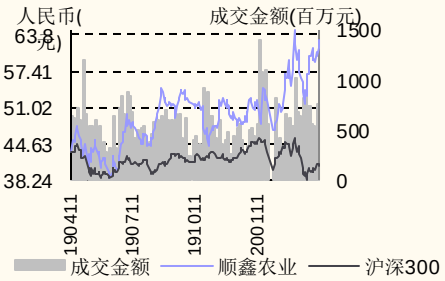
顺鑫农业 (000860.SZ) 买入（首次评级） 公司深度研究

市场价格（人民币）： 60.31 元
目标价格（人民币）：77.00-77.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.42
已上市流通 A 股(亿股)	7.42
总市值(亿元)	447.36
年内股价最高最低(元)	63.41/52.90
沪深 300 指数	3839
深证成指	10528



低端龙头优势显著，成长空间可期

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.768	1.304	1.300	1.654	2.180
每股净资产(元)	12.42	13.51	10.07	11.40	13.24
每股经营性现金流(元)	4.33	5.57	1.52	3.88	4.11
市盈率(倍)	25.00	24.45	40.52	31.84	24.16
净利润增长率(%)	6.25%	69.78%	29.58%	27.24%	31.79%
净资产收益率(%)	6.18%	9.65%	12.91%	14.51%	16.47%
总股本(百万股)	570.59	570.59	741.77	741.77	741.77

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **为何顺鑫年初以来涨幅位于白酒板块前列？**20 年初至今，顺鑫农业涨幅位于白酒板块之首。一是疫情对顺鑫的影响较小，牛栏山的自饮占比约 70%，餐饮占比 30%。二是渠道反馈良好，一季度整体打款比例超 50%，省外多地区 Q1 回款增速超 20%，库存处于良性。三是公司在低端酒市场优势明显，疫情背景下有望进一步进行全国扩张，收割地方品牌份额。
- **如何看待低端白酒市场？千亿市场规模，格局依旧较分散。**低端白酒是指低于 50 元/500ml 的白酒，饮用场景以日常消费为主，消费频次较高，产品周转较快。**1）行业空间：**未来光瓶酒主流价格带提升，市场将扩容至千亿以上。**2）竞争格局：**低端酒行业集中度较低，CR3 仅为 12%，其余约 90%为地产酒及其他品牌。**3）发展趋势：**产品结构有望提升，渠道上逐步从过去传统的流通零售转向餐饮等终端。
- **为何牛栏山可以站稳低端白酒市场？“高性价比+渠道利润高+全国品牌”护航牛栏山长期发展。**牛栏山产品“性价比”较高，终端价格略有提升情况下，仍具有较强竞争优势。牛栏山的一批商、终端毛利率高于红星、老村长等竞品，保证渠道有动力推广牛栏山。
- **牛栏山未来发展空间源自何处？一是全国扩张，深耕北京市场，外埠市场实现高增长。**2019 年北京市场的销售占比约为 23%，而外埠市场销售占比已增至 77%，已拥有亿级市场约 22 个。2020 年步入“后百亿”时代，重点打造“京津冀+长三角+珠三角”三大战略发展区。**二是集中度提升，渠道利润丰厚+大单品规模效应+成本控制领先。**牛栏山、老村长和红星的市占率分别为 6.20%、4.13%和 1.38%，集中度较低。渠道利润丰厚，品牌产品力强，且成本控制领先，将持续收割竞品的市场份额。

投资建议

- 预计 2019-2021 年收入 144.60/167/07/202.12 亿元，同比+19.76%/15.54%/20.98%，归母净利 9.64/12.27/16.17 亿元，同比+29.58%/27.24%/31.79%，对应 EPS 分别为 1.30 元/1.65 元/2.18 元。考虑低端酒周期性弱，公司护城河深厚，故给予公司 2021 年 31 倍 PE，目标价为 77 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行、省外市场拓展不及预期风险、产业政策风险、食品安全风险、新冠肺炎疫情持续影响

沈嘉妍 联系人
shenjiayan@gjzq.com.cn

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

内容目录

前言：为何顺鑫年初以来涨幅位于白酒板块前列？ 4
一、顺鑫农业：历史悠久的低端白酒龙头 4
1.1 历史沿革：品牌历史悠久，持续聚焦主业 4
1.2 股权结构：国资控股，组织架构清晰 5
二、低端白酒行业：千亿元市场规模，格局依旧分散 5
2.1 市场规模：低端酒市场超千亿元 5
2.2 竞争格局：集中度较低，龙头持续扩张 6
2.3 发展趋势：主流价位带提升，产品升级加速 7
三、牛栏山未来空间展望：外埠地区扩张加速＋行业集中度提升 8
3.1 三大竞争优势护航未来发展 8
1）产品：性价比凸显，抗周期性强 8
2）品牌：营销加大投入，塑造民酒第一品牌 9
3）渠道：大商制经销模式，渠道利润丰厚 9
3.2 全国扩张：深耕北京市场，外埠市场实现高增长 10
3.3 集中度提升：牛栏山渠道利润丰厚+大单品规模效应+成本控制领先 13
四、其他业务 14
4.1 猪肉业务 14
4.2 地产业务 14
五、同行对比：各项指标趋势良好 15
六、投资建议 17
七、风险提示 18

图表目录

图表 1：顺鑫农业历史复盘 4
图表 2：2018 年白酒和肉类加工营收占比分为达 76.8%和 19.6% 5
图表 3：2018 年白酒和肉类加工毛利占比高达 95.4%和 3.5% 5
图表 4：顺鑫农业股权结构 5
图表 5：大众低端酒价位带及代表产品 6
图表 6：白酒市场集中度 6
图表 7：低端白酒行业集中度 6
图表 8：光瓶酒格局层级 7
图表 9：白酒各价位带及其代表品牌 7
图表 10：全国居民人均可支配收入 7
图表 11：全国城镇和农村居民消费性支出持续增长 7
图表 12：牛栏山产品提价信息 8
图表 13：顺鑫农业白酒产品结构 8
图表 14：2016 年至今牛栏山品牌营销事件 9

图表 15：公司广告费用/营收占比不断提升.....9
图表 16：牛栏山渠道模式.....10
图表 17：公司全国化扩张战略.....11
图表 18：2015-2019H1 北京和外埠地区营收及同比增速.....11
图表 19：2015-2019H1 北京和外埠地区营收占比情况.....11
图表 20：2015-2018 年北京和外埠市场收入和毛利率对比.....12
图表 21：牛栏山与老村长对比.....13
图表 22：牛栏山与红星二锅头对比.....14
图表 23：2015-2019 年公司猪肉产业营收及增速.....14
图表 24：2015-2019 年公司猪肉产业毛利及增速.....14
图表 25：2016-2018 年顺鑫佳宇营收与利润情况.....15
图表 26：2015-2019 年公司地产业务营收及增速.....15
图表 27：2015-2019 年公司地产业务毛利及增速.....15
图表 28：2018 年中低端白酒上市公司营收对比.....16
图表 29：2015-2019Q3 中低端白酒上市公司净利润对比.....16
图表 30：2015-2019Q3 中低端白酒公司销售费用率对比.....16
图表 31：2015-2019Q3 中低端白酒公司管理费用率对比.....16
图表 32：2015-2019Q3 中低端白酒公司存货周转天数对比.....16
图表 33：2015-2019Q3 中低端白酒公司资产负债率对比.....16
图表 34：产品结构拆分.....17
图表 35：可比公司估值对比.....18

前言：为何顺鑫年初以来涨幅位于白酒板块前列？

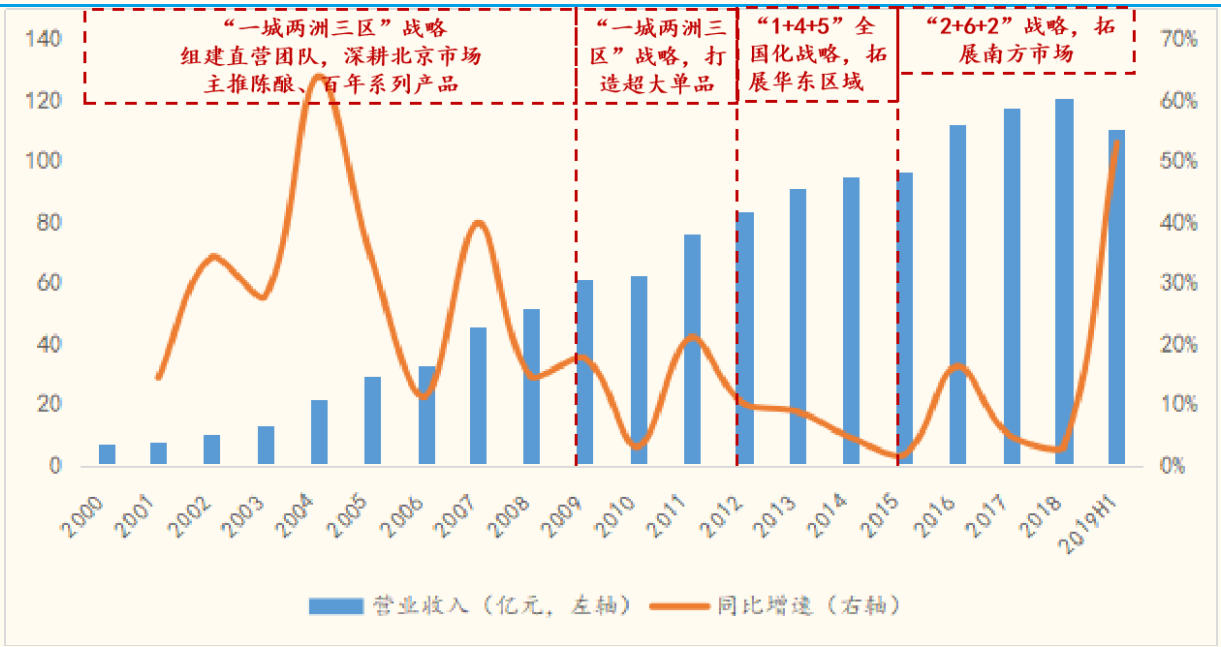
20 年初至今，顺鑫农业涨幅位于白酒板块之首。截止到 2020 年 4 月 7 日，顺鑫涨幅约 15%，主要原因有三。一是疫情对顺鑫的影响较小，牛栏山的自饮占比约 70%，餐饮占比 30%。随着餐饮进一步恢复，疫情影响将减弱。二是渠道反馈良好，一季度整体打款比例超 50%，省外多地区 Q1 回款增速超 20%，库存处于良性。三是公司在低端酒市场优势明显，疫情背景下有望进一步收割地方品牌份额。**当下，我们应该如何看待低端白酒市场？顺鑫的竞争优势有哪些？公司未来的发展空间在哪几方面？如何看待猪肉和房地产业务？本文就以上问题进行探讨。**

