

顺鑫农业 (000860)

公司研究/深度报告

牛栏山量价利齐升，看好白酒业务成长空间

深度研究报告/食品饮料行业

2020 年 4 月 16 日

报告摘要：

● 光瓶酒升级扩容，龙头市占率有望继续提升

城乡一体化扩充光瓶酒消费人群，日常饮酒消费观念由追求低价向价值转变。20%低收入户近年收入增速最快，消费能力提高；注重消费质量的 80/90 后新中产主力成为意见领袖，中高端光瓶酒比盒装酒更能迎合其消费需求。光瓶酒主流价格带已由 10 元升至 15-30 元，未来 3-5 年主流价格带将提升至 30-50 元。目前光瓶酒市场容量 700 亿，光瓶酒增速显著高于行业增速，2-3 年内将扩容至 1200 亿。名酒系列酒和全国性品牌将挤占地产光瓶酒市场。龙头牛栏山在低端酒市场市占率 6.2%、在低端光瓶酒市场市占率 11%，龙头效应将在未来 3-5 年持续显现，同时考虑光瓶酒对低端盒装酒份额的挤占，我们认为牛栏山在低端光瓶酒领域的份额提升仍有显著提升空间。

● 短期白酒业绩释放无忧，长期量价利齐升成长空间广阔

公司预收/收入居上市公司首位，短期白酒业绩释放无忧。长期看，牛栏山凭借高性价比、强品牌影响力、稳定的厂商合作关系继续深入践行全国化。北京大本营市场的增长空间主要依赖于产品升级；较成熟市场终端铺货还有空间，增量主要也是来源于产品升级；其他市场处于大规模铺货、招商的初级阶段，还有很大可挖掘空间，即低端陈酿全国化的红利都还有 20-30% 空间。因此，以低端产品铺货占领新市场后增速放缓，未来 2-3 年大部分市场将逐步复制北京等样板市场经验走升级之路，提升中高端产品销售占比，以保持收入继续快速增长。产品价格上移拉升白酒整体销售均价，价升对营收增长的贡献将更大。另外，包材价格下行，将来新建厂区投产后规模效应下单位成本下降趋势未改，运输费对净利的的影响也将明显减小，进一步释放盈利空间。

● 猪肉业务收入利润稳定，地产有望剥离

猪肉业务毛利率低、收入利润稳定。房地产业务正在加速清理存量库存，降低负债、改善现金流，随着收入确认盈利情况有望好转。中长期看，公司将进一步聚焦主业，地产业务未来大概率将被剥离，届时高债高息状况改善，净利率将提升。

● 盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年收入 144.05 /166.84/189.39 亿元，同比增长 19.3%/15.8%/13.5%。归属上市公司净利润 10.51/13.94 /17.6 亿元，同比增长 41.2%/32.7%/26.3%，对应 EPS 1.42 元/1.88/2.37 元，对应 PE 分别为 44X/33X/26X。最新交易日，行业 ttm 估值 34X，考虑公司在业内具有很好的成长性，看好公司发展空间，给予推荐评级。

● 风险提示

经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,074	14,405	16,684	18,939
增长率（%）	2.9%	19.3%	15.8%	13.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	744	1,051	1,394	1,760
增长率（%）	69.8%	41.2%	32.7%	26.3%
每股收益（元）	1.30	1.42	1.88	2.37
PE（现价）	47.9	44.1	33.2	26.3
PB	4.6	5.3	4.6	3.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

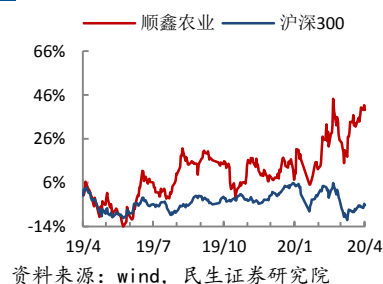
当前价格： 62.47

交易数据

2020-4-15

近 12 个月最高/最低(元)	47.9/24.42
总股本（百万股）	741.77
流通股本（百万股）	741.77
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	463.38
流通市值（亿元）	463.38

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

目录

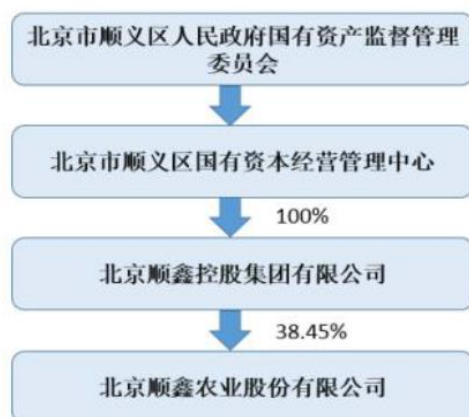
一、聚焦酒肉主业，白酒营收增长强劲.....	3
1、国资控股，聚焦酒肉主业.....	3
2、业绩贡献依赖白酒，白酒收入增长强劲.....	4
3、主打低端陈酿系列抗周期，白牛二超级大单品打开全国化市场.....	5
4、产品性价比高，定位“名酒”品牌效应显著.....	6
二、光瓶酒将扩容至 1200 亿，中高档更迎合消费需求.....	8
1、消费升级趋势下光瓶酒扩容，中高端光瓶酒将挤占盒装酒市场.....	8
2、新进入厂商增多，厂商和经销商共同积极推广高价光瓶酒.....	9
3、名酒和泛全国性品牌有望收割地产光瓶酒份额.....	9
三、全国化持续推进，白酒成长空间广阔.....	11
1、十五余年间牛栏山全国化开疆拓土，白酒放量增长.....	11
1) “一城两洲三区”战略，成为北京市场龙头.....	11
2) “1+4+5”战略，建立华北地区优势，全国化初见成效.....	12
3) “2+6+2”战略，加大力度拓展南方市场，全国化格局基本形成.....	13
4) 小结：扩张思路清晰、步伐稳健，渠道建设功不可没.....	14
2、顺应消费升级与全国化战略，产品结构逐步上移.....	14
3、量价利齐升，看好白酒业务成长性.....	16
1) “深分销、调结构、树样板”，继续深入推进全国化.....	16
2) 短期释放业绩亦无忧.....	16
4、成本费用控制能力加强，释放盈利空间.....	17
四、其他业务.....	20
1、猪肉业务毛利率低，收入利润稳定.....	20
2、地产业务有望回款，最终将剥离.....	21
五、盈利预测与估值.....	23
六、风险提示.....	24
插图目录.....	26
表格目录.....	27

一、聚焦酒肉主业，白酒营收增长强劲

1、国资控股，聚焦酒肉主业

顺鑫农业 1998 年在深交所挂牌，是北京第一家农业上市公司，控股股东为顺鑫控股集团，持股比例 38.45%，实际控制人为北京市顺义区国资委。

图 1：实控人为顺义区国资委



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司前期涉足多元化、产业驳杂，包括白酒、肉类、房地产、物流、商业、农批市场、建筑等。2013 年 6 月董事长王泽上任后确认聚焦酒肉主业，2014 年开始陆续剥离其它业务。

表 1：2014 年至今公司资产剥离情况

时间	资产剥离	受让方
2014/3/25	转让顺鑫明珠文化发展有限公司	顺鑫控股
2014/9/30	转让顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司股权	顺鑫控股
2015/1/13	转让北京顺鑫国际种业有限公司股权，出售耘丰种业分公司	顺鑫控股
2015/9/1	转让顺科农业	顺鑫控股
2015/12/25	转让电子商务公司	顺鑫控股
2016/1/12	转让创新国际物流公司股权，顺鑫佳宇转让顺鑫天宇股权	顺鑫控股
2016/11/12	转让顺鑫石门农产品批发市场公司股权	顺鑫控股
2017/9/1	转让鑫大禹	顺鑫建设科技

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前，母公司主要经营牛栏山酒厂、小店种猪厂、鹏程食品（肉加工）和创新食品（食品加工），房地产、宁城老窖、部分肉加工和其它业务由子公司经营。

表 2：主要分公司、子公司及其业务

	分公司	子公司
白酒	牛栏山酒厂	宁城老窖
种猪繁育	小店种猪场	海口小店、滦平小店、阳高小店、肃宁小店、兴隆小店、城固鹏程
屠宰加工销售	鹏程食品	汉中鹏程、达州鹏程
食品加工	创新食品	-

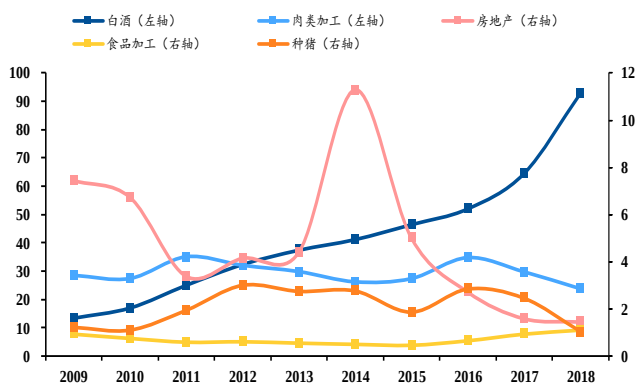
房地产	-	顺鑫佳宇、曲阜顺鑫、海南香顺、包头金瑞
商贸	-	鹏程商贸
纸业	-	腾飞纸制品

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、业绩贡献依赖白酒，白酒收入增长强劲

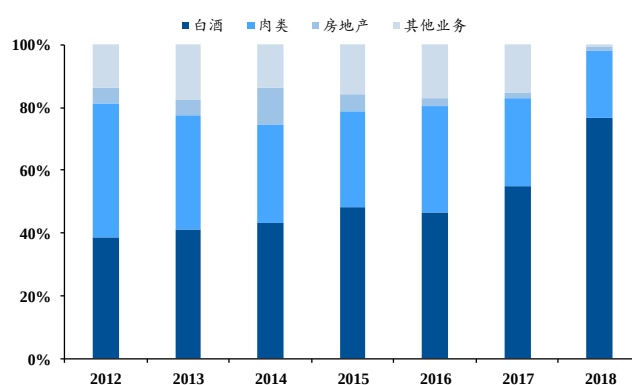
白酒业务为三大业务中的核心，营收占比高、增速较快。公司白酒业务下设牛栏山酒厂和宁城老窖两家公司，其中牛栏山酒厂营收占比在 90% 以上。从收入构成来看，受益于白酒全国化战略的顺利推进及非核心主业陆续剥离，白酒收入占比从 2013 年的 41.27% 提升至 2018 年的 76.84%。2017/2018 年白酒业务收入持续实现较快增长，增速分别达 23.96%/43.8%，白酒业务已成为推动公司整体收入增长的核心发力点。2019 年 12 月 25 日，牛栏山酒厂在媒体恳谈会上正式宣布，牛栏山已正式跨越百亿元营收，迈入后百亿时代。

