎合品类升级趋势，销量也将稳步提升。我们预计 2019-2021 年低档酒销量增速分别为 30.00%、20.00%、10.00%；中档酒增速分别为 20.00%、15.00%、10.00%；高档酒增速分别为 20.00%、15.00%、10.00%。

### (2) 肉类加工业务:

受非洲猪瘟疫情影响，我们预计 2019 年下半年猪价将处于上涨区间。考虑到疫情的防控风险和猪肉供需缺口，我们预计公司 2019-2021 年肉类加工业务将稳定在 20-25 亿元区间。

### (3) 地产业务:

随着“聚焦酒肉主业，调整剥离其他产业”战略逐步深化，地产业务将以去化为发展主线，我们预计公司 2019-2021 年地产业务收入分别为 1.53、1.60、1.68 亿元。

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 148.27、173.42、190.86 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 11.51、16.47、20.29 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.02、2.89、3.56 元/股。考虑到公司品牌力、产品力、渠道力全面提升，我们看好公司在低端大众酒细分行业的发展，给予公司 28-30 倍 PE 较为合理，对应合理股价 57-61 元，首次覆盖给予“增持”评级。



表格 14. 酒类盈利预测 (单位: 百万元)

酒类详细拆分		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
低档酒	销售收入 (百万)	4722.72	6833.08	9060.67	11090.26	12443.27
	增速		44.69%	32.60%	22.40%	12.20%
	销量 (万吨)	401760	578039	751451	901741	991915
	增速		43.88%	30.00%	20.00%	10.00%
	吨价 (万元/吨)	1.18	1.18	1.21	1.23	1.25
	增速		0.56%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	49.32%	44.13%	45.23%	46.30%	47.35%
中档酒	销售收入 (百万)	817.65	1239.93	1487.92	1711.11	1882.22
	增速		51.65%	20.00%	15.00%	10.00%
	销量 (万吨)	22648	36606	43927	50516	55568
	增速		61.63%	20.00%	15.00%	10.00%
	吨价 (万元/吨)	3.61	3.39	3.39	3.39	3.39
	增速		-6.18%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	56.78%	53.90%	53.90%	53.90%	53.90%
高档酒	销售收入 (百万)	910.31	1204.54	1474.36	1729.42	1940.41
	增速		32.32%	22.40%	17.30%	12.20%
	销量 (万吨)	4884	6354	7625	8769	9645
	增速		30%	20%	15%	10%
	吨价 (万元/吨)	18.64	18.96	19.34	19.72	20.12
	增速		2%	2%	2%	2%
	毛利率	81.88%	76.40%	76.86%	77.32%	77.76%
酒类合计	销售收入 (百万)	6450.68	9277.56	12022.95	14530.79	16265.90
	增速		23.95%	43.82%	29.59%	20.86%
	毛利率		54.86%	49.63%	50.18%	50.89%

资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 15. 分产品盈利预测 (单位: 百万元)

		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
白酒	收入	6,450.68	9,277.56	12,022.95	14,530.79	16,265.90
	毛利率(%)	54.86	49.63	50.18	50.89	51.74
	同比	23.95%	43.82%	29.59%	20.86%	11.94%
肉类加工	收入	2,969.09	2,368.48	2,368.48	2,368.48	2,368.48
	毛利率(%)	4.52	7.19	5.00	5.00	5.00
	同比	-14.54%	-20.23%	0.00%	0.00%	0.00%
房地产	收入	159.04	145.26	152.52	160.15	168.16
	毛利率(%)	37.73	44.14	40.00	40.00	40.00
	同比	-41.60%	-8.66%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	收入	2,155.03	283.08	283.08	283.08	283.08
	毛利率(%)	11.49	37.73	44.14	40.00	40.00
	同比	-4.06%	-86.86%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	收入	11733.84	12074.38	14827.03	17342.50	19085.62
	毛利率(%)	33.92	39.96	42.09	43.85	45.22
	同比	4.79%	2.90%	22.80%	16.97%	10.05%

资料来源: wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

**表格 16. 白酒行业公司估值表**

日期	2019/7/15	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E
600519.SH	贵州茅台	975.9	12,259.6	34.1	40.6	47.5	28.6	24.0	20.5
000858.SZ	五粮液	125.1	4,855.5	4.4	5.3	6.3	28.4	23.5	19.8
002304.SZ	洋河股份	128.8	1,941.5	6.3	7.3	8.2	20.6	17.8	15.7
600809.SH	山西汾酒	69.7	607.0	2.2	2.7	3.3	31.7	25.4	21.1
000596.SZ	古井贡酒	121.0	535.9	4.4	5.5	6.7	27.8	22.2	18.2
603589.SH	口子窖	62.6	375.6	3.1	3.6	4.2	20.4	17.4	14.9
603369.SH	今世缘	28.5	357.3	1.2	1.4	1.8	24.6	19.7	16.2
600779.SH	水井坊	51.4	251.1	1.6	1.9	2.4	33.1	26.4	21.4
603198.SH	迎驾贡酒	18.7	149.7	1.0	1.1	1.2	17.8	16.9	16.1
600559.SH	老白干酒	13.4	120.1	0.6	0.7	0.9	24.0	18.7	14.6
600702.SH	舍得酒业	28.6	96.3	1.4	1.8	2.2	21.1	16.0	13.1
603919.SH	金徽酒	15.9	62.0	0.8	0.9	1.1	21.0	17.7	14.8
000799.SZ	酒鬼酒	27.2	88.3	0.9	1.2	1.5	29.3	22.3	18.4
		<b>平均值</b>					<b>25.3</b>	<b>20.6</b>	<b>17.3</b>
<b>000860.SZ</b>	<b>顺鑫农业</b>	<b>47.6</b>	<b>352.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>	<b>23.6</b>	<b>16.5</b>	<b>13.4</b>