一、顺鑫农业：历史悠久的低端白酒龙头

1.1 历史沿革：品牌历史悠久，持续聚焦主业

顺鑫农业的前身是历史悠久的牛栏山酒厂，于 1998 年在深交所上市，成为北京第一家上市的酒企。公司业务范围广泛，既包含轻资产的食品加工制造，如白酒的生产销售、生猪屠宰及肉制品加工、农副产品生产加工等，又涵盖重资产的房地产开发、水利与建筑工程施工和物流业务等。其中，白酒、肉类和地产建筑是公司目前收入和利润的主要来源。2015 年，牛栏山采取“2+6+2”战略，继续推进全国化布局，加大力度拓展长三角、珠三角区域市场。**2019 年牛栏山全面超额完成主要经济指标，正式跨越百亿关口，全国化市场格局基本形成。2020 年步入“后百亿”时代，定调稳增量、增存量、提质量。**

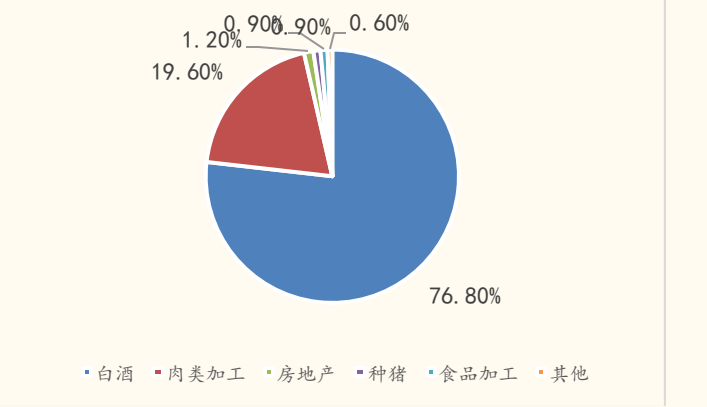
图表 1：顺鑫农业历史复盘



来源：公司公告，公开资料整理，国金证券研究所

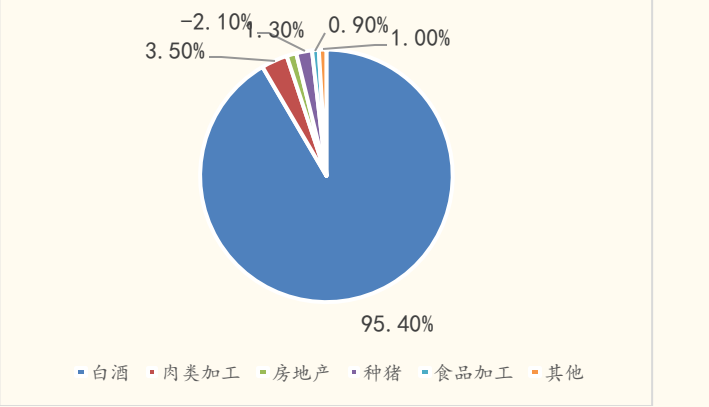
- **持续优化产业结构，聚焦酒肉主业。**上市初期，公司不断拓展业务范围，既包含轻资产的食品加工制造，如白酒的生产销售、生猪屠宰及肉制品加工、农副产品生产加工等，又涵盖重资产的房地产开发、水利与建筑工程施工和物流业务等。2012 年，白酒和肉类业务分别占应收的 38%和 43%，白酒业务毛利占比高达 75%。2013 年，白酒收入超过肉类加工，成为公司第一大业务。2018 年白酒和肉类加工营收占比分为达 76.8%和 19.6%。2018 年公司白酒产业高速增长，销售收入 92.78 亿元，同比+43.82%。公司聚焦酒肉业务，有利于公司推进营销机制改革，提升销售收入与产销量。白酒优势进一步强化，核心竞争力进一步增强。

图表 2：2018 年白酒和肉类加工营收占比分为达 76.8%和 19.6%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2018 年白酒和肉类加工毛利占比高达 95.4%和 3.5%

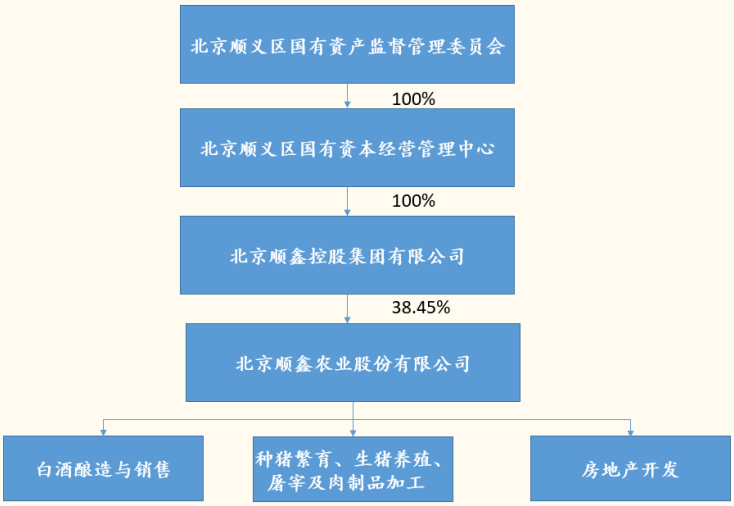


来源：Wind，国金证券研究所

1.2 股权结构：国资控股，组织架构清晰

- **公司控股股东为北京顺鑫控股集团有限公司，实际控制人为顺义区国资委。整体组织架构清晰，管理层经验丰富。**截至 2020 年 3 月，北京顺鑫控股集团有限公司持股比例为 38.45%。公司组织架构清晰，各分管领导权责分明，提升决策执行的效率， 有利于对管理层的监督与绩效考核。当前管理层多为一线成长的骨干，在顺鑫工作时间均超过 10 年。新任管理层均曾在核心岗位任职，经验丰富，有利于推进公司改革。

图表 4：顺鑫农业股权结构



来源：Wind，国金证券研究所

二、低端白酒行业：千亿元市场规模，格局依旧分散

2.1 市场规模：低端酒市场超千亿元

低端白酒消费频次高，市场规模超千亿元。低端白酒是指低于 50 元/500ml 的白酒，主要消费群体为城市中的外来务工人员和乡镇农村地区的居民，饮用场景以日常消费为主，消费频次较高，产品周转较快，有快消品属性。根据《2017 年中国光瓶酒营销白皮书》，未来光瓶酒主流价格带将提升至 30 元，市场将扩容至 1200 亿元，增速为 20%左右。

光瓶酒需求刚性，抗周期能力强。大众低端酒终端零售价较低，以自饮需求为主，需求弹性低具有刚性，因而受经济周期或政策影响较小，抗周期能力强。牛栏山酒厂产品以大众低端酒为定位，目标为大众消费群体，消费场景逐步由传统小零售向餐饮拓展。当前肺炎疫情加速行业整合，中低

端价格带的弱势品牌将加快出清，作为大众低端酒龙头的牛栏山，抓住疫情冲击的契机，积极推进全国化进程，提升市场份额与产品结构。

图表 5：大众低端酒价位带及代表产品

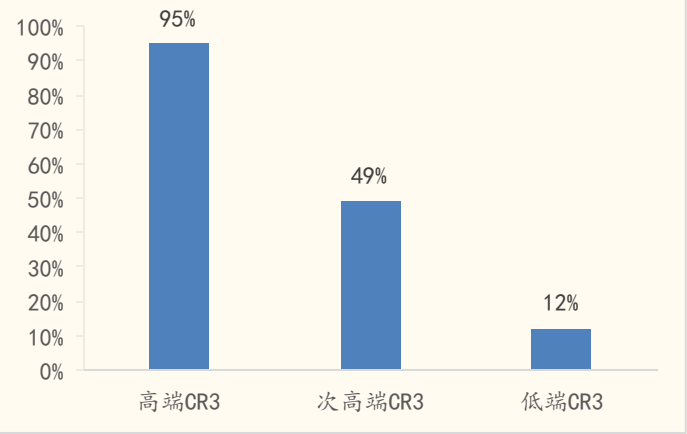
价位带	代表产品
40-50 元/瓶	汾酒玻汾、洋河蓝优、五粮液尖庄等
30-40 元瓶	牛栏山珍品陈酿、小郎酒、红星蓝瓶等
20-30 元瓶	泸州绿波二曲、泥坑精致大曲、三井小刀等
10-15 元瓶	牛栏山陈酿、老村长、龙江家园等
5-10 元瓶	洋河普曲、沱牌方瓶、泥坑纯酿等