图 2：近年白酒收入增长强劲（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

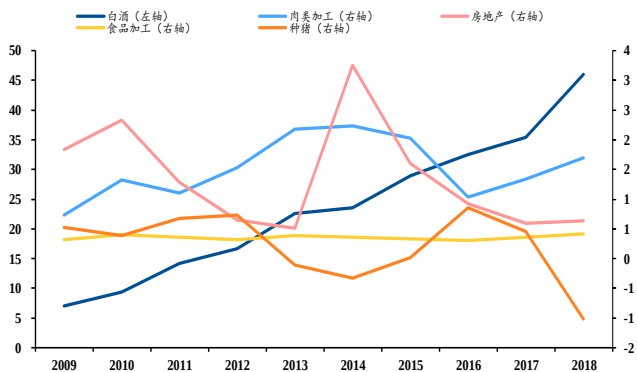
图 3：2018 年白酒收入占比近 77%



资料来源：wind，民生证券研究院

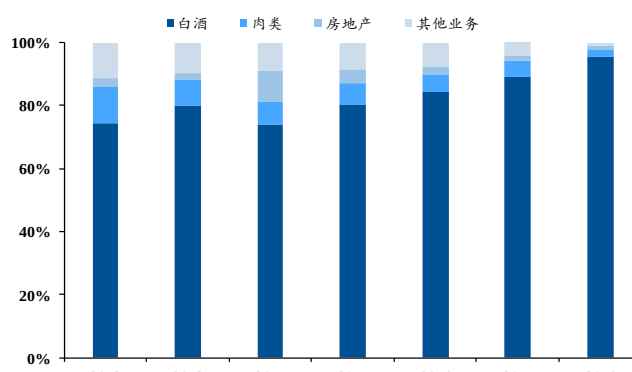
白酒毛利增长强劲，2018 年贡献占比 95%。从毛利构成来看，除 2014 年因房地产实现销售、毛利增加导致白酒业务毛利占比有所降低，白酒毛利占比整体呈逐年上升趋势，2018 年已高达 95.4%，是公司最主要的利润来源。2019 年公司表示将进一步聚焦酒肉主业的发展战略，预期白酒收入、利润贡献将持续提升，未来业绩增长也将继续更多依赖于白酒业务。

图 4：近年白酒毛利增长强劲（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：2018 年白酒毛利占比已高达 95.4%



资料来源：wind，民生证券研究院

3、主打低端陈酿系列抗周期，白牛二超级大单品打开全国化市场

主打低端陈酿系列，珍品陈酿带动产品升级。按照出厂价，公司白酒产品价格覆盖范围分为 20 元以下、20-50 元和 50 元以上三类，2017 年销售额占比为 71%/12%/17%。按产品系列分为陈酿、百年和高端二锅头。其中陈酿系列包括白牛二、精制陈酿和珍品陈酿，白牛二和精制陈酿价格在 20 元以下；珍品陈酿为低端二锅头升级产品，价格 40-70 元。百年系列布局 100 元上下价格带，高端瓷瓶系列包括黄瓷、绿瓷等，售价在 200 元以上，主要在北京及周边地区销售。三大系列产品收入占比分别约为 60%/20%/20%。

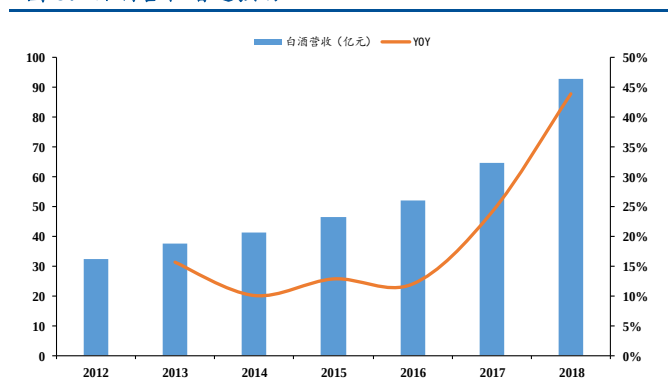
表 3：公司主要产品系列

系列	产品	售价（元）	规格（ml）
陈酿	牛栏山陈酿 42 度	14	500
	牛栏山陈酿 52 度	15	500
	精制陈酿 43 度	21	500
	珍品陈酿 43 度	31	500
	珍品陈酿 52 度	32	500
	珍品陈酿土豪金	78	1000
百年	百年和之牛 52 度	66	500
	百年红十年 38 度	70	500
	百年三牛 36 度	98	400
	百年三牛 52 度	100	400
高端瓷瓶	青龙珍品 30 年 53 度	161	500
	黄龙 52 度	348	500

资料来源：京东，民生证券研究院整理

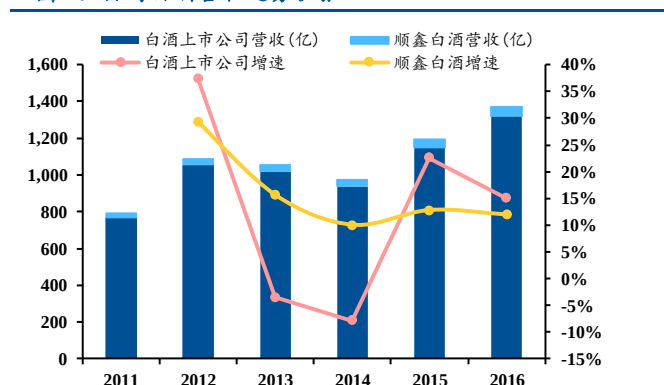
低端酒刚需特征显著，公司产品线齐全、抗风险性强。低端酒一般是指售价低于 50 元/500ml 的产品，以日常饮用为主。相比于中高端白酒，低端酒消费刚需特征显著，受政策及经济周期影响较小，抗周期能力强。2012-2015 年受限制三公消费影响，面向政商务消费的高端、次高端白酒进入低谷期。而牛栏山系列核心定位大众低端酒，2012-2015 年公司白酒营收反而逆势扩张，营收复合增速位于上市公司首位，抗风险性强。

图 6：白酒营收增速强劲



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：公司白酒营收逆势扩张



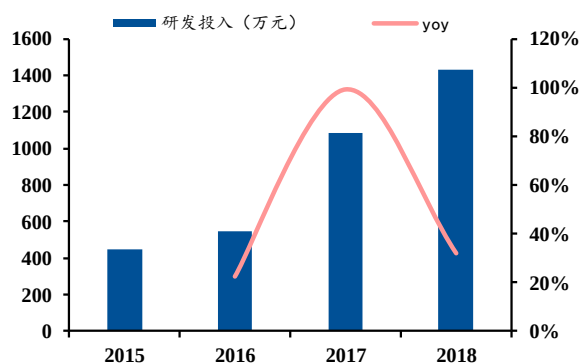
资料来源：wind，民生证券研究院

4、产品性价比高，定位“名酒”品牌效应显著

高研发投入确保高品质，产品性价比优势突出。公司研发投入不断增加，研发费用 2017 年同比增长高达 99.38%，2018 年增速 31.86%；研发人员由 2017 年的 7 人增加到 2018 年的 64 人，进一步为科研与品质提供保障。2019 年上半年牛栏山酒厂设立双院士工作站，将依托技术优势，开展微生物、风味等方面研究，不仅为牛栏山酒厂产品优化和品控能力提升提供科研支持，也为酒厂技术创新体系升级、培养科技创新人才提供保障。

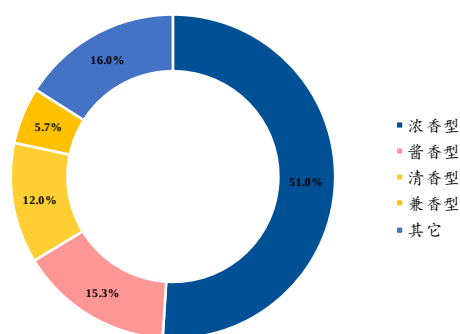
主流低端白酒的核心消费人群十分看重性价比。与同档竞品相比，公司大单品“牛栏山 42 度陈酿”（白牛二）属于低度浓香型酒，品质好且单价低于同档竞品，性价比突出。2020 年公司将全面推进精细化管理，一是推进品控一体化；二是将基于大数据分析的区块链安全技术，应用于追溯防伪体系，打造牛酒区块链安全体系；三是提高规范化管理水平，支撑牛酒品牌化、规模化的高质量发展。

图 8：研发投入逐年增加



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2017 年浓香型白酒市场份额占一半以上



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

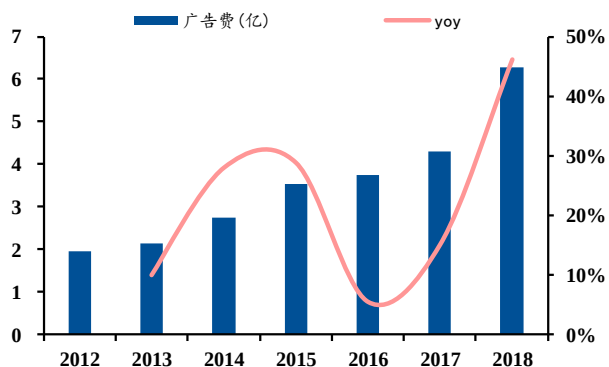
表 4：牛栏山产品性价比高

产品	价格 (元)	单位价格 (元/100ml)
牛栏山 42 度陈酿	14	2.8
红星二锅头	14	2.8
龙江家园珍品	14	3.6
老村长乐醇	30	6.0
江小白“我不”	18	18.0