资料来源: wind, 川财证券研究所

## 风险提示

- 1) 宏观经济影响，导致白酒行业景气度下降；
- 2) 低端白酒市场竞争加剧，外埠渠道拓展风险；
- 3) 假冒伪劣产品侵权风险；
- 4) 非洲猪瘟疫情防控风险。

报表预测

利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11733.8	12074.4	14827.0	17342.5	19085.6
减:营业成本	7753.4	7249.6	8586.3	9737.6	10456.0
营业税金及附加	1292.9	1600.3	1965.2	2298.6	2529.6
营业费用	1149.6	1223.8	1525.1	1783.8	1963.1
管理费用	800.4	680.8	949.5	1110.6	1222.2
财务费用	157.7	143.6	128.2	75.1	35.4
资产减值损失	35.9	41.1	40.0	0.0	0.0
加:投资收益	94.8	1.1	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	637.6	1062.8	1632.8	2336.9	2879.2
加:其他非经营损益	-0.6	-3.4	0.0	0.0	0.0
利润总额	637.1	1059.4	1632.8	2336.9	2879.2
减:所得税	194.7	331.3	506.2	724.4	892.6
净利润	442.4	728.1	1126.6	1612.5	1986.7
减:少数股东损益	4.0	-16.2	-24.3	-34.7	-42.8
归属母公司股东净利润	438.4	744.3	1150.9	1647.2	2029.5

资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5095.7	6172.4	148.3	6398.0	3491.0
应收和预付款项	646.8	504.2	1193.0	767.6	1369.2
存货	7817.1	8213.1	9848.5	10634.7	11359.9
其他流动资产	281.0	431.1	431.1	431.1	431.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	41.0	39.8	34.8	29.8	24.9
固定资产和在建工程	3483.4	3383.9	2881.0	2418.0	1955.1
无形资产和开发支出	780.5	760.1	669.2	578.3	487.4
其他非流动资产	266.5	346.3	155.6	151.9	151.9
资产总计	18412.0	19850.8	15361.5	21409.3	19270.3
短期借款	3400.0	2000.0	142.1	0.0	0.0
应付和预收款项	4122.5	5972.6	2556.9	7356.7	3504.9
长期借款	2823.1	2211.5	2211.5	2211.5	2211.5
其他负债	939.2	1938.0	1154.8	1154.8	1154.8
负债合计	11284.9	12122.1	6065.3	10723.0	6871.2
股本	570.6	570.6	570.6	570.6	570.6
资本公积	2798.5	2798.5	2798.5	2798.5	2798.5
留存收益	3719.3	4340.0	5335.6	6760.5	8516.0
归属母公司股东权益	7088.4	7709.1	8704.7	10129.5	11885.1
少数股东权益	38.7	19.6	-4.6	-39.4	-82.2
股东权益合计	7127.2	7728.7	8700.0	10090.2	11802.9
负债和股东权益合计	18412.0	19850.8	14765.3	20813.1	18674.1

现金流量表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	2470.9	3175.4	-3897.8	6671.7	-2616.9
投资性现金净流量	-90.7	-234.6	0.0	0.0	0.0
筹资性现金净流量	-423.4	-1864.2	-2126.4	-422.0	-290.0
现金流量净额	1956.7	1076.7	-6024.1	6249.7	-2907.0

财务分析和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	33.9%	40.0%	42.1%	43.9%	45.2%
销售净利率	3.8%	6.2%	7.6%	9.3%	10.4%
ROE	6.2%	9.7%	13.2%	16.3%	17.1%
ROA	4.2%	6.3%	11.4%	11.2%	15.0%
<b>成长能力</b>					
销售收入增长率	4.8%	2.9%	22.8%	17.0%	10.1%
净利润增长率	4.3%	69.4%	50.2%	43.1%	23.2%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	61.3%	61.1%	39.5%	50.1%	35.7%
流动比率	1.7	1.7	4.3	2.5	4.8
速动比率	0.7	0.8	0.5	1.0	1.4
<b>经营效率</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	1.0	0.8	1.0
存货周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>业绩和估值</b>					
EPS	0.8	1.3	2.0	2.9	3.6
BPS	12.4	13.5	15.3	17.8	20.8
PE	61.9	36.5	23.6	16.5	13.4
PB	3.8	3.5	3.1	2.7	2.3

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004