来源：公开资料整理，国金证券研究所

2.2 竞争格局：集中度较低，龙头持续扩张

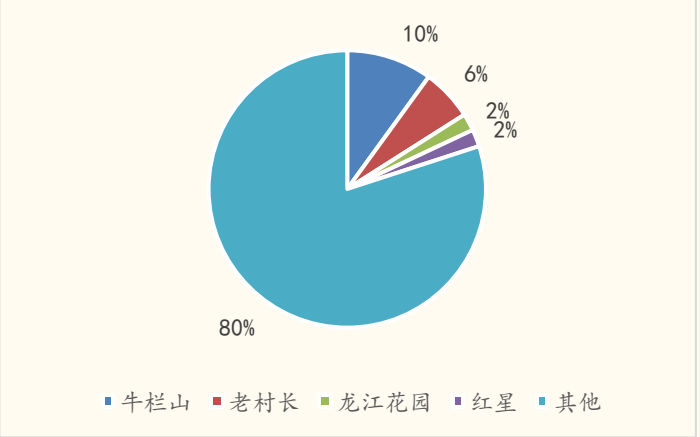
- **行业集中度较低，竞争格局有利龙头扩张。**相比于行业集中度较高的高端和次高端白酒行业，低端酒行业集中度较低，CR3 仅为 12%，其余约 90%为地产酒及其他品牌。各大名酒企主要布局中高端市场，带来了低端酒市场竞争环境的宽松。根据《2020-2025 中国低端白酒市场前景预测及未来发展趋势报告》，牛栏山、老村长和红星的市占率分别为 6.20%、4.13%和 1.38%。我们预计，牛栏山凭借渠道下沉壁垒、自然动销模式、品牌优势，将持续收割竞品的市场份额。

图表 6：白酒市场集中度



来源：2020-2025 年中国低端白酒市场前景预测及未来发展趋势报告，国金证券研究所

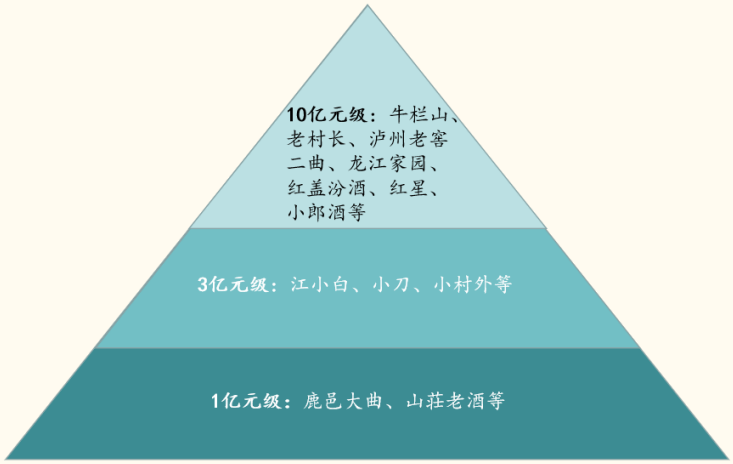
图表 7：低端白酒行业集中度



来源：Wind，国金证券研究所

- **地产酒加速退出低端酒市场，光瓶酒龙头市场份额不断增加。**光瓶酒格局主要分为三个层次，分别是 10 亿元级、3 亿元级和 1 亿元级。10 亿元级中主要产品为 35 亿元的牛栏山陈酿，约 30 亿元的小郎酒，15 亿元左右的玻汾，14 亿元左右的龙江家园，12 亿元的泸州老窖二曲等。目前 3 亿元级的江小白、小村外等业有望达到 10 亿元级。在大众消费升级的趋势下，地产酒持续进行产品结构升级，因此加速让出低端酒市场份额。同时，低端酒全国化扩张与渠道下沉，不断压缩地产酒区位优势。此外，低端酒龙头酒企具备产品性价比高、渠道铺设广、品牌推广强等优势，在业务不断全国化的进程中，市占率稳步提升。

图表 8：光瓶酒格局层级



来源：中国光瓶酒营销白皮书 2017 解读，国金证券研究所

2.3 发展趋势：主流价位带提升，产品升级加速

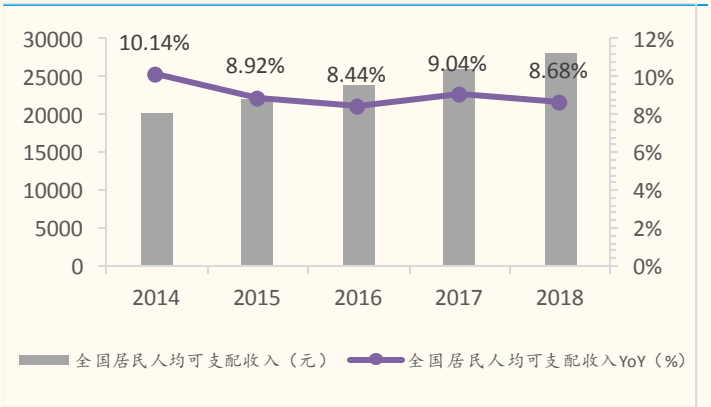
- 低端酒消费升级带来发展空间，主流价位带将提升。我国居民人均可支配收入逐年增加，城镇和农村居民的消费性支出也不断上升，大众消费能力增强，处于消费升级趋势中。低端酒行业因此呈现出消费升级的趋势，在体量爆发式增长的同时，通过提价和产品结构升级，主流价位带将提升。产品上，光瓶酒包装成本低，更加注重口感和品质，并进一步改善升级。渠道上，逐步从过去传统的流通零售转向餐饮等终端，促进营销推广，抓住消费升级带来的发展空间。

图表 9：白酒各价位带及其代表品牌

档次	价位带	代表品牌
高端	600 元+	茅台、五粮液、泸州老窖
中高端	300-600 元	山西汾酒、洋河、酒鬼酒等
中端	50-300 元	古井贡酒、老白干、金种子、伊力特等
低端	50 元以下	牛栏山、老村长、龙江家园、尖庄等

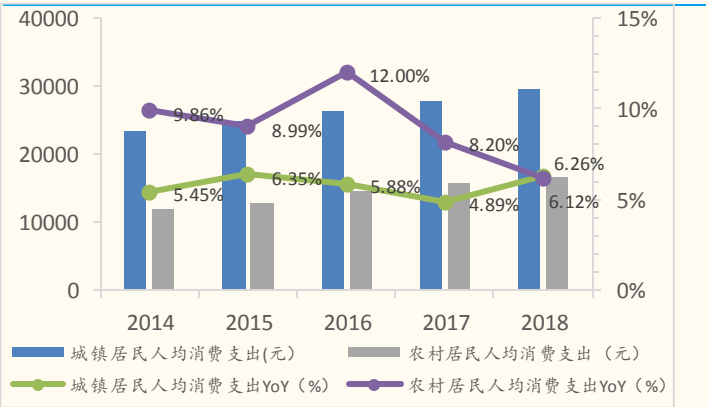
来源：中国光瓶酒营销白皮书 2017，国金证券研究所

图表 10：全国居民人均可支配收入



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 11：全国城镇和农村居民消费性支出持续增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

三、牛栏山未来空间展望：外埠地区扩张加速十行业集中度提升

3.1 三大竞争优势护航未来发展

1）产品：性价比凸显，抗周期性强

- **产品性价凸显，升级趋势持续。**牛栏山酒厂 2020 年 1 月 16 日起主力产品在全国范围提升出厂价格，提价产品覆盖范围接近 80%，包含主力产品白牛二及珍品陈酿，提价幅度在 5%-10%之间。其中，白牛二所在光瓶酒系列出厂价单瓶价格上涨 0.5 元/瓶，珍品陈酿系列单品价格上涨 1 元/瓶。渠道跟踪反馈，终端提价效果良好。在同价格带上，牛栏山产品“性价比”较高，终端价格略有提升情况下，经销商及终端利润仍然较高，整体渠道推力及动销情况依旧保持良性。
- **低端自饮比例较高，抗周期性强。**牛栏山白牛二消费者以高频次自饮消费为主，其中自饮消费占比达到 70%。消费群体为城市外来务工人员和中低收入人群，对白酒消费有一定上瘾性。相较其他中高档白酒更多的社交和送礼属性，低端光瓶酒消费具有快消品属性，刚需色彩浓重，不惧宏观经济波动。牛栏山现已拥有亿元以上省级（包括直辖市）销售市场 22 个，长三角、珠三角市场更是发展迅猛，泛全国化布局成效显著。产品占据了差异化品类优势的先机，通过专业细分、营销切割等方式，夯实竞争优势。
- **疫情影响较小，光瓶酒龙头成长性高。**渠道反馈，今年春节前后与往年销售情况相反，商超的供货、电话订单比去年同期商超订单增加一倍，50 度、60 多度白酒销量较大。此外牛栏山产品自饮占比为 70%，我们预计公司受到此次疫情影响较小。长期来看借助品牌优势和自然动销模式，将进一步提升地区市场份额，全国化进程加速推进，盈利能力持续提升。

图表 12：牛栏山产品提价信息

时间	提价信息
2020 年 1 月	覆盖产品范围 80%，白牛二出厂价单瓶上涨 0.5 元/瓶，珍品陈酿系列单品价格上涨 1 元/瓶
2019 年 5 月	小红牛、46 度大牛、52 度大牛、56 度大牛出厂价上涨 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
2017 年 11 月	牛栏山系列产品出厂价上涨 3-4%
2017 年 5 月	牛栏山二锅头系列共 14 款产品上调 3-6 元/箱
2016 年 5 月	牛栏山 42 度陈酿出厂价上调 12 元/箱
2015 年 9 月	牛栏山 42 度陈酿不得低于 120 元/箱