资料来源：京东，民生证券研究院

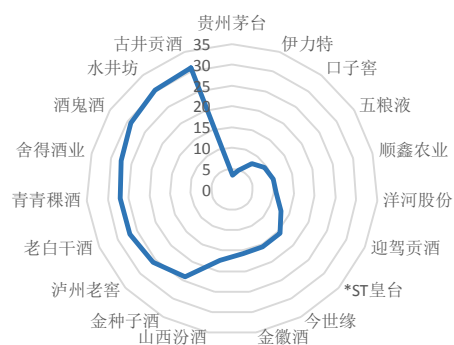
坚持“名酒”路线，品牌效应显著。牛栏山系列白酒定位“民酒中的名酒”，线上线下配合，持续推进品牌传播，2007 年签约王刚为产品代言人，2011 年开始逐步加大电视广告投放，2013 年起重视新媒体向年轻消费群体进行品牌推广，2018 年获得 2022 年冬奥会、冬残奥会官方赞助商资格。2019 年“牛栏山”品牌以 434.1 亿的品牌价值荣登华樽杯酒类榜单第 11 位。公司以“正宗二锅头，地道北京味”为宣传口号，树立“中国二锅头第一品牌”的形象，已成为北京白酒文化符号。牛栏山迎合了消费者追求品牌、优质、个性化的消费需求，与其他四线上市酒企相比，公司销售费用率处于较低水平，品牌效应显著。

图 10: 广告费用逐年提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 在白酒板块中销售费率较低, 品牌效应显著



资料来源: wind, 民生证券研究院

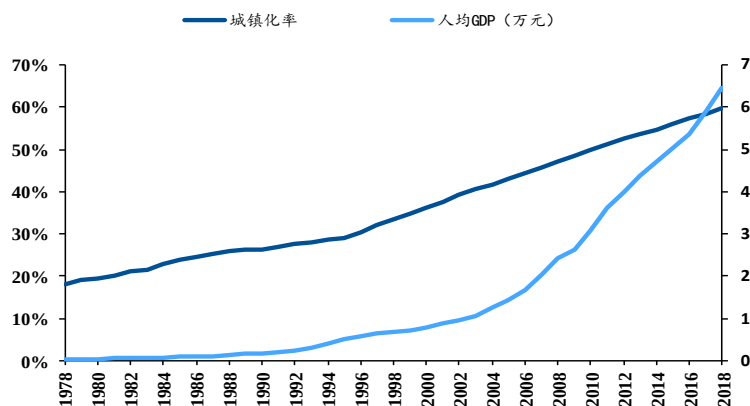
二、光瓶酒将扩容至 1200 亿，中高档更迎合消费需求

目前，我国 100 元以下低端酒市场总规模超 2000 亿，其中光瓶酒市场规模约在 700 亿元左右，光瓶酒近几年增速 20%，未来 3-5 年光瓶酒规模有望扩容至 1200 亿。光瓶酒扩容主要依赖价格的升级，未来 5 年内光瓶酒主流价格带将逐步提升至 30-50 元。无论是全国名酒还是地方厂商都十分看好光瓶酒尤其是中高档光瓶酒市场，纷纷推出系列产品抢占市场高位。

1、消费升级趋势下光瓶酒扩容，中高端光瓶酒将挤占盒装酒市场

城乡一体化扩充光瓶酒消费人群，消费观念升级。上世纪 90 年代末、21 世纪初农民工大量进城，将光瓶酒市场带入城市，城乡人群消费理念与习惯逐渐融合。目前国家大力推进新农村建设和城镇化，大量农民工返乡，光瓶酒的消费群体已由原来的低收入消费人群逐渐扩充到多元化泛阶层的消费人群，日常饮酒消费观念也由追求低价向追求价值转变。

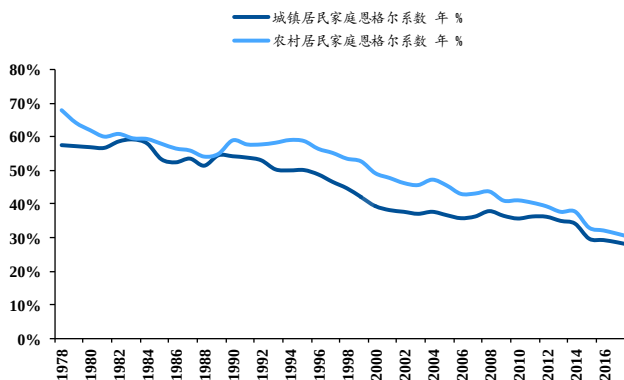
图 12：人均 GDP 和城镇化率不断提升



资料来源：wind，民生证券研究院

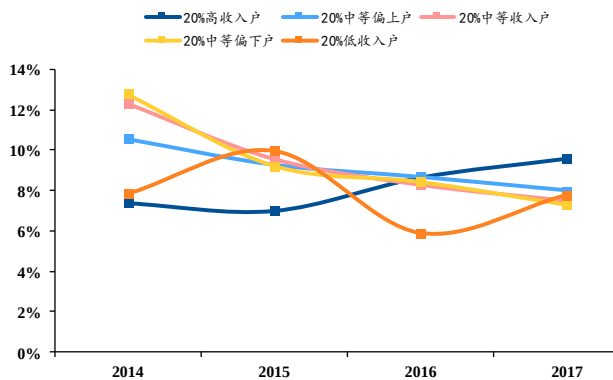
20%低收入户近年收入增速最快，消费能力提高。长期来看，随着经济增长和城乡一体化推进，城乡居民收入水平不断提高，消费升级趋势将长期维持。20%高收入户、20%低收入户人均可支配收入近年增速上升最快，光瓶酒主流消费人群价格敏感度下降，光瓶酒主流价格带已由 10 元逐渐升至 15-30 元，部分高端产品达 50 元以上。

图 13：城乡居民恩格尔系数下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：低收入户人均可支配收入增速最快



资料来源：wind，民生证券研究院

注重消费质量的 80/90 后成为新中产主力,中高端光瓶酒比盒装酒更能迎合其消费需求。2017 年调查显示,中国新中产阶级中 80 后占比 54%,90 后占比 18%,80、90 后已成为新中产阶级主力军。根据 BCG 数据,2020 年 18-30 岁的年轻人口将占全部城镇人口的 1/3,他们的年消费增长率为 14%,是 35 岁以上消费者的两倍。新中产阶级中,91%接受过高等教育,注重健康饮酒、时尚饮酒,愿意多花钱购买更高品质产品。因此,具有品质和精神诉求的中高端光瓶酒更能迎合其消费需求。此外,百元以上光瓶酒与盒装酒消费场景重合,多为日常饮用,但相比于低端盒装酒的包材溢价,光瓶酒性价比高,更多 80 后、90 后主力消费人群越来越理智地认识到盒装酒存在包装溢价,与其为包装买单、不如喝更有品质的光瓶酒。

2、新进入厂商增多,厂商和经销商共同积极推广高价光瓶酒

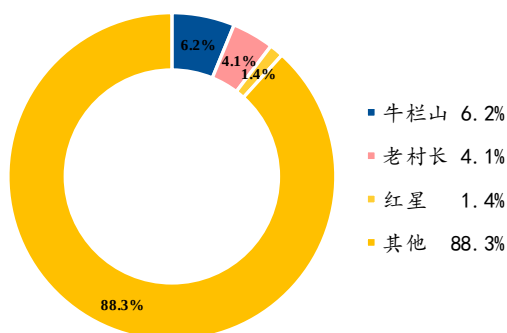
光瓶酒由低端向高端蜕变,吸引越来越多名酒厂商进入。长期以来,光瓶酒一直被定义为低端酒,名酒企和经销商对其关注度较低。2012 年三公限制下行业深度调整、大众酒升温,叠加消费升级、小酒突飞猛进和年轻时尚化等因素驱动光瓶酒由低端向中高端蜕变,吸引越来越多的名酒厂商进入。但早在 2008 年前后张弓酒推出“喝酒喝品质,不喝纸盒子”的“张弓超值酒”,主打 50 元以上价位,初试中高端光瓶酒,在中原及华东地区风靡一时。后期,东北酒集中发展、京味派创造奇迹和小酒风潮的引领,江小白、小郎酒销售火爆。

光瓶酒价格区间从几元延伸至几百元。一方面名酒推出高价光瓶酒,带动光瓶酒市场升级;另一方面,传统光瓶酒企业近年来在价格升级上动作频频:老村长基本砍掉了 10 元以下产品,于 2016 年初推出售价 30 元的“乐醇”;红星二锅头推出售价 89 元的红星蓝界;千一杯推出定价 30 元以上的刘关张;李渡推出 1955 金奖李渡光瓶酒;张弓推出 400 元价位光瓶酒;丰谷推出 199 元的光瓶酒。对厂商和经销商来说,高价产品可更好地对冲成本上涨,还意味着有更大的市场操作空间,高利润空间使渠道更愿意代理、终端更愿意主动推荐。同时,光瓶酒价格天花板的打开,对于光瓶酒产品形象提升意义重大。

3、名酒和泛全国性品牌有望收割地产光瓶酒份额

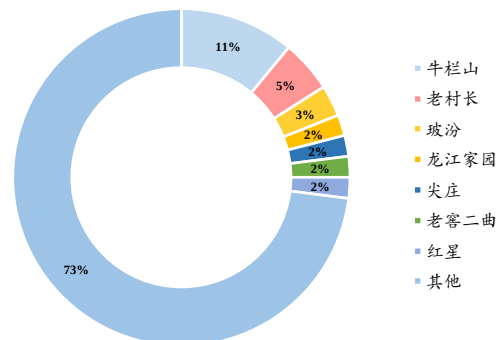
低端酒集中度是白酒各价位段中最低的,低端酒 CR3 为 12%,龙头牛栏山仅占比 6.2%、在低端光瓶酒占比 11%,其他竞品主要是地产光瓶酒。对比乳制品、酱油、啤酒等快消类头部企业 25%+的市占率,再考虑对低端盒装酒份额的挤占,我们认为牛栏山在低端光瓶酒领域的份额提升仍有广阔的提升空间。兼顾集中度提升空间和行业所处阶段,低端酒的龙头效应将在未来 3-5 年最为显著。

图 15: 牛栏山低端酒市占率仅 6.2%



资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

图 16: 牛栏山低端光瓶酒市占率 11%



资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

表 5: 竞品比较 (2017 年数据)

品牌	销售规模	优劣势	优势区域
牛栏山	65 亿元	省市铺货率高, 经销商利润率 11%, 终端利润率 30%-40%, 广告投入远超老村长, 规模优势显著	北京、天津、河北、河南、山东、山西、内蒙、辽宁、江苏
老村长	50 亿元	乡县铺货率高, 经销商利润率 20%, 终端利润率 40%-90%	东北、河北、江苏、山东、河南
红星	30 亿元	品牌定位不清晰, 尚未建立完善的渠道	北京、河北、山东、广东、浙江、江苏、上海