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：顺鑫农业白酒产品结构

系列	产品	单价（元/瓶）	档次	香型
经典二锅头系列	至尊经典二锅头/经典二锅头	358	中高端	清香
	珍品三十年、三十年窖藏、清香三十年	188	中高端	清香
百年牛栏山系列	百年陈酿（三牛）	100	中高端	浓香
	百年红 6 年/8 年/10 年/12 年	75	低端	浓香
牛栏山珍品系列	牛栏山珍品陈酿	40	低端	浓香
牛栏山陈酿系列	牛栏山陈酿 42 度/43 度、牛栏山新一代陈酿	50	低端	浓香
传统二锅头系列	牛栏山二锅头/牛栏山二锅头净爽	15	低端	清香

来源：公司官网，京东，国金证券研究所

2）品牌：营销加大投入，塑造民酒第一品牌

- **开启民酒新定位，打造中国民酒第一品牌。**二锅头作为京酒的代表，已有八百多年的历史，“正宗二锅头，地道北京味”的品牌诉求深入人心。牛栏山酒厂是率先提出“传承链”概念的中华老字号企业，牛栏山凭借北京二锅头酒传统酿造技艺和精益求精、不断超越的匠心精神成为了二锅头品类代表和百姓心目中的亲民品牌，同时也是代表北京地域文化的一张“名片”。牛栏山虽然定位“民酒”，但产品价格体系丰富，既有大众产品，比如 15 元价格带的白牛二；也有中高端产品，比如魁盛號二锅头（618 元）、牛栏山二锅头珍品（188 元）、牛栏山百年陈酿（100 元）。

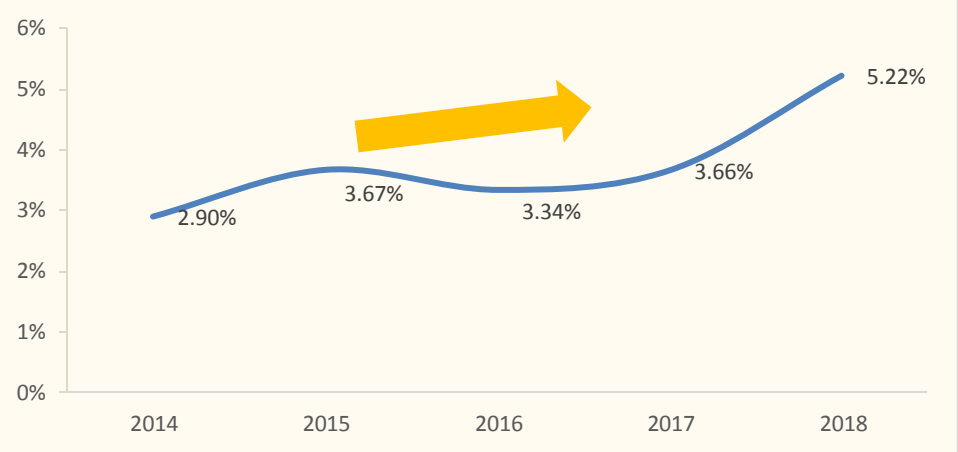
图表 14：2016 年至今牛栏山品牌营销事件

时间	事件
2016.3	“中国酒业重构期明兴企业”称号
2016.4	第二届中国酒业“仪狄奖”“企业腾飞奖”、“社会责任奖”
2017.9	“白酒工匠大师”称号
2017.11	参加“2017 上海国际酒交会”
2017.12	“2017 年度消费者点赞杰出品牌奖”
2018.9	第九届华樽杯“中国酒类品牌价值 200 强”

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **广告宣传投入加大，品牌影响力逐步提升。**近年来，公司广告费用逐年上升，2017 年达到 4.3 亿元，占收入比重也稳步提升至 3.66%，2018 广告费用达到 6.3 亿元，同比增长 46.07%，营收占比超过 5%。“牛栏山”伴随着销量增长，市场影响力不断扩大，品牌价值逐年飙升。2018 年，由中国酒类流通协会和中华品牌战略研究院联合发布的第十届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单，“牛栏山”以 301.83 亿元的品牌价值位列 13 位。

图表 15：公司广告费用/营收占比不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

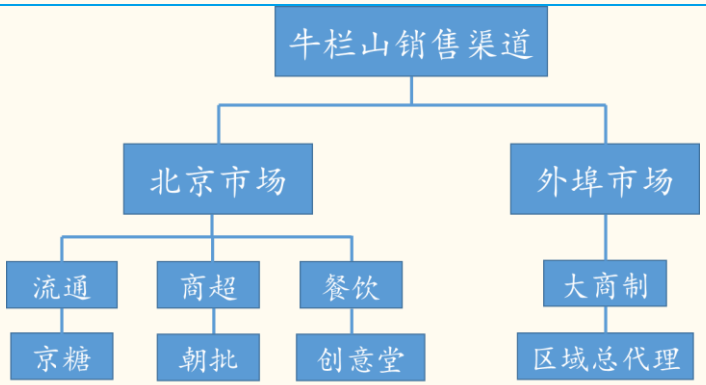
3）渠道：大商制经销模式，渠道利润丰厚

- **大商制经销模式，厂商一体化趋势明显。**公司采用大商制模式，与经销商合作共建厂商共赢机制。公司分产品、分渠道销售模式运作，其中牛栏山以大商制的模式进行全国化产品推广，大商发挥平台化作用，进行产品线规划、品牌推广及广告投放建议，快速打开市场，有效降低了市场管控成本。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。此外，公司通过开设“天猫”“京东”商城等电商平台线上官方旗舰店，推动营销机制创新的同时促进销售快速增长。

- **终端毛利率高，渠道有力推广，周转动力更强，进一步实现利润增长。**牛栏山的一批商、终端毛利率，高于红星、老村长等竞品，保证渠道有动力推广牛栏山。后续深度下沉渠道深度和导入升级产品，经过早期投入期，经销商有更强的动力周转来更多产品实现利润增长。

图表 16：牛栏山渠道模式



来源：公司公告，国金证券研究所

- 牛二终端零售利润约为 30%，加上促销活动约为 35%，相对于其他 10 多元的光瓶酒利润最高。在光瓶酒中牛栏山的定价利润空间都较大，市场竞争力高，主要系酒体口感不错，售价高，白牛二凭借其品牌和产品力，终端售价达到 15 元；酒厂差异瓶形，牛栏山采用最普通的瓶盖和牛皮纸箱包装，生产和运营成本都较低。

3.2 全国扩张：深耕北京市场，外埠市场实现高增长

公司的区域扩张经历了四个发展战略阶段，不断深耕北京市场，同时发展华北、西北、华北三区和长三角、珠三角两洲，打造亿级地级市与市场，实现板块联动。

深耕北京市场：“一城两洲三区”战略着眼北京及其周边市场，向“东北、西北、华北”三区，和“长三角、珠三角”两洲发展。建立超过 100 人的直营团队，发展餐饮、商超渠道，2007 年销量超过同城领先品牌红星二锅头，在北京市场成为二锅头第一品牌，消费者认可度较高。

主攻华北市场：“1+4+5”战略以北京市场为核心，将天津、保定、呼和浩特、沧州打造成 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，进而实现板块联动。

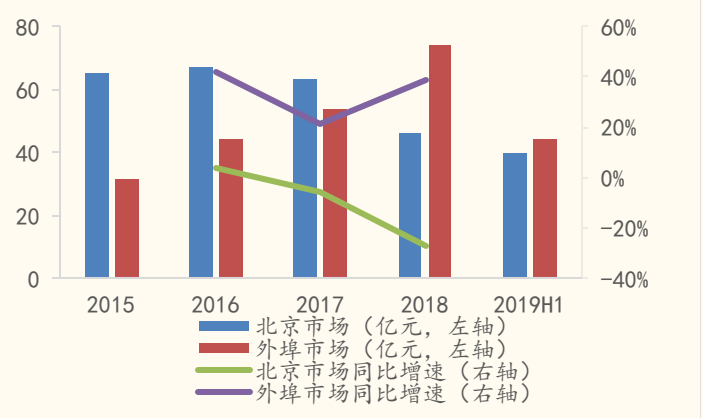
全国化扩张：“2+6+2”与“1+4+N”战略，凭借牛栏山在北京市场的品牌效应，将陈酿作为主力产品，打造多个外埠样板市场，形成规模效应。

图表 17：公司全国化扩张战略

时间	发展战略	
2020 年	1+4+N	1：北京，4：南京、长春、东莞、苏州初具样板市场，N：未来多个外埠样板市场形成规模化示范效应
2015 年	2+6+2	2：北京、天津，6：山东、辽宁、内蒙、山西、河北、河南，2：长三角和珠三角
2012 年	1+4+5	1：以北京市场为核心，4：将天津、保定、呼和浩特、沧州打造成过亿地级市场，5：打造山东、河南、山西、内蒙、辽宁为亿元市场，进而实现板块联动
2004 年	一城两洲三区	一城：深耕北京市场，二洲：长三角、珠三角，三区：东北、西北、华北发展