资料来源: 糖酒快讯, 民生证券研究院

表 6: 大众酒大单品体量比较 (2017 年数据)

品牌	大单品	规格	单价(元/瓶)	收入规模(亿元)
老村长	老村长酒	42 度 500mL	30	约 50
顺鑫	牛栏山二锅头	42 度 500ml	14	35
泸州老窖	二曲	42 度 125ml	12	10+
龙江家园	龙江家园珍品	42 度 500ml	15	14~15
汾酒	红盖玻汾	42 度 475ml	40	15~16
郎酒	小郎酒	45 度 100ml	16	近 20
红星	红星二锅头	蓝瓶 43 度 500ml	27	10+
西凤	西凤 375	45 度 375ml	28	约 5
江小白	江小白	45 度 125ml	20	约 3

资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

三、全国化持续推进，白酒成长空间广阔

1、十五余年间牛栏山全国化开疆拓土，白酒放量增长

牛栏山的区域扩张经历了从“一城两洲三区”细化到“1+4+5”再演变为“2+6+2”战略，公司在大本营市场扎根稳固后，逐步渗透环北京区域，进而辐射全国。目前，外埠市场销售收入继续保持高速增长，收入占比持续增加，2018 年达到 60%，首次超过北京市场。牛栏山现已拥有北京、山东、河北三个 10 亿级市场，亿元以上省级（包括直辖市）市场 22 个，较上年增加 4 个，同时长三角、珠三角市场更是发展迅猛，泛全国化布局成效显著。

表 7：公司全国化战略

时间	战略	具体规划
2004 年	“一城两洲三区”	深耕北京市场，向“东北、西北、华北”三区，“长三角、珠三角”两洲发展
2012 年	“1+4+5”战略	以北京为核心，将天津、保定、呼市、唐山定位成 4 个过亿地级市场，将山东、河南、山西、内蒙、辽宁打造成亿元市场，从而实现板块联动
2015 年	“2+6+2”战略	2 包括北京、天津，6 指山东、辽宁、内蒙、山西、河北、河南，2 代表长三角、珠三角

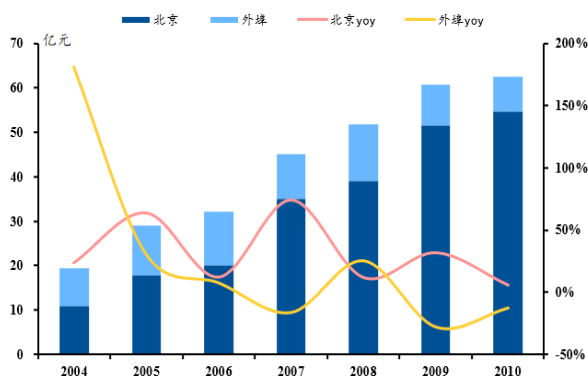
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1) “一城两洲三区”战略，成为北京市场龙头

公司 1998 年上市后正好碰上全球经济危机，牛栏山业绩连续五年下滑。2002 年宋克伟升任牛栏山酒厂副厂长主管销售后，销量显著提升，并于 2004 年提出“一城两洲三区”的发展战略。“一城”，即深耕北京；“二洲”，即以江苏为代表的长江三角洲、以广东为代表的珠江三角洲，尝试以大中型商超和酒店为突破口主推中高端产品；“三区”，即西北地区，东北地区与华北地区，重点进行渠道建设，依靠经销商占领商超和餐饮终端。

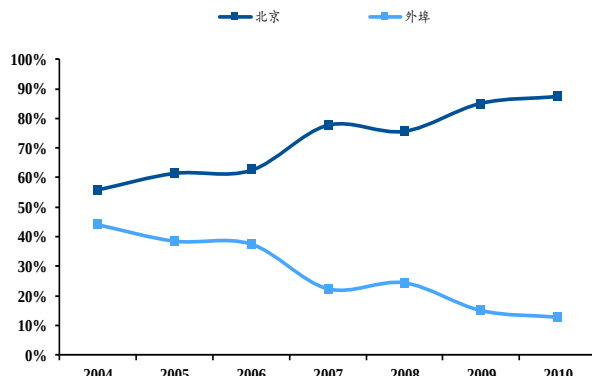
渠道与产品同时发力，深耕北京市场。由于处在市场启动阶段，“一城两洲三区”重点是集中资源深耕北京市场。2004 年，公司在北京地区放弃餐饮直营，转而签约创意堂，主攻分销渠道和酒店餐饮，几年内将餐饮终端覆盖数量从 300 多家提高到 4500 家；2005 年，通过增加批发市场数量扩大商超系统铺货率，由原来朝批一家增加到四家，覆盖了北京整个市区的商超系统；最后建设流通和团购渠道。2007 年，牛栏山酒进入 3000 家北京高档餐饮，销量超越红星二锅头，成为北京二锅头第一品牌，完成“一城”规划；2008 年发力“两洲三区”；2009 年，推出陈酿大单品，弥补了牛栏山在 10 元以下价格段的明显缺位，凭优良的口感品质积累了广泛的基层消费群体，2010 年仅陈酿系列酒便为牛栏山的销售额贡献了 6 个多亿进账；以黄瓷为代表的高档酒在北京站稳脚跟。2004-2010 年间，北京市场复合增速高达 30.77%，快于外埠市场，营收占比不断提高，“一城两洲三区”初具规模。

图 17: 2004-2010 年间北京市场收入复合增速 30.77%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 深耕北京市场, 营收占比迅速提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

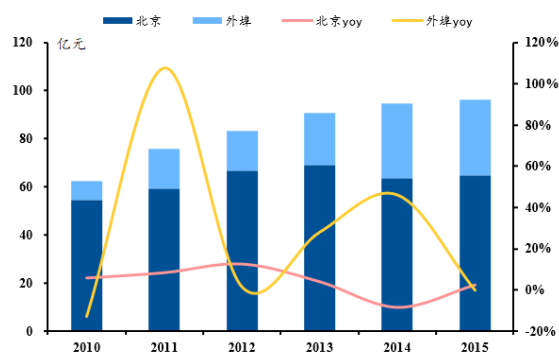
2) “1+4+5” 战略, 建立华北地区优势, 全国化初见成效

2011 年起, 公司着手打造“大北京板块”, 围绕北京打造板块化市场。2012 年, 行业进入低谷, 得益于低端酒定位, 牛栏山逆市增长, 收入突破 30 亿。此背景下, 公司对“一城两洲三区”战略进行细化和升级, 于 2012 年正式确立“1+4+5”全国化战略, 即以北京为核心, 将天津、保定、呼市、唐山定位成 4 个收入过亿的地级市场, 将山东、河南、山西、内蒙、辽宁打造成 5 个省级亿元市场, 落实亿元板块联动, 形成局部区域优势。公司采取一区一总代的形式, 通过广泛铺货、抢占优质陈列位打入市场。产品方面采取“全国性产品+区域性产品”形式, 先主推代表产品, 占领部分市场份额, 然后根据当地市场特征, 开发重点产品作为补充, 延伸产品线, 以进一步拓宽市场。

具体来看, 2012 年, 在外埠市场加快产品结构调整, 开发针对不同消费人群的不同消费地区产品, 主次分明, 确保主导市场竞争优势, 中高档产品也均有主导产品布局。百年红与三牛的价格错位互补, 三牛保量, 百年红等新品保增长。2013 年, 进一步加大产品结构调整力度, 加强宣传造势; 加速对外埠重点市场开发, 内蒙古、天津、山西、河南、山东、辽宁等市场销售收入大幅增长; 先后完成了 50 度 500ml 百年牛栏山盛情子豪等 88 款产品的研发工作, 400 余种产品中多款产品单品销售收入达亿元以上。2014 年, 逐渐向长三角、珠三角乃至海外等更广阔的区域延伸, 利用新兴媒介、冠名体育赛事、推广“二锅头酒酿制技艺”等, 加强文化宣传、提升品牌影响力。

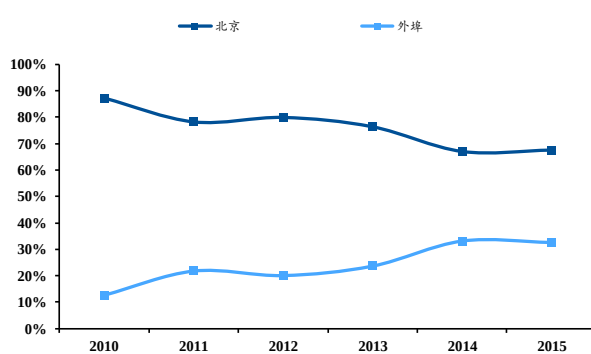
得益于上一阶段建成的广泛渠道基础、牛栏山品牌影响力以及 2009 年以来陈酿大单品所培养的广泛消费者群体, 公司在华北市场迅速建立起优势, 2010-2014 年外埠市场收入复合增速达 41.91%, 取得“1+4+5”战略的全面发展。2015 年, 牛栏山销售收入突破 50 亿, 外埠市场贡献 27 亿, 超过北京市场, 同比增长超 71%。在山东 (营收 4 亿)、河南 (营收 4 亿)、河北、山西等重点市场, 牛二基本成为光瓶酒主流产品, 内蒙、辽宁市场也增长迅猛。

图 19: 2010-2014 年间外埠市场收入复合增速 40.91%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 20: 2011 年全国化以来外埠市场增长强劲



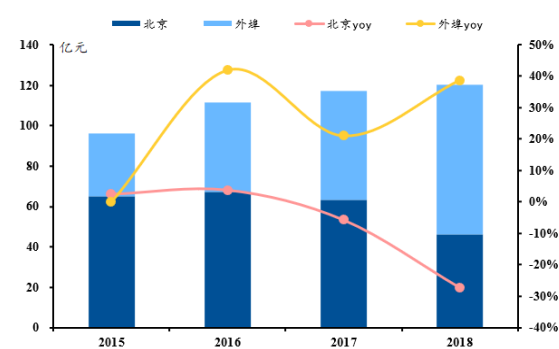
资料来源: wind, 民生证券研究院

3) “2+6+2” 战略，加大力度拓展南方市场，全国化格局基本形成

公司在全国化拓展道路上循序渐进，2015 年提出“2+6+2”战略，进入全国化第二阶段，将扩张重心转移到长江以南。外埠市场仍然坚持“一区一总代”的成功渠道模式，牛栏山陈酿和百年两大单品迅速扩张，截至 2017 年，公司已经在河北、内蒙、江苏等 18 个省级区域形成亿元级市场，全国化布局收效显著。