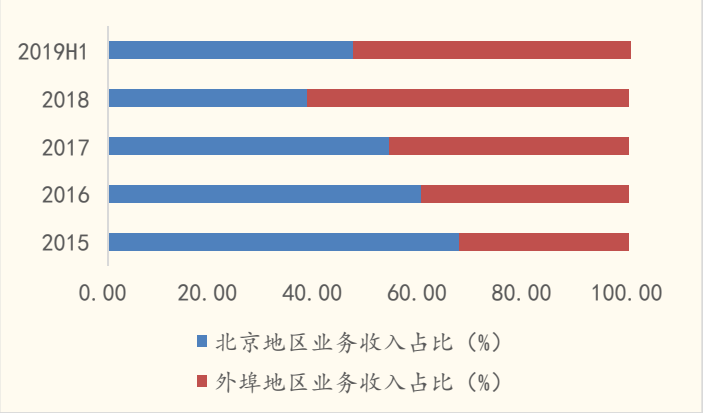
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：2015-2019H1 北京和外埠地区营收及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

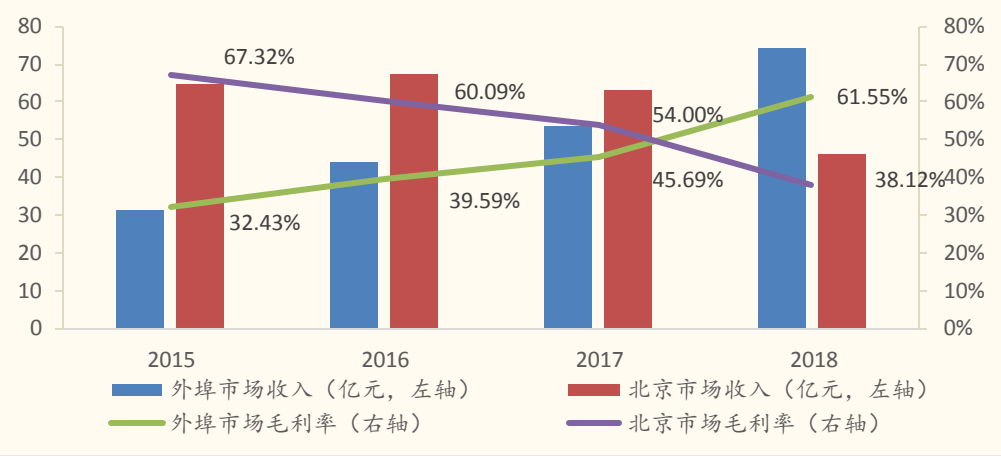
图表 19：2015-2019H1 北京和外埠地区营收占比情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **北京市场掌控力强，全国化进程持续推进。**北京市场主要渠道为餐饮、商超、流通，其中餐饮市场终端餐饮店发展迅速，推动渠道力快速提升。其中，酒店终端销售由创意堂代理牛栏山中高档产品，商超渠道与朝批通过合作、流通渠道与京糖合作，分产品进行运作。外埠市场公司选择综合实力较强的省级经销商进行市场拓展，牛栏山合作长达十年以上的经销商占比超过 70%，经销商与厂商利益绑定。价格体系合理，使得市场需求和经销体系稳定，以类快消品方式运作，实现快速放量。

图表 20：2015-2018 年北京和外埠市场收入和毛利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

- **外埠市场持续高增长，已取代北京市场成为现阶段重要增长动力。**2019 年牛栏山来自北京市场的销售占比约为 23%，而外埠市场销售占比已增至 77%。
  - 牛栏山 2020 年还将重点打造“京津冀发展区+长三角地区+珠三角地区”三大战略发展区，从而寻求整体发展，形成全国化营销的战略支点。一是狠抓调结构；二是加强顶层设计和市场指导；三是逐步实现区域营销一体化运作；四是进一步下沉渠道，精耕细作三大战略发展区。
  - 除北京之外，牛栏山在南京、长春、东莞、苏州市场已初具样板市场，“1+X”重点样板市场培育有序推动，并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、规范化的样板市场格局，提供可复制、可推广的样板营销模式，从而形成规模化示范效应。
- **华东大区**
  - **疫情影响：**牛栏山餐饮渠道占比为 30%，受到疫情影响较大。流通渠道占比为 70%，整体销量影响可控。华东地区当前餐饮大概恢复一半，二季度餐饮持续回暖，疫情影响将进一步减弱。
  - **节前打款及动销情况：**公司正常开门红从 11 月份开始打款，20 年由于春节提前，从 9 月中旬开始打款。19 年 9 月至 20 年 1 月，完成了全年任务的 52%。整体完成情况较好，提前做了开门红，比正常年度多 1 个月的时间做销售。牛二经销商库存不高，有客户甚至要开始进货。年前库存消化较好，疫情影响下，库存消化只比正常年份慢 1 个月。
  - **二季度销售展望：**往常年度，过年后也是消化库存阶段，恢复正常打款进货也是 4 月底、5 月初。今年提前 1 个月消化，差不多和往常一样在 4 月底、5 月恢复正常打款。今年开门红打款相对去年增长 35%左右，1、2 季度相对去年至少 30%的增长。
  - **全年增速目标：**华东地区全年销售目标 30%+。整体上半年完成良好，中秋也是打款高峰。当前流通渠道已经恢复得差不多，餐饮也将陆续恢复，预计华东区完成 30%+目标没有问题。短期看，疫情对公司动销影响较小，公司全年有望实现双位数收入增长。长期看，公司在低端酒市场优势显著，市占率有望进一步提升。
  - **市占率：**牛栏山较为强势，从单店销售来看，牛栏山占到低端量的 50%。华东市场去年牛栏山 27-28 亿元，老村长 5-6 个亿元，和竞品量的维持较大差距。后期，牛栏山在 30-40 价位段、20-30 价位段进一步抢占竞品机会仍然很大，新推产品的增长率也很高。未来在市场上的增长还是依靠高价位光瓶酒的市场抢占。同时，40 元的珍品也会

抢夺低端盒装酒的量，15 元的牛二也在进行发展，抢占老村长、洋河等竞品的市场份额，后期主要以产品升级换代来增加销售。

- **山东大区**
  - 整体销售影响不大，主要是渠道和产品结构的影响。2 月份销量比例，餐饮占比 10%，80%-90%都是商超的销量。现在商超开业大概 30%，承载原来 100%的销量。50 度以上的产品预计单月翻倍增长，占收入体量 30%。
  - 11、12、1 月份算作一季度三个月，一季度打款全年 48%左右，已经完成过半发货，一季度动销增长 20%以上。1-1.5 个月，可以维持到三月底或四月初。某些消化快的地方现在已经陆续进货了。
  - 山东 2019 年销量突破 10 亿元，2020 年目标增长 20%，实现 12 亿元。到目标为止，酒厂销售目标计划没有变。疫情若 5 月份结束，全年 20%的目标也能完成。
  - **市占率：**产品结构以陈酿为主，其次有二锅头和精品 20 年等。二锅头定位中低端，在传统渠道占比 55%；珍品价格在 45 左右，完善期销售价格为 60-80 元；最高端酒是经典，52 度居多，价格在 70 左右。山东整体低端餐厅占比 55%，陈酿 45 年的销售目标达到 10%以上，对经销商要求为 12%，其中中高端要求占 10%，百年红龙占 8%-10%，百年鸿运、鸿 10、鸿 12 等产品也要求 3%-5%。2019 年餐饮占比 60%多，2020 年目标为 55%。
- **安徽大区**
  - **安徽市场概况：**19 年安徽市场规模 6.03 亿元，2020 年疫情下目标由原定的 8 亿元调整为 7.4 亿元。产品结构中，70%产品为白牛二。消费场景看，19 年流通渠道消费占比为 80%，餐饮渠道占比 2 成左右。其中合肥市场餐饮渠道占比较高，达到 35%。
  - **牛栏山产品利润情况：**终端利润约 30%，相对于竞品产品利润较高，原因有二 1）酒体口感不错，售价高。白牛二凭借品牌和产品力，终端售价达到 15 元。2）酒厂差异瓶形，牛栏山最普通包装，牛皮纸箱，成本很低。瓶盖都是节约成本方式，生产成本低。3）运营成本较低。主力产品年前进行提价，目前终端价格接受度还可以。
  - **一季度打款及销售情况：**牛栏山酒厂的一季度从 11 月到第二年 1 月，受到疫情影响较小。19 年上半年回款占比 42%，下半年 58%。20 年一季度占比约 35%，同比增长近 30%。二三月份为库存消化阶段，当前库存一个月左右，部分终端已经出现补货情况。
  - **疫情的长期影响：**在安徽市场，牛栏山没有强势竞争对手。疫情之后终端门店缺货，牛栏山整体备货较多，有望第一时间枪战空白市场。

3.3 集中度提升：牛栏山渠道利润丰厚+大单品规模效应+成本控制领先

- 低端酒市场中，牛栏山、老村长和红星的市占率分别为 6.20%、4.13%和 1.38%，整体集中度较低。对比竞争对手，牛栏山渠道利润丰厚，品牌产品力强，且成本控制领先。我们预计，牛栏山凭借渠道下沉壁垒、自然动销模式，将持续收割竞品的市场份额。

图表 21：牛栏山与老村长对比

	牛栏山	老村长
市场份额	2018 年总体规模约为 90 亿元，其中江苏市场从 2017 年的 10 亿元左右提升到 2019 年的 18 亿元左右	2018 年总体规模约为 45 亿元，其中江苏市场从 2017 年的 9 亿元左右下滑到 2019 年的 3 亿元左右
渠道	流通、餐饮、商超等多个渠道，主要依靠自然动销，无促销活动	流通渠道为主，采用快消品模式，以“开瓶有奖”、赠品为主要促销方式
渠道利润	一批商毛利率和终端毛利率维持在 30%左右	低于 30%