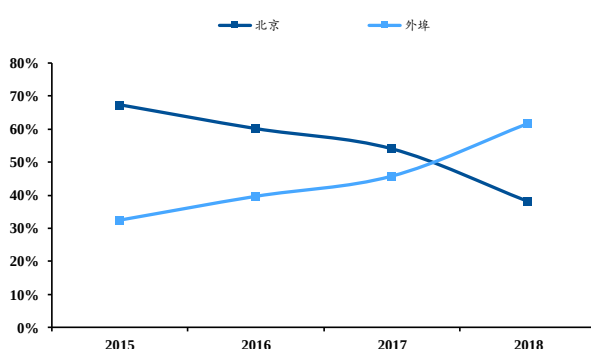
就主要新兴市场而言，长三角地区 2017 年收入达 10 亿量级，增幅 70% 以上，牛栏山面对老村长、红星等强势品牌已初步稳住阵脚，期待进一步抢占市场，并计划在低端酒市场成熟后引入升级产品同洋河、今世缘等产品进行竞争；珠三角地区收入 2-3 亿，牛栏山市占率不足 10%，但相对主要竞品百年糊涂，牛栏山具有极高的性价比，市场进入阻力小。据佳酿网，牛栏山在广东市场的二批渠道覆盖率已超过 70%，终端覆盖率达到 50%，随着终端网点下沉到乡镇和铺货率的提升，牛栏山在珠三角的市场份额将进一步扩大；福建、新疆市场收入增速也有 50% 以上。山东、河南、河北三省市场进入较早，经过多年的培育和发展，市场较为成熟，前两者规模超过 5 亿、河南约 3-4 亿，内蒙 2 亿，山西、天津、辽宁 1-2 亿，新疆约 1 亿（增速 50%+）。2015-2018 年间，外埠收入复合增速 33.48%，目前占比达到 76%，北京收入有下降趋势。

图 21: 外埠收入加速增长，超越北京（绝对收入下降）



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 22: 外埠收入占比超过北京



资料来源: wind, 民生证券研究院

4) 小结：扩张思路清晰、步伐稳健，渠道建设功不可没

产品优势明显，渠道建设功不可没。复盘牛栏山的全国化进程，扩张思路清晰，区域操作稳扎稳打，主要成功经验如下：其一，在低端酒市场，牛栏山不论在品牌还是品质上都具备明显的竞争优势，具备规模大单品的推广经验和开发多种升级产品的能力；其二，全国化过程中，公司采取大商制开疆拓土，给予经销商充足的利润空间及开发产品的自主权，厂商关系友好且忠诚度高。截至 2018 年，年销售额达 500 万/1000 万/5000 万的经销商分别达 193/134/36 个，且超过总数 70% 的经销商与牛栏山达成十年以上长期合作协议。

经销商精细管理，加强厂商深度合作。对外埠市场，公司实行大商制下“一区一总代”的模式，寻找运作经验丰富的经销商作为总代理，牛栏山下派销售人员协助，加上其他实力经销商共同实现厂商合作模式开拓外埠市场，利用经销商资源广泛布局终端，提高铺货率、抢占优质陈列位、策划营销活动织就销售网络。与老村长经常促销不同，牛栏山顺价销售，给予经销商的渠道利润及终端利润均优于大部分竞品。对相对成熟的市场，公司在大商制基础进行精细化管理，逐步优化经销商队伍。2016 年下半年开始在北京市场削减一批商和二批商数量，从 100 余家削减到 2018 年的 23 家。此外，为加强经销商之间联系，2017 年下半年公司改变渠道合作模式，市场开发及推广相关工作改由经销商承担，公司再给予其产品销售折扣，使二者利益深度绑定。

积极拓展线上新营销渠道。前期牛栏山已于天猫开设官方店，2017 年与京东达成战略合作，且针对网络渠道量身定制的“倍儿牛”、“牛角尖”两产品销量位居京东酒类商品前列；网络营销渠道已实现销售收入同比增长超过 80%；未来还将在品牌建设、产品规划、技术合作等多方面展开合作，5 年内实现销量突破六亿瓶。

2、顺应消费升级与全国化战略，产品结构逐步上移

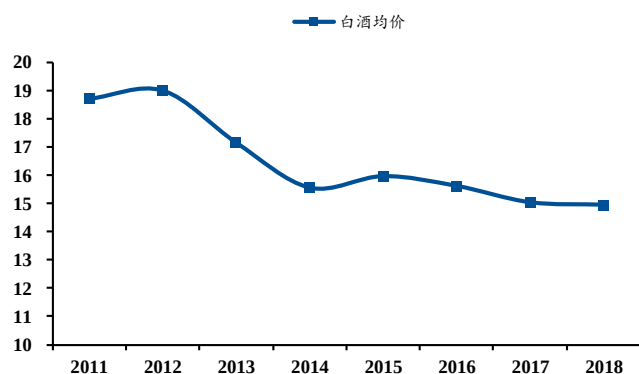
打造白牛二超级大单品，为全国化铺路。2009 年，顺应外埠市场开拓战略，公司推出牛栏山 42 度陈酿，打破了二锅头高度数、清香型的刻板印象，创新采用低度度数、浓香口味，提高外埠消费者接受度，捆绑“二锅头”招牌进行营销，取名“白牛二”竖立正宗二锅头形象，卡位 10 元价格带、主攻外省低端酒市场。2010 年单品销量达 500 万箱，同比增速达 150%。2013 年销量突破 2000 万箱、营收超 20 亿，2017 年达 35 亿，同价位全国单品销量第一，成长为超级大单品、20 元以下价位带绝对王者。仅凭借这一战略单品就创全公司 50% 以上营收。

外埠市场开拓过程中，不断完善产品矩阵。公司产品结构调整紧扣全国化进程，在进入市场初期，利用以牛栏山 42 度陈酿为代表的低价产品作为进军外埠市场的开路先锋，抢占份额打下市场基础，待到核心产品形成、市占率稳定后，通过经销商进一步引入升级版产品，依靠升级版陈酿、盒装酒、定制酒进一步扩大市场份额，获得更大的盈利空间。

具体而言，“一城两洲三区”战略阶段，主推陈酿系列，为进一步全国化铺路，推出以黄瓷为代表的中高端产品。“1+4+5”战略阶段，采取“全国性产品+区域性产品”形式，针对不同地区消费者特点和市场情况，推出区域针对性产品，如针对鄂尔多斯市场投放 52 度光瓶二锅头，针对外围市场投放 50 度特制精品二锅头系列。“2+6+2”战略阶段，仍采取“以 42 度陈酿为先锋开路，再针对区域特征投放重点产品”策略，继续加大中高端产品占比。

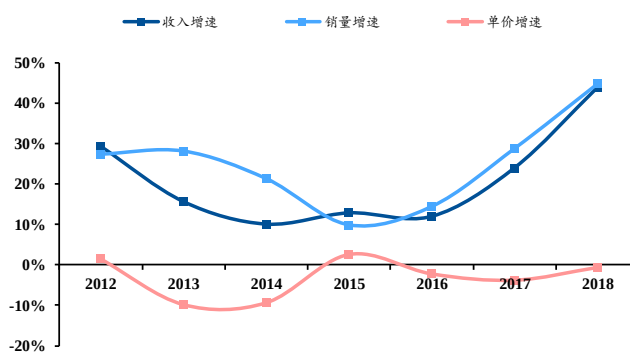
全国化过程中白酒均价下行，牛栏山营收贡献量增高于价升。2011-2018 年白酒销量增速均在 10% 以上，而白酒销售单价整体呈下降趋势，主要是由于公司在全国化扩张时以低价酒打开市场，低端酒销量占比提升所致，2017 年低端酒销售额占比达到 71%，2011-2018 年间，白酒均价从 18.7 元/升降至 14.94 元/升。

图 23：全国化开始，白酒均价呈下降趋势（元/升）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：过去白酒收入增长主要靠全国化扩张下的量增



资料来源：wind，民生证券研究院

顺应光瓶酒中高档化发展趋势，产品结构逐步上移。为顺应消费升级、光瓶酒中高档化的发展趋势，牛栏山的产品结构升级分两个思路：其一，打造以百年系列为代表的中档酒和以瓷瓶经典系列为代表的高档酒，不断提升中高档产品占比。其二，在低档酒系列内部优化，包括对原产品实行多次提价操作；以及逐步将陈酿系列产品从“白牛二”升级为“精制陈酿”“珍品陈酿”，低端酒价格带覆盖扩大到 100 元水平。

表 8：产品线多次提价

时间	提价产品&幅度
2015 年 9 月	牛栏山陈酿 42 度一批价不得低于 120 元/箱
2016 年 5 月	42 度陈酿出厂价每件涨价 12 元，即每瓶涨价一元
2017 年 5 月	对 10ml-5L 不同规格的产品每箱价格上调 3-6 元
2017 年 11 月	针对不同系列产品调价 3%-4%
2019 年 5 月	针对不同产品整箱上调 6-18 元
2020 年 1 月	针对不同产品整箱上调 6-18 元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 9：“陈酿”家族不断完善，产品结构逐步上移

时间	产品	售价 (元)	规格 (ml)
2009 年	牛栏山陈酿 52 度	15	500
2013 年	百年陈酿 36 度	102	400
2014 年 6 月	精制陈酿 43 度	19.8	500
2014 年 12 月	典藏十二年陈酿 46 度	43	500
2015 年 5 月	N9 珍品陈酿 43 度	78	500
2015 年 6 月	珍品陈酿 52 度	36	500
2016 年 12 月	百年陈酿珍品 52 度	108	1000