来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 22：牛栏山与红星二锅头对比

	牛栏山	红星二锅头
产品结构	产品系列丰富，覆盖 15 元价格带的二锅头、百元价格带的百年陈酿，300 元价格带的经典二锅头	较为单一
产品香型	浓香占比 80%，清香占比 20%，产品宣传“好喝不上头”，吸引了广大消费者	主力单品以清香为主，度数较高，消费群体有限
品牌	品牌定位清晰，致力于打造“民酒”中的名酒，品牌诉求“正宗二锅头，地道北京味”，广告宣传投入不断加大，在第九届华樽杯中获评“中国酒类品牌价值 200 强”	无明确宣传定位
经销商渠道	严控价格体系	以利润考核为主，频繁提价打击经销商积极性
公司体制	股份制改革完成，且为上市公司，经营管理效率较高	国企，缺乏活力与创新精神

来源：公开资料整理，国金证券研究所

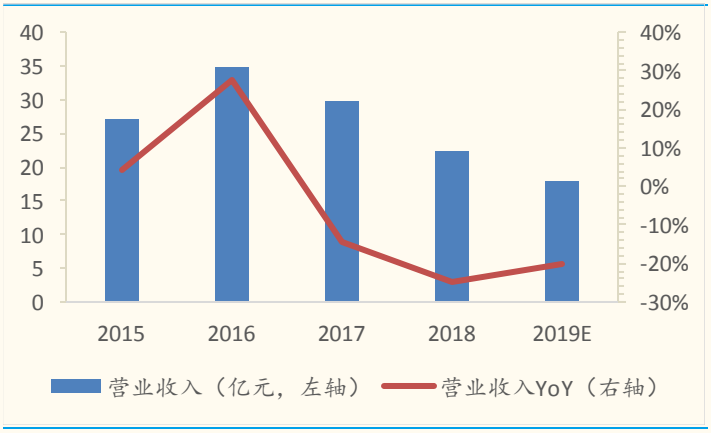
四、其他业务

4.1 猪肉业务

公司猪肉产业包含种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工业务产品，主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品，已形成集“种猪繁育-生猪养殖-屠宰加工-肉制品深加工-冷链物流配送”于一体的全产业链，各环节之间良性互动、深入融合、协同发展。

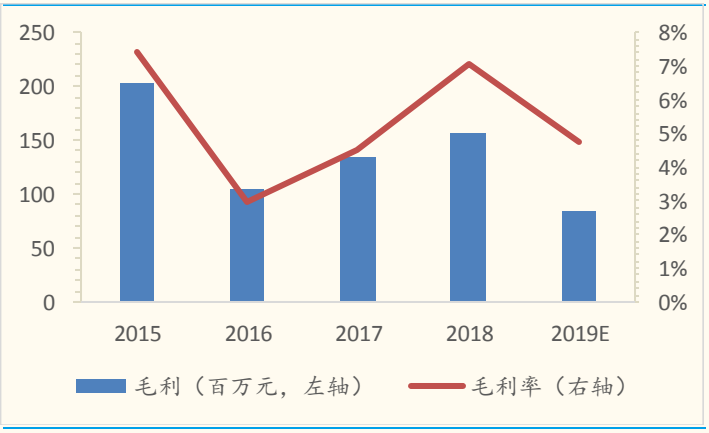
- 公司 2016-2018 年猪肉加工业务营收分别为 34.74/29.69/24.71 亿元，同比+27.50%/-14.54%/-16.78%，毛利率维持在 6%左右。2018 年营收持续下滑，主要系 2018 年上半年生猪价格因压栏生猪出栏下跌，8 月非洲猪瘟疫情爆发，国家禁止生猪跨省调运，导致南北供给失衡，之后四季度生猪集中出栏进一步引起猪价下跌。长期来看，2019 年以来，生猪供给产能加速出清，猪价周期拐点有望提前，生猪养殖板块配置价值凸显。

图表 23：2015-2019 年公司猪肉产业营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：2015-2019 年公司猪肉产业毛利及增速



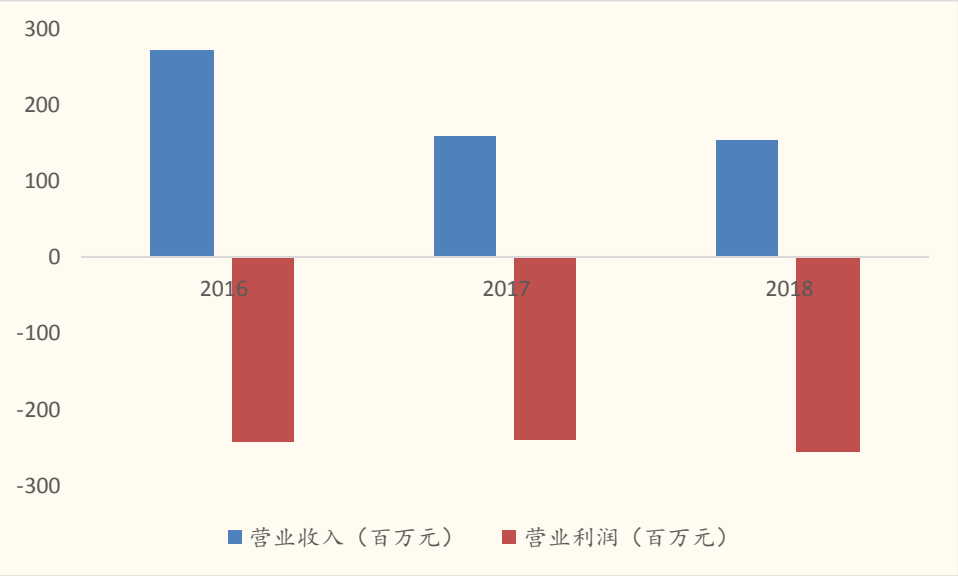
来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 地产业务

- 公司房地产业务由下设全资子公司顺鑫佳宇房地产开发有限公司开展，2015 年以来持续亏损，对公司净利润负贡献超过 10%，主要系有息负债带来的高额财务费用。2018 年顺鑫佳宇营收 1.55 亿元，净利润-2.56 亿元。地产项目主要分布在北京、海南和包头三地，2010 年 4 月起，公司不再购置新土地，2012 年 3 月起，无新开工的房地产项目。受限购政策及内外需

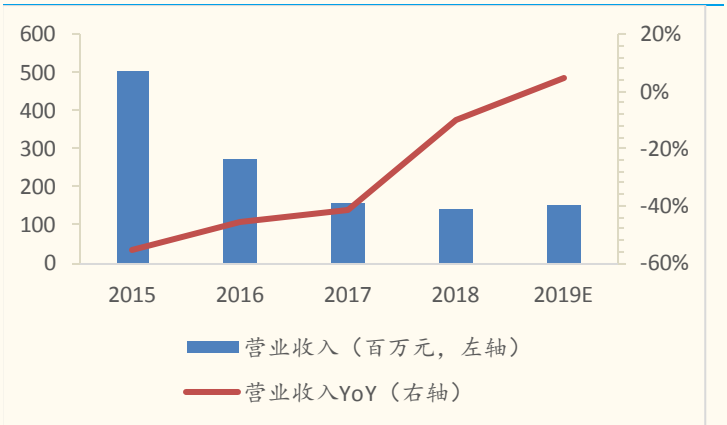
求不足等因素影响，在售项目的销售存在一定难度，闲置资产尚需盘活，仍处于发展探索期，随着公司聚焦白酒主业，地产业务有望被剥离。

图表 25：2016-2018 年顺鑫佳宇营收与利润情况



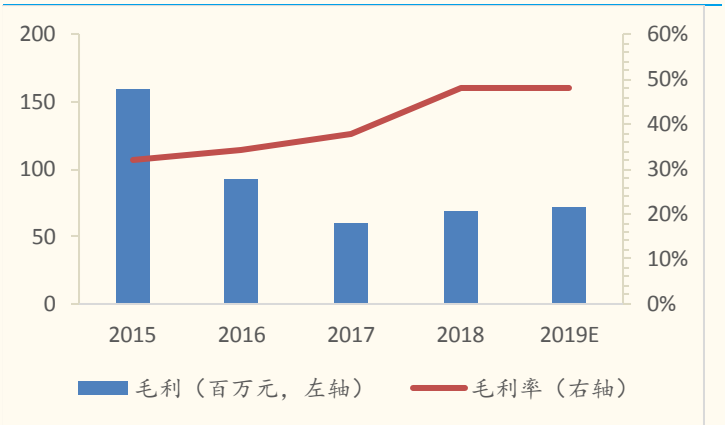
来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：2015-2019 年公司地产业务营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：2015-2019 年公司地产业务毛利及增速

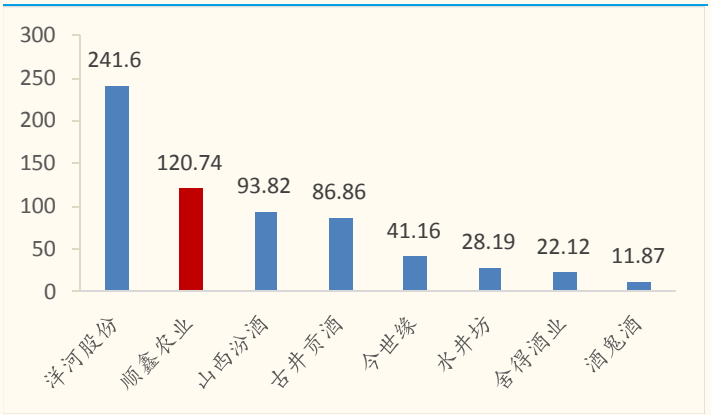


来源：公司公告，国金证券研究所

五、同行对比：各项指标趋势良好

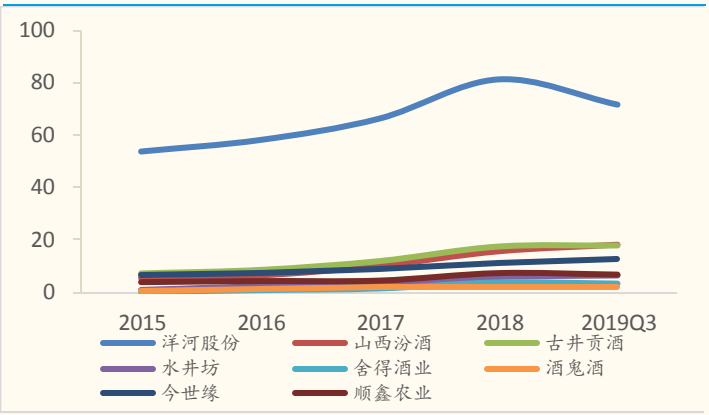
- 相比于行业集中度较高的高端和次高端白酒行业，低端酒行业集中度较低。随着消费升级趋势，地产酒也逐渐退出低端酒市场。2017 年以来，光瓶酒市场规模整体增速有望维持在 20%左右，牛栏山龙头地位凸显，市占率稳步提升，加速扩张。2018 年，公司收入规模达到 120.74 亿元，自 2016 年以来持续突破百亿元，仅次于贵州茅台、五粮液、洋河股份，成功超越山西汾酒、古井贡酒、今世缘等次高端酒企。我们主要选取 7 家主要白酒上市公司（洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒）进行对比分析。

图表 28：2018 年中低端白酒上市公司营收对比



来源：Wind，国金证券研究所

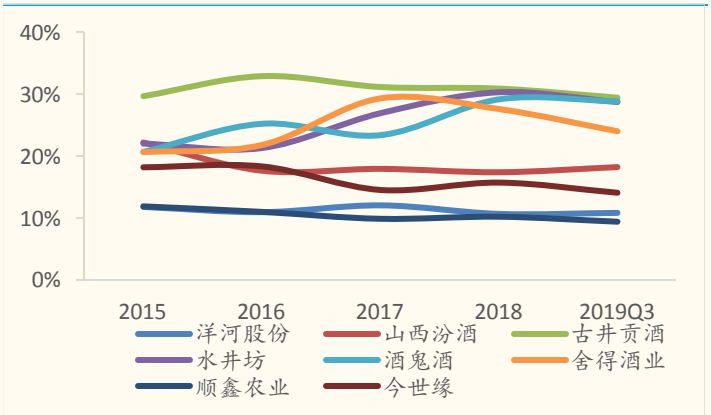
图表 29：2015-2019Q3 中低端白酒上市公司净利润对比



来源：Wind，国金证券研究所

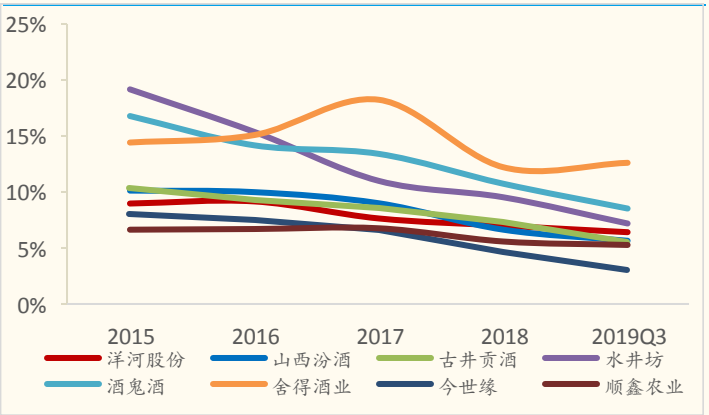
■ **销售费用率、管理费用率维持降低趋势，且处于行业较低水平。**从费用端来看，公司销售费用率、管理费用率均处于行业较低水平。公司销售费用率从 15 年的 11.82%下降至 2019Q3 的 9.33%，在 8 家酒企中处于最低位。2016 年以来，公司外埠市场扩张成效显著，同时随着收入规模提升，广告费用占比逐渐降低。管理费用率从 15 年的 6.69%下降至 2019Q3 的 5.33%，在 8 家酒企中也处于最低位，费用投放效率显著提升。

图表 30：2015-2019Q3 中低端白酒公司销售费用率对比



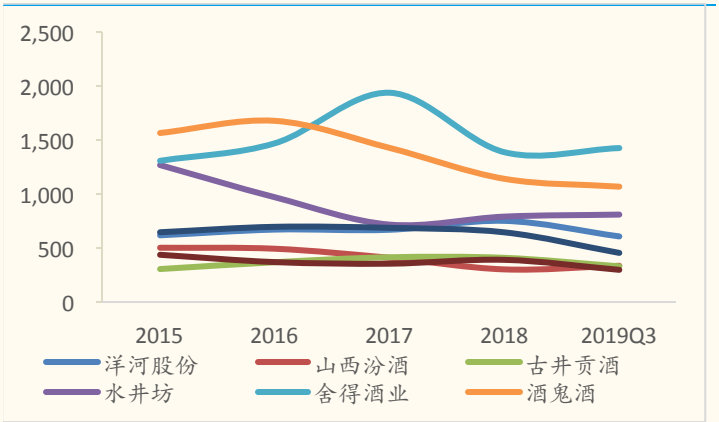
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：2015-2019Q3 中低端白酒公司管理费用率对比



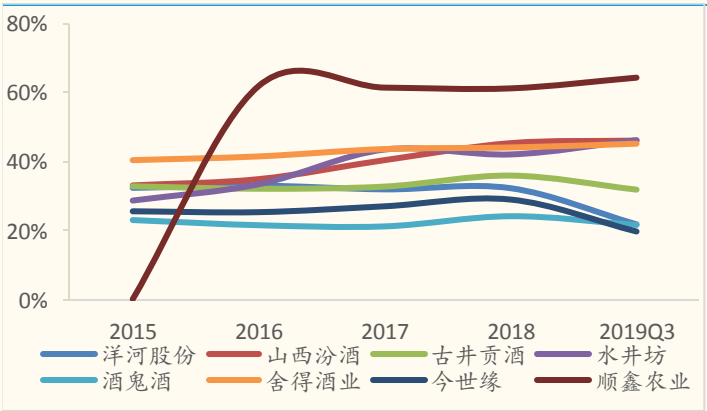
来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：2015-2019Q3 中低端白酒公司存货周转天数对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：2015-2019Q3 中低端白酒公司资产负债率对比



来源：Wind，国金证券研究所

六、投资建议

- **“高性价比+渠道利润高+全国品牌”护航牛栏山长期发展。**顺鑫农业的前身是历史悠久的牛栏山酒厂，于 1998 年在深交所上市。牛栏山产品“性价比”较高，终端价格略有提升情况下，跟竞品比依旧具有较强竞争优势。牛栏山二锅头作为京酒的代表，已有八百多年的历史，“正宗二锅头，地道北京味”的品牌诉求深入人心。牛栏山的一批商、终端毛利率高于红星、老村长等竞品，保证渠道有动力推广牛栏山。

- **牛栏山未来发展空间来自两方面：一是全国扩张，深耕北京市场，外埠市场实现高增长。**2019 年牛栏山来自北京市场的销售占比约为 23%，而外埠市场销售占比已增至 77%，已拥有亿级市场约 22 个。2020 年步入“后百亿”时代，重点打造“京津冀发展区+长三角地区+珠三角地区”三大战略发展区，外埠市场目标增速均 20%以上，全国化布局加速。**二是集中度提升，牛栏山渠道利润丰厚+大单品规模效应+成本控制领先。**牛栏山、老村长和红星的市占率分别为 6.20%、4.13%和 1.38%，整体集中度较低。对比竞争对手，牛栏山渠道利润丰厚，品牌产品力强，且成本控制领先。我们预计，牛栏山凭借渠道下沉壁垒、自然动销模式，持续收割竞品的市场份额。

- 预计 2019-2021 年收入 144.60/167/07/202.12 亿元，同比+19.76%/15.54%/20.98%，归母净利 9.64/12.27/16.17 亿元，同比+29.58%/27.24%/31.79%，对应 EPS 分别为 1.30 元/1.65 元/2.18 元。给予公司 2021 年 31 倍 PE，目标价为 77 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 34：产品结构拆分

年份	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
白酒业务						
营业收入（百万元）	5,204	6,451	9,282	12,181	14,858	18,647
高档酒	835	835	1,119	1,265	1,379	1,654
YOY	5.0%	0.0%	34.0%	13.0%	9.0%	20.0%
中档酒	837	837	1,288	1,778	2,053	2,572
YOY	5.0%	0.0%	54.0%	38.0%	15.5%	25.2%
低档酒	3,500	4,763	6,859	9,122	11,410	14,405
YOY	15.7%	36.1%	44.0%	33.0%	25.1%	26.3%
销量（吨）						
高档酒	5,825	5,825	7,805	8,820	9,613	11,536
YOY	5%	0%	34%	13%	9%	20%
中档酒	19,098	19,098	29,411	40,588	44,646	55,362
YOY	5%	0%	54%	38%	10%	24%
低档酒	308,498	404,369	582,291	774,448	913,848	114,2310
YOY	15%	31%	44%	33%	18%	25%
价格（万元/吨）						
高档酒	14	14	14	14	15	15
中档酒	4	4	4	4	5	5
低档酒	1	1	1	1	1	1
猪肉业务						
营业收入（百万元）	3,758	3,214	2,447	1,924	1,592	1,397
YoY	35.23%	-14.48%	-23.86%	-21.38%	-20.00%	-12.24%
毛利率	5.06%	5.60%	7.26%	6.42%	5.93%	5.81%
房地产业务						
营业收入（百万元）	272	162	145	155	157	168
YoY	-45.71%	-42.00%	-10.00%	6.90%	1.29%	7.01%