资料来源：京东，民生证券研究院

3、量价利齐升，看好白酒业务成长性

1) “深分销、调结构、树样板”，继续深入推进全国化

全国化迈入深度拓展阶段。2019年，公司践行“深分销、调结构、树样板”的战略。树立样板、复制样板重点开发潜力市场，北京保持平稳增长、同时继续深入开发长三角、对珠三角地区也加大力度；对不同发展阶段的市场采取不同的策略，培育、开发、下沉齐进行实现深度分销。同时在中低端产品市场基础扎实的情况下，持续推出高端品优化产品结构。2020年是牛栏山“四五计划”的收官之年，“五五计划”还是坚定不移推行全国化扩张发展的思路。推进1+4+N样板市场培育，形成以北京为中心，以初具样板模式的南京、长春、东莞、苏州为多核，以未来多个外埠样板市场为多点的“一心多核多点”的标准化、规范化样板市场格局，提供可复制、可推广的样板营销模式，形成规模化示范效应。

市场份额继续提升，白酒长期放量可期。区域间比较来看，北京大本营属成熟市场，规模30亿左右，终端覆盖率几乎为100%，增长空间不大，主要依赖产品升级。其次是较成熟市场如长三角的江苏、安徽、浙江，河北、山东、河南，市场规模在5亿元以上，其中江苏能达到17个亿、光瓶酒市占率30%左右；这类市场终端覆盖率也在80%以上，低端酒量的增长也不大，增量主要靠产品升级同时增加在餐饮渠道铺货带动。再次，过亿市场如上海、广东，及早先就进入的山西、内蒙、辽宁等市场，基本完成渠道布局工作；未达亿元市场还在招商铺货进程中，这两类市场都还有很大可挖掘空间，即低端陈酿全国化的红利都还有20-30%空间。未来，公司将保持成熟市场优势，加大渗透未成熟市场，继续稳步拓展新市场，着力把亿元以下市场向过亿市场推进，将过亿市场打造成3-5亿市场。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，未来3-5年看180-200亿收入。

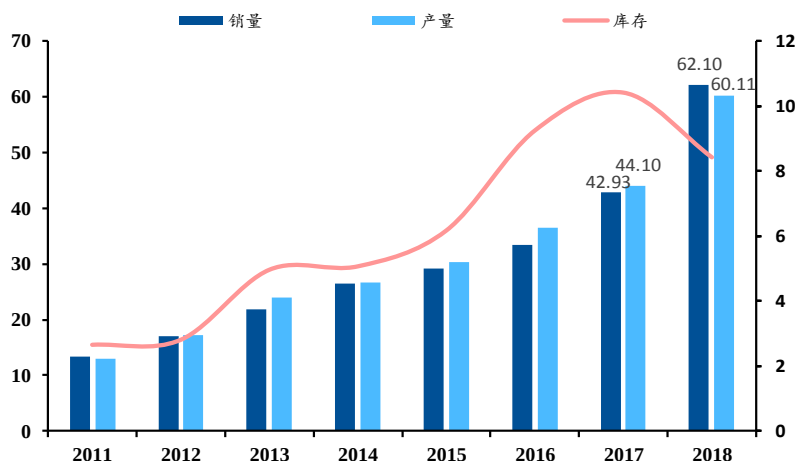
产品结构升级，中长期白酒均价将回升。随着新兴市场逐渐培育成熟，公司在较成熟区域进行产品结构升级的策略不改。以北京市场作为参照，牛栏山销量呈现下降趋势，但收入仍然维持稳定，主要是产品结构不断升级，白牛二占比30%左右，主推精制陈酿，珍品陈酿、三牛等份额也持续扩大，青龙、黄龙保持高速增长。相比而言，较为成熟的市场白牛二占比50%左右，未来计划用精制陈酿代替部分白牛二，珍品陈酿和土豪金等中高线光瓶产品经过2-3年铺垫，逐步进入重点培育期定位替代低端盒装酒，综合来看还能保持2-3年快速发展；非成熟市场的升级之路则还处在初期阶段，发展前景广阔。因此，以低端产品铺货占领新市场后增速会放缓，后期大部分市场还将逐步复制北京等样板市场经验走升级之路，提升中高端产品销售占比，以保持收入继续快速增长。产品价格上移拉升白酒整体销售均价，价升对营收增长的贡献将更大。

2) 短期释放业绩亦无忧

牛栏山动销良好，预收账款占比提升，短期业绩亦无忧。公司白酒销售结算方式为先与经销商协商制定出厂价，经销商提前支付部分款项，后根据要求分别发出产品，待经销商确认收货验收开票后确认收入，时间差约4个月。由于牛栏山不给经销商定任务、利润丰厚，渠道一般不压库存，从经销商备货及打款的高积极性上看出终端销售良好。

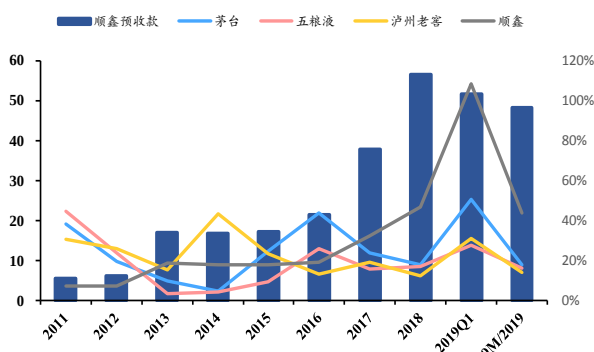
2018 年白酒产销量同比增长 36.32%/44.66%，但库存下降 74.43%，经销商信心十足，公司预收账款高达 56.54 亿元。2019 三季度末预收账款余额 48.26 亿元（母公司预收 36.71 亿），预收/收入高达 44%（母公司同指标 34.9%），居上市白酒企业首位。

图 25：白酒产销量及库存（万千升）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：顺鑫预收账款（亿元）及预收/收入比例



资料来源：wind，民生证券研究院

图 27：顺鑫预收/收入处板块前列(9M/19)

		预收	收入	预收/收入
一线	贵州茅台	112.5530	635.0866	17.72%
	五粮液	58.6488	371.0163	15.81%
	泸州老窖	15.9214	114.7690	13.87%
二线	水井坊	0.8066	26.5052	3.04%
	洋河股份	19.7889	210.9773	9.38%
	舍得酒业	2.3456	18.4344	12.72%
	山西汾酒	18.4065	91.2653	20.17%
	酒鬼酒	1.3431	9.6790	13.88%
三线	古井贡酒	8.8988	82.0288	10.85%
	口子窖	5.7927	34.6581	16.71%
	今世缘	4.7411	41.1558	11.52%
	迎驾贡酒	1.8842	26.4895	7.11%
	金徽酒	2.2570	11.0637	20.40%
四线	青青稞酒	0.7497	8.2634	9.07%
	金种子酒	1.2816	6.9326	18.49%
	*ST 皇台	0.0322	0.3958	8.13%
	顺鑫农业	48.2577	110.6193	43.63%
	老白干酒	4.9496	28.2184	17.54%
	伊力特	1.2215	15.1062	8.09%

资料来源：wind，民生证券研究院

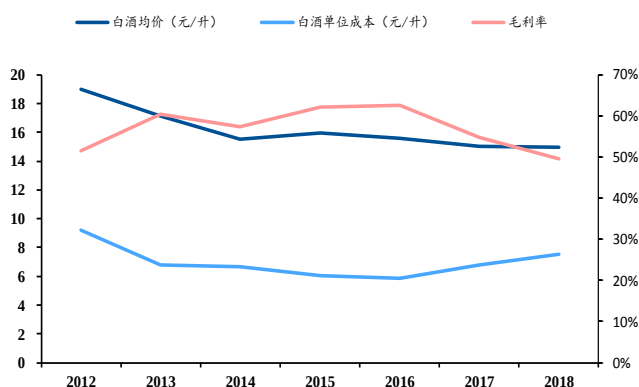
4、成本费用控制能力加强，释放盈利空间

规模效应+轻资产模式，生产运营成本低。牛栏山酒厂的产能分布在北京、河北和四川三地，北京贡献 65% 以上，2012 年河北香河生产基地建成，2016 年牛栏山酒厂四川成都生产基地落成助力全国化发展。2018 年，公司白酒销量 62.1 万千升，居上市公司前列。2019 年 11 月，公司董事会审议通过拟成山西吕梁生产基地。至此，牛栏山北京总部基地、高粱种植基地、三大外埠生产基地的布局已全面完成，为牛栏山全国化战略推进提供了坚实的产能支撑。规模效应之下，外埠基地采取租赁设备的方式生产，有效降低了生产运营成本，如 2013 年白酒单位成本显著下降。拆分白酒营业成本，权重较大的是包装材料玻璃和原材料，2018 年占比分别为 45%/43%，原材料主要是酒基和小麦、玉米、糯米、大米等作物。

白酒单位成本下降趋势未改，毛利率有望回升。2017-2018 年，白酒单位成本上升主要

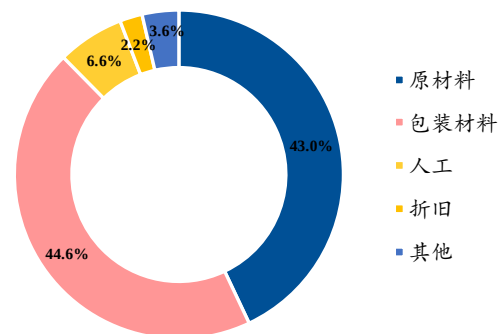
原因一是渠道改革使部分费用转为成本，二是玻璃、瓦楞纸价格上涨。但近 10 年来单位成本整体下降趋势未变，2019-2020 年玻璃价格有望进入下行通道，叠加未来产品价格带稳步上移，白酒业务毛利率有望稳健回升；且随着白酒业务收入占比提升，公司整体毛利率也有望进一步提高。

图 28：白酒单位成本呈下降趋势未改，毛利率有望提升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 29：白酒营业成本分析



资料来源：wind，民生证券研究院

图 30：玻璃价格下行



资料来源：wind，民生证券研究院

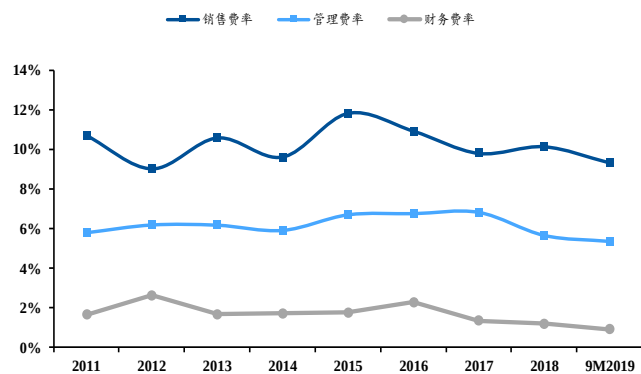
图 31：瓦楞纸价格处于较低水平



资料来源：wind，民生证券研究院

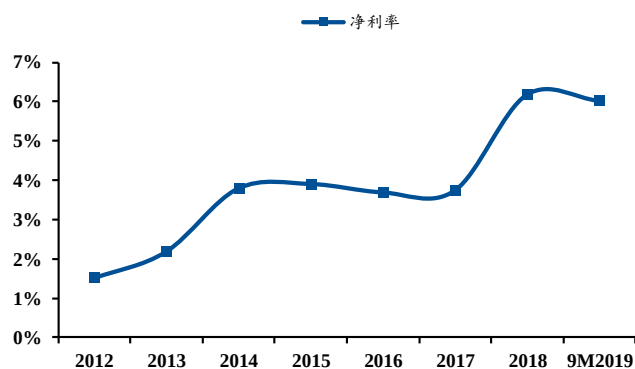
管理费率及销售费率呈下降趋势，净利仍有释放空间。2017 年渠道改革，促销费、业务费下降，销售费率下降 1.12 个百分点；2018 年广告费提升，意在为新增产能投产做准备；另外，2018 年运输费 3.47 亿/归母净利 7.44 亿，未来新产能投产后，运输费用对净利的拖累也将明显降低。2018 年管理费下降 1.18 个百分点，财务费用较上年下降 8.94%，费用控制效果显著。整体净利率提升到 6% 左右。随着白酒规模效应释放，净利仍有释放空间。

图 32：期间费用率整体呈下降趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：近两年净利率上升明显



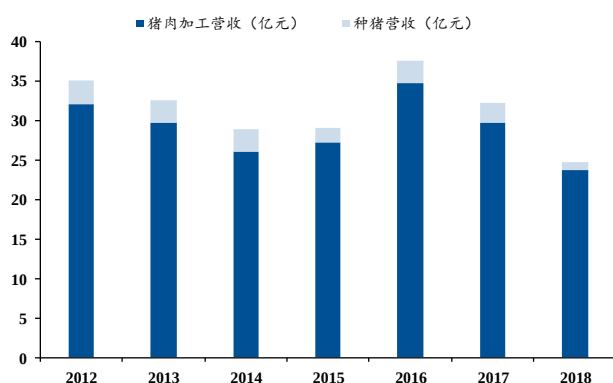
资料来源：wind，民生证券研究院

四、其他业务

1、猪肉业务毛利率低，收入利润稳定

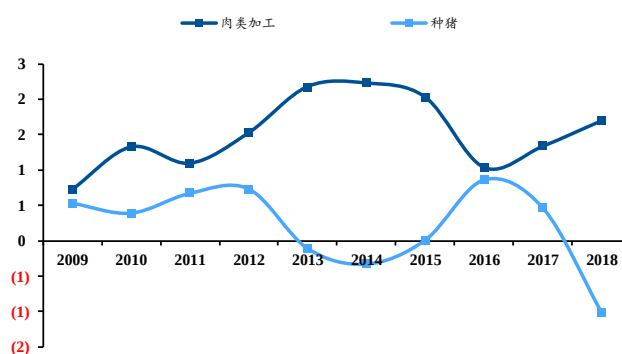
全产业链发展，北京市场市占率约为 40%。公司拥有集“种猪繁育—生猪养殖—屠宰加工—肉制品深加工—冷链配送—定点销售”于一体的全产业链条，近年来整体收入规模在 30 亿元上下波动。2018 年，猪肉板块实现收入 25 亿，占总收入比重约 20%，以屠宰为主，种猪和肉制品加工业务营收占比很小。鹏程食品是北京地区最大的安全猪肉生产基地，单厂屠宰量位居全国前列，肉制品在北京市场的市占率高达 40%。

图 34：猪肉业务营收在 30 亿元上下波动



资料来源：wind，民生证券研究院

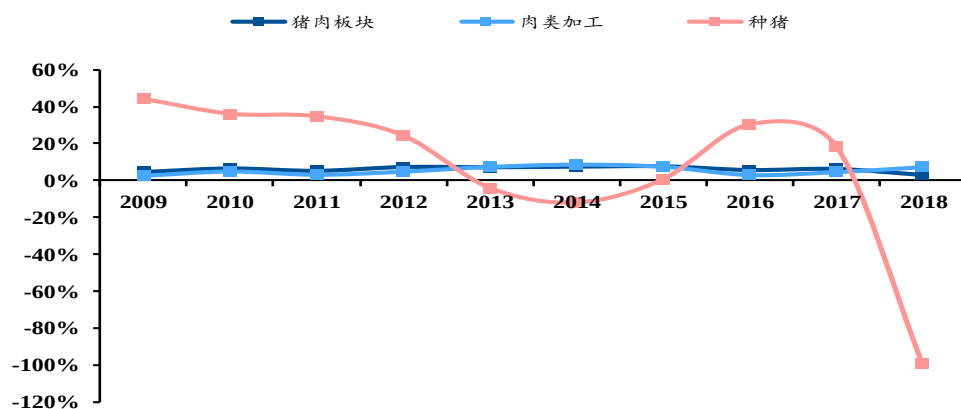
图 35：猪肉加工和种猪业务毛利反向变动（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

猪肉超级周期有望提振 19-20 年猪肉业务收入规模。猪肉加工业务毛利率与猪价负相关，种猪业务毛利率与猪价正相关。由于公司全产业链布局，猪价对猪肉板块盈利影响不大，整体毛利率较低长期稳定在 6% 上下，毛利稳定在 2 亿元左右；净利率 2% 上下，净利润 6 千万左右。不过，伴随本轮猪价上行周期的到来，公司 2019-2020 年猪肉板块业务收入弹性有望持续放大。

图 36：猪肉业务毛利率持续稳定在 6% 上下



资料来源：wind，民生证券研究院

2、地产业务有望回款，最终将剥离

房地产业务仍有一定资金需求。公司房地产业务运营主体为全资子公司顺鑫佳宇，项目主要位于北京、海南、包头。2010 年后不再拿地，2017 年起才加速开发。截至 2018 年底，佳宇地产可售房产有 1236 套，持有 4 个房地产开发项目，总占地面积 53.09 万平方米，总投资为 105.56 亿元，已完成投资额 79.14 亿元，尚需投入 26.42 亿元，公司存在一定的资金需求。

表 10：截至 2017 年底公司土地储备、在建项目、销售情况

土地储备	土地名称	土地用途	土地成本 (亿元)	面积 (万平方米)	区域
	GBD 三期	住宅、商业、办公	0.96	1.48725	北京顺义
	小店	养殖	1.04	26.45766	北京顺义
	海南项目	工业	0.7	12.247779	海南文昌
	鑫泽园项目	商务金融	1.5	26.6981	山东曲阜
在建项目	项目名称	土地面积 (万平方米)	总建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)
	下坡屯	23.27	41.6	65.41	35.87
	海南项目	8.68	11.89	7.65	5.53
销售情况	项目	区域	签约面积 (万平方米)	签约合同额 (亿元)	-
	站前街商业金融二期 (GBD)	北京顺义	6.47	14.8	-
	海南富海家园	海南文昌	4.95	4.51	-
	下坡屯项目	北京顺义	17.36	9.11	-
	望潮苑项目	包头	6.6	4.58	-

资料来源：《关于 2017 年年报问询函的回复》，民生证券研究院

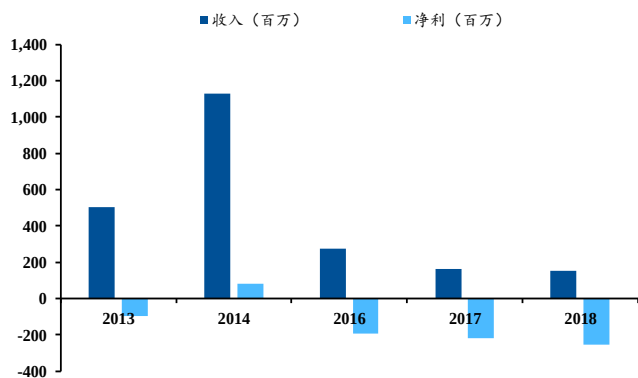
表 11：截至 2018 年底公司主要房地产项目情况 (单位：万平方米，亿元，套)

项目名称	占地面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	可供出售房产 (套)	开始销售时间
下坡屯项目	23.27	65.41	40.69	437	2012.1
GBD 二期项目	4.18	21	20.4	132	2014.03
包头项目	16.96	11.5	11.2	366	2011.05
海南	8.68	7.65	6.85	301	2013.07
合计	53.09	105.56	79.14	1,236	--

资料来源：《公司债券 2019 年跟踪评级报告》，民生证券研究院

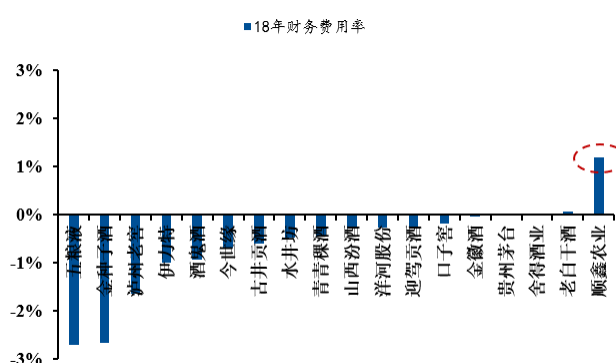
财务费用负担沉重，房地产业务持续亏损。地产业务高负债带来沉重的资金使用成本。截至 2018 年，顺鑫佳宇资产总额约 70 亿元，负债则为 73.6 亿元，资产负债率达 105%，占公司总负债 121 亿的 60%。而受限购政策等因素影响，在售项目去化较慢，闲置资产无法有效盘活。2011 年以来顺鑫佳宇持续亏损，仅在 2014 年因项目启动销售实现净利润 8219 万元，也是其并入上市公司以来唯一一年实现盈利。2017 年房地产业务营收 1.62 亿，亏损 2.2 亿；2018 年收入 1.55 亿，亏损继续扩大至 2.56 亿，严重拖累公司盈利能力。2019 年前三季度，公司海南的项目去化较顺利，北京、包头相对较慢，收入确认 2 亿左右，但账上预收款仍有 11 亿，后期随着收入确认盈利情况有望好转。

图 37: 顺鑫佳字持续亏损



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 38: 公司财务费用率居于行业高位



资料来源: wind, 民生证券研究院

房地产业务最终将大概率剥离。公司房地产业务正在加速清理库存, 降低负债、改善现金流。长期看, 遵循着公司“主业突出、业务清晰”的方针, 公司将进一步聚焦主业, 地产业务最终有望被剥离, 高债高息状况有望改善, 公司财务费用将有望大幅缩减, 现金流好转, 净利率有望提升。

五、盈利预测与估值

假设公司白酒业务全国化顺利，能逐步开拓新市场、提高老市场市占率，且产品升级推进顺利，则公司白酒业务收入仍有较大发展空间，且收入占比也会继续提升。假设猪肉板块业务营收保持稳定，非洲猪瘟影响下猪周期延长，上行区间有望延长至 2020 年底，地产业务部分项目于 19/20 年陆续回款。

表 12：收入拆分及增速预测（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
收入				
白酒	92.78	111.52	127.80	154.00
肉类加工	23.68	28.18	34.38	30.94
房地产	1.45	1.54	1.62	1.88
种猪	1.03	1.36	1.88	1.64
其他	1.81	1.45	1.16	0.93
增速				
白酒	43.8%	20.2%	14.6%	20.5%
肉类加工	-20.2%	19.0%	22.0%	-10.0%
房地产	-8.8%	6.5%	5.1%	16.0%
种猪	-58.0%	32.1%	38.2%	-13.0%
其他	-90.5%	-20.0%	-20.0%	-20.0%

资料来源：民生证券研究院

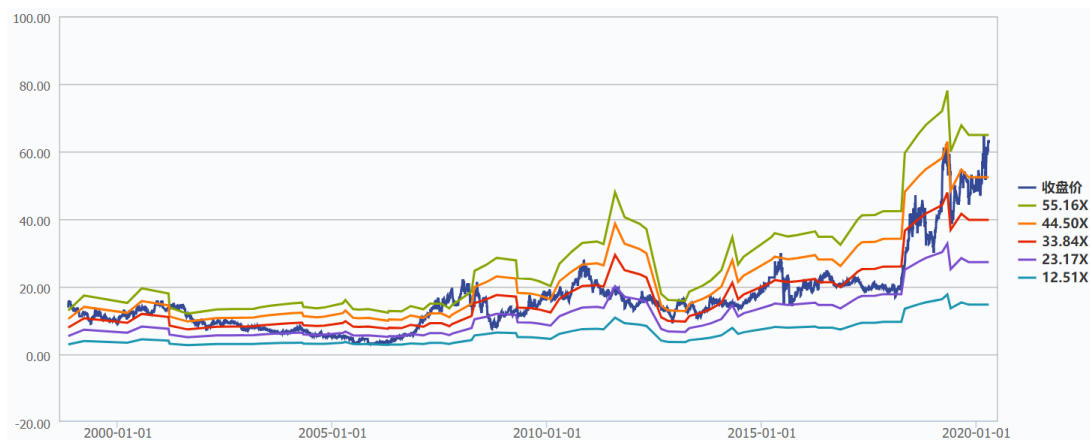
表 13：分项毛利率拆分及假设

	2018A	2019E	2020 E	2021E
白酒	49.6%	49.7%	51.6%	51.6%
肉类加工	7.2%	4.9%	5.3%	5.0%
房地产	44.1%	38.0%	44.0%	32.0%
种猪	-99.0%	27.0%	42.0%	-30.0%
其他	49.7%	17.0%	27.0%	20.0%

资料来源：民生证券研究院

综上，预计 2019-2021 年收入 144.05 /166.84/189.39 亿元，同比增长 19.3%/15.8%/13.5%。归属上市公司净利润 10.51/13.94 /17.6 亿元，同比增长 41.2%/32.7%/26.3%，对应 EPS 1.42 元/1.88/2.37 元，对应 PE 分别为 44X/33X/26X。目前白酒板块对应 2020 年业绩的预测估值约为 22X（算数平均法，2020 年盈利预测按 wind 一致预期取），考虑公司在业内具有很好的成长性，看好公司发展空间，维持“推荐”评级。

图 39: PE-band



资料来源: wind, 民生证券研究院

六、风险提示

经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12,074	14,405	16,684	18,939
营业成本	7,250	8,605	9,726	10,808
营业税金及附加	1,600	1,758	2,062	2,359
销售费用	1,224	1,463	1,683	1,916
管理费用	681	896	1,022	1,151
研发费用	14	9	12	14
EBIT	1,306	1,676	2,180	2,691
财务费用	144	151	141	129
资产减值损失	41	33	39	39
投资收益	1	1	1	1
营业利润	1,063	1,493	2,002	2,524
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	1,059	1,490	1,999	2,521
所得税	331	440	605	761
净利润	728	1,051	1,394	1,760
归属于母公司净利润	744	1,051	1,394	1,760
EBITDA	1,565	1,916	2,432	2,952

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	6172	8960	12244	14828
应收账款及票据	298	418	476	531
预付款项	181	215	242	269
存货	8255	8548	10545	10729
其他流动资产	431	431	431	431
流动资产合计	15321	18530	23872	26681
长期股权投资	0	1	2	3
固定资产	3149	3349	3499	3649
无形资产	751	711	672	634
非流动资产合计	4530	4430	4271	4107
资产合计	19851	22960	28142	30787
短期借款	2000	2000	2000	2000
应付账款及票据	258	516	1556	1405
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8756	10755	14654	15650
长期借款	1113	1113	1113	1113
其他长期负债	1098	1098	1098	1098
非流动负债合计	3366	3366	3366	3366
负债合计	12122	14121	18020	19016
股本	571	742	742	742
少数股东权益	20	20	20	20
股东权益合计	7729	8839	10122	11771
负债和股东权益合计	19851	22960	28142	30787

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	2.9%	19.3%	15.8%	13.5%
EBIT 增长率	77.0%	28.4%	30.1%	23.4%
净利润增长率	69.8%	41.2%	32.7%	26.3%
盈利能力				
毛利率	40.0%	40.3%	41.7%	42.9%
净利率	6.2%	7.3%	8.4%	9.3%
总资产收益率 ROA	3.7%	4.6%	5.0%	5.7%
净资产收益率 ROE	9.7%	11.9%	13.8%	15.0%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.7
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
现金比率	0.7	0.8	0.8	0.9
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	399.1	350.0	350.0	350.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.4	1.9	2.4
每股净资产	13.5	11.9	13.6	15.8
每股经营现金流	5.6	4.1	4.9	4.0
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	47.9	44.1	33.2	26.3
PB	4.6	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA	28.1	21.6	15.7	12.0
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	728	1,051	1,394	1,760
折旧和摊销	301	274	290	301
营运资金变动	1,947	1,543	1,804	732
经营活动现金流	3,175	3,042	3,662	2,966
资本开支	236	142	94	99
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(235)	(142)	(94)	(99)
股权募资	0	171	0	0
债务募资	(1,447)	0	0	0
筹资活动现金流	(1,864)	(112)	(284)	(284)
现金净流量	1,077	2,787	3,284	2,584

插图目录

图 1: 实控人为顺义区国资委.....	3
图 2: 近年白酒收入增长强劲 (亿元)	4
图 3: 2018 年白酒收入占比近 77%	4
图 4: 近年白酒毛利增长强劲 (亿元)	4
图 5: 2018 年白酒毛利占比已高达 95.4%	4
图 6: 白酒营收增速强劲	5
图 7: 公司白酒营收逆势扩张.....	5
图 8: 研发投入逐年增加	6
图 9: 2017 年浓香型白酒市场份额占一半以上.....	6
图 10: 广告费用逐年提升	7
图 11: 在白酒板块中销售费率较低, 品牌效应显著	7
图 12: 人均 GDP 和城镇化率不断提升.....	8
图 13: 城乡居民恩格尔系数下降.....	8
图 14: 低收入户人均可支配收入增速最快.....	8
图 15: 牛栏山低端酒市占率仅 6.2%	10
图 16: 牛栏山低端光瓶酒市占率 11%	10
图 17: 2004-2010 年间北京市场收入复合增速 30.77%.....	12
图 18: 深耕北京市场, 营收占比迅速提升.....	12
图 19: 2010-2014 年间外埠市场收入复合增速 40.91%.....	13
图 20: 2011 年全国化以来外埠市场增长强劲	13
图 21: 外埠收入加速增长, 超越北京 (绝对收入下降)	13
图 22: 外埠收入占比超过北京.....	13
图 23: 全国化开始, 白酒均价呈下降趋势 (元/升)	15
图 24: 过去白酒收入增长主要靠全国化扩张下的量增.....	15
图 25: 白酒产销量及库存 (万千升)	17
图 26: 顺鑫预收账款 (亿元) 及预收/收入比例.....	17
图 27: 顺鑫预收/收入处板块前列(9M/19).....	17
图 28: 白酒单位成本呈下降趋势未改, 毛利率有望提升	18
图 29: 白酒营业成本分拆	18
图 30: 玻璃价格下行	18
图 31: 瓦楞纸价格处于较低水平.....	18
图 32: 期间费用率整体呈下降趋势.....	19
图 33: 近两年净利率上升明显.....	19
图 34: 猪肉业务营收在 30 亿元上下波动.....	20
图 35: 猪肉加工和种猪业务毛利反向变动 (亿元)	20
图 36: 猪肉业务毛利率持续稳定在 6% 上下	20
图 37: 顺鑫佳宇持续亏损	22
图 38: 公司财务费用率居于行业高位.....	22
图 39: PE-band.....	24

表格目录

表 1: 2014 年至今公司资产剥离情况.....	3
表 2: 主要分公司、子公司及其业务.....	3
表 3: 公司主要产品系列	5
表 4: 牛栏山产品性价比高.....	6
表 5: 竞品比较 (2017 年数据)	10
表 6: 大众酒大单品体量比较 (2017 年数据)	10
表 7: 公司全国化战略	11
表 8: 产品线多次提价	15
表 9: “陈酿”家族不断完善, 产品结构逐步上移	15
表 10: 截至 2017 年底公司土地储备、在建项目、销售情况	21
表 11: 截至 2018 年底公司主要房地产项目情况 (单位: 万平方米, 亿元, 套)	21
表 12: 收入拆分及增速预测 (百万元)	23
表 13: 分项毛利率拆分及假设.....	23

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。