毛利率	34.19%	38.89%	37.00%	36.00%	35.00%	34.00%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价	总市值	EPS（元/股）				PE（倍）				PB（倍）	EPS CAGR	PEG
		（元）	（亿元）	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	2018E	（%）	（倍）
600519.SZ	贵州茅台	1226.00	14318.02	28.02	33.28	39.06	46.29	21	34	29	25	11	18.2	2.2
000858.SZ	五粮液	128.82	4561.67	3.45	4.51	5.46	6.49	15	26	22	18	7	23.4	0.9
000568.SZ	泸州老窖	78.33	1088.31	2.38	3.21	4.00	4.86	17	23	19	15	6	26.9	0.7
002304.SZ	洋河股份	89.76	1374.52	5.38	5.47	5.88	6.55	17	17	16	14	4	6.8	-2.4
000596.SZ	古井贡酒	127.3	546.95	3.37	4.61	5.16	5.94	38	28	25	22	7	20.8	0.9
000799.SZ	酒鬼酒	32.23	102.45	0.69	0.89	1.35	1.88	47	37	24	17	5	39.7	1.3
603589.SH	口子窖	41.09	247.14	2.55	3.04	3.53	4.09	17	14	12	10	4	17.1	0.8
600809.SH	山西汾酒	97.45	788.12	1.69	2.32	2.86	3.41	54	39	32	27	11	26.4	1.0
600702.SH	舍得酒业	23.30	79.04	1.01	1.15	1.45	1.76	24	21	17	14	3	20.3	0.7
600779.SH	水井坊	45.04	216.13	1.19	1.57	1.97	2.4	38	29	23	19	12	26.3	0.8
603369.SH	今世缘	28.72	388.14	0.92	1.18	1.39	1.8	35	27	23	18	5	25.1	1.0
平均								**29**	**27**	**22**	**18**	**7**	**22.8**	**0.7**
中值								**24**	**27**	**23**	**18**	**6**	**23.4**	**0.9**
000860.SZ	**顺鑫农业**	**60.31**	**438.01**	**1.30**	**1.42**	**1.92**	**2.48**	**24**	**42**	**31**	**24**	**6**	**23.0**	**1.0**

来源：Wind，国金证券研究所（注：市盈率以 2020 年 4 月 19 日收盘价计算）

七、风险提示

- **宏观经济下行的风险：**高端白酒消费受宏观经济影响较大，若整体经济下行，消费疲软，预计会对公司业绩造成一定的冲击。
- **省外市场拓展不及预期风险：**省外市场强势地产酒品牌及全国性白酒品牌瓜分市场份额，省外市场拓展还需公司加大对产品、品牌营销、渠道建设方面加大资源投入，预计若拓展不成功会影响公司业绩。
- **产业政策风险：**随着国家对酒行业监管力度的不断提升，行业存在一定的产业政策风险。存在公司不能适应行业发展的新趋势，根据政策变化及时对生产及营销策略进行调整和完善，从而影响公司业绩的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	**11,197**	**11,734**	**12,074**	**14,460**	**16,707**	**20,212**
增长率		4.8%	2.9%	19.8%	15.5%	21.0%
主营业务成本	-7,330	-7,753	-7,250	-8,463	-9,173	-10,719
%销售收入	65.5%	66.1%	60.0%	58.5%	54.9%	53.0%
毛利	3,868	3,980	4,825	5,997	7,534	9,494
%销售收入	34.5%	33.9%	40.0%	41.5%	45.1%	47.0%
营业税金及附加	-1,279	-1,293	-1,600	-1,909	-2,339	-2,931
%销售收入	11.4%	11.0%	13.3%	13.2%	14.0%	14.5%
销售费用	-1,223	-1,150	-1,224	-1,591	-1,971	-2,486
%销售收入	10.9%	9.8%	10.1%	11.0%	11.8%	12.3%
管理费用	-756	-800	-681	-868	-1,169	-1,415
%销售收入	6.8%	6.8%	5.6%	6.0%	7.0%	7.0%
研发费用	0	0	-14	-29	-67	-81
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%
息税前利润（EBIT）	609	738	1,306	1,601	1,988	2,581
%销售收入	5.4%	6.3%	10.8%	11.1%	11.9%	12.8%
财务费用	-256	-158	-144	-140	-150	-170
%销售收入	2.3%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
资产减值损失	9	-36	-41	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	10	10	10
投资收益	186	95	1	0	0	0
%税前利润	34.2%	14.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	548	638	1,063	1,421	1,808	2,381
营业利润率	4.9%	5.4%	8.8%	9.8%	10.8%	11.8%
营业外收支	-4	-1	-3	-3	-3	-3
税前利润	545	637	1,059	1,418	1,805	2,378
利润率	4.9%	5.4%	8.8%	9.8%	10.8%	11.8%
所得税	-120	-195	-331	-454	-577	-761
所得税率	22.0%	30.6%	31.3%	32.0%	32.0%	32.0%
净利润	425	442	728	964	1,227	1,617
少数股东损益	12	4	-16	0	0	0
归属于母公司的净利润	**413**	**438**	**744**	**964**	**1,227**	**1,617**
净利率	3.7%	3.7%	6.2%	6.7%	7.3%	8.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	425	442	728	964	1,227	1,617
少数股东损益	12	4	-16	0	0	0
非现金支出	222	289	301	316	339	351
非经营收益	31	87	199	255	245	278
营运资金变动	331	1,652	1,947	-669	402	97
经营活动现金净流	**1,008**	**2,471**	**3,175**	**866**	**2,212**	**2,344**
资本开支	-376	-205	-236	-666	-299	-289
投资	411	113	0	-410	-10	0
其他	0	1	1	0	0	0
投资活动现金净流	**35**	**-91**	**-235**	**-1,076**	**-309**	**-289**
股权募资	1,000	0	0	-1,000	0	0
债权募资	-946	-9	-1,447	1,941	-463	-12
其他	-455	-415	-417	-405	-460	-501
筹资活动现金净流	**-401**	**-423**	**-1,864**	**536**	**-922**	**-513**
现金净流量	**642**	**1,957**	**1,077**	**326**	**981**	**1,541**

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,139	5,096	6,172	6,498	7,479	9,021
应收款项	391	431	323	404	471	576
存货	7,799	7,817	8,213	8,927	9,550	11,012
其他流动资产	771	496	612	654	629	614
流动资产	13,100	13,841	15,321	16,483	18,129	21,223
%总资产	73.5%	75.2%	77.2%	77.3%	79.1%	81.9%
长期投资	130	90	89	109	129	139
固定资产	3,554	3,483	3,384	3,468	3,390	3,288
%总资产	19.9%	18.9%	17.0%	16.3%	14.8%	12.7%
无形资产	883	811	768	743	719	696
非流动资产	4,735	4,571	4,530	4,845	4,791	4,702
%总资产	26.5%	24.8%	22.8%	22.7%	20.9%	18.1%
资产总计	**17,835**	**18,412**	**19,851**	**21,328**	**22,921**	**25,925**
短期借款	3,211	3,700	2,000	3,696	3,633	3,821
应付款项	3,727	4,136	5,986	6,050	7,016	8,514
其他流动负债	771	337	770	473	574	725
流动负债	7,709	8,174	8,756	10,219	11,223	13,061
长期贷款	821	789	1,113	1,513	1,113	913
其他长期负债	2,483	2,322	2,253	2,108	2,109	2,110
负债	11,013	11,285	12,122	13,840	14,446	16,084
普通股股东权益	6,745	7,088	7,709	7,468	8,455	9,822
其中：股本	571	571	571	571	571	571
未分配利润	1,954	2,220	2,726	3,485	4,472	5,838
少数股东权益	76	39	20	20	20	20
负债股东权益合计	**17,835**	**18,412**	**19,851**	**21,328**	**22,921**	**25,925**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.723	0.768	1.304	1.300	1.654	2.180
每股净资产	11.821	12.423	13.511	10.068	11.399	13.241
每股经营现金净流	1.767	4.330	5.565	1.518	3.877	4.107
每股股利	0.190	0.250	0.330	0.360	0.420	0.440
回报率						
净资产收益率	6.12%	6.18%	9.65%	12.91%	14.51%	16.47%
总资产收益率	2.31%	2.38%	3.75%	4.52%	5.35%	6.24%
投入资本收益率	3.69%	3.75%	7.51%	7.89%	9.43%	11.19%
增长率						
主营业务收入增长率	16.18%	4.79%	2.90%	19.76%	15.54%	20.98%
EBIT增长率	-16.47%	21.05%	77.01%	22.65%	24.13%	29.87%
净利润增长率	9.65%	6.25%	69.78%	29.58%	27.24%	31.79%
总资产增长率	12.19%	3.24%	7.81%	7.44%	7.47%	13.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.5	4.3	2.5	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	382.3	367.6	403.5	385.0	380.0	375.0
应付账款周转天数	18.3	17.1	13.5	13.0	14.0	15.0
固定资产周转天数	108.1	98.9	95.2	80.9	67.6	53.7
偿债能力						
净负债/股东权益	28.25%	20.03%	-25.37%	-2.55%	-19.29%	-32.40%
EBIT利息保障倍数	2.4	4.7	9.1	11.4	13.3	15.2
资产负债率	61.75%	61.29%	61.07%	64.89%	63.02%	62.04%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	5	29
增持	0	0	0	0	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**1.00**	**1.00**	**1.22**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH