

顺鑫农业 (000860)

证券研究报告

2020年05月10日

全国化进程稳步推进，牛栏山步入后百亿时代

事件：公司发布 2019 年和 2020 年一季度业绩，19 年实现营收 149.00 亿元，同比+23.40%，归母净利润 8.09 亿元，同比+8.73%。2020Q1 实现营收 55.24 亿元，同比+15.93%，归母净利润 3.53 亿元，同比-17.64%。

白酒主业不断聚焦，全国化进程稳步推进。从收入构成来看，公司 19 年白酒实现营收 102.89 亿元（同比+10.91%），占比 69.06%，公司业务进一步向白酒主业聚焦；肉类实现营收 33.70 亿元（同比+42.28%），占比 22.62%，猪肉业绩增长较快，主因 19 年猪肉市场价大幅上涨；房地产业务收入 8.73 亿元（同比+500.97%），占比 5.86%，后续地产业务将逐步退出。报告期内公司围绕“深分销、调结构、树样板”的策略持续加快全国化进程，一方面以大商制的模式继续推动渠道下沉、提升区域效益；另一方面打造“北京+南京、长春、东莞、苏州+多个外埠市场”的“1+4+N”样本市场。19 年外埠市场实现收入 96.22 亿元（同比+29.47%），快于北京本埠市场，销售比例较去年增加 3.03pcts 至 64.58%，全国化扩张初见成效。

费用投放持续优化，成本上升及房地产亏损致利润短期承压。2019 年/2020Q1 公司实现归母净利润 8.09/3.53 亿元，同比增长 8.73%/-17.64%，利润增速低于预期，主要系毛利率水平下降。19 年/20Q1 公司毛利率同比下降 3.76/9.94pcts 至 36.20%/28.44%，净利率同比下降 0.54/2.56pcts 至 5.49%/6.44%，我们认为主因：1) 公司全国化进程中依靠低端酒提升市场份额，以及 19 年包材成本上涨拖累毛利率下滑；2) 19 年生猪价格大幅提升导致肉类屠宰成本增加；3) 房地产业务延续亏损，业务剥离不及预期。我们认为公司短期依靠中低端产品快进行全国化，长期业绩或将来源于结构升级。公司利润虽短期承压，但未来随产品结构转型升级、地产业务陆续剥离，压制利润增长的因素将逐步释放，看好公司盈利水平长期改善。

疫情下牛栏山具备刚需属性，看好公司中长期成长。公司受疫情影响较为有限：20 年节前经销商打款积极，疫情对聚饮、宴席等白酒消费场景形成较大冲击，而以自饮消费为主的牛栏山具备刚需防御属性，疫情期间终端商超反馈动销良好，外埠市场延续高增趋势。另一方面疫情或将加速行业集中度提升，目前低端酒市场规模约 2000 亿元，CR3 仅为 12%（其中牛栏山市占率约 6%），行业集中度较低。此次疫情使得一些中小酒厂面临较大资金考验，这也给了龙头企业一定的时间窗口，市场份额或向行业龙头不断集中。牛栏山作为大众酒龙头典范，有望凭借产品高性价比实现全国化扩张，不断提升市占率，引领民酒不断发展。此外，未来随着地产等业务的剥离，白酒主业利润贡献有望完全释放，公司业绩增长可期。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年实现营收 168.49/200.13/226.70 亿元，同比+13.08%/18.78%/13.28%，实现归母净利润 10.45/13.25/16.86 亿元，同比+29.09%/26.88%/27.18%，对应 EPS 分别为 1.41/1.79/2.27 元，目标价 63 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：低端酒市场竞争加剧；原材料价格波动风险；全国化扩张不及预期；食品安全风险等

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 12,074.37 | 14,900.14 | 16,849.18 | 20,013.44 | 22,670.43 |
| 增长率(%) | 2.90 | 23.40 | 13.08 | 18.78 | 13.28 |
| EBITDA(百万元) | 1,516.92 | 1,764.76 | 1,965.81 | 2,396.47 | 2,925.37 |
| 净利润(百万元) | 744.26 | 809.23 | 1,044.65 | 1,325.48 | 1,685.80 |
| 增长率(%) | 69.78 | 8.73 | 29.09 | 26.88 | 27.18 |
| EPS(元/股) | 1.00 | 1.09 | 1.41 | 1.79 | 2.27 |
| 市盈率(P/E) | 54.66 | 50.27 | 38.94 | 30.69 | 24.13 |
| 市净率(P/B) | 5.28 | 5.47 | 4.86 | 4.27 | 3.70 |
| 市销率(P/S) | 3.37 | 2.73 | 2.41 | 2.03 | 1.79 |
| EV/EBITDA | 10.45 | 21.20 | 20.32 | 15.91 | 12.73 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 食品饮料/饮料制造 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 54.84 元 |
| 目标价格 | 63 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 741.77 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 741.77 |
| A 股总市值(百万元) | 40,678.50 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 40,678.50 |
| 每股净资产(元) | 10.50 |
| 资产负债率(%) | 61.69 |
| 一年内最高/最低(元) | 65.92/38.18 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 刘畅 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110520010001 | |
| liuc@tfzq.com | |
| 吴文德 | 联系人 |
| wuwende@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《顺鑫农业-公司研究简报:主业向上确定性高，且地产预售或可加快》 2017-03-10
- 2 《顺鑫农业-公司研究简报:安全边际高，成长性确定，17 年已入战略买入区间》 2017-01-16
- 3 《顺鑫农业-季报点评:安全边际非常高，且国改加速业绩释放与估值提升弹性大》 2016-10-31



内容目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 1. 业务结构不断优化，大众名酒未来可期 | 3 |
| 1.1. 民酒龙头稳步前行，疫情或加速行业整合 | 3 |
| 1.2. 收入稳健增长，业务不断聚焦白酒主业 | 4 |
| 1.3. 利润端短期承压，看好长期盈利改善 | 7 |
| 2. 投资建议 | 8 |
| 2.1. 业务拆分与盈利预测 | 8 |
| 2.2. 投资建议 | 9 |
| 3. 风险提示 | 9 |

图表目录

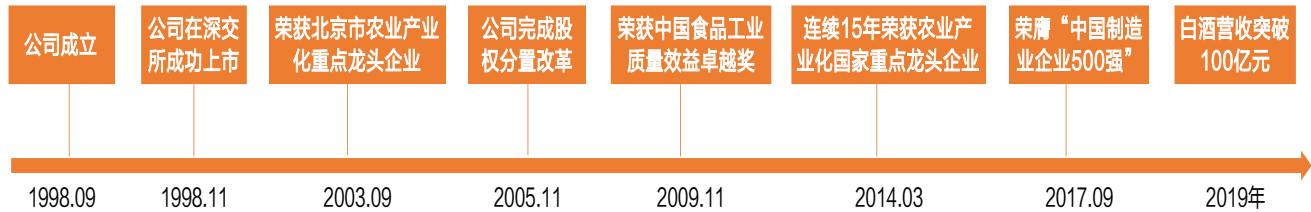
| | |
|-----------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程 | 3 |
| 图 2：公司股权结构（截止 2020Q1） | 3 |
| 图 3：公司管理层变动与业绩增长 | 4 |
| 图 4：低端白酒市场竞争格局 | 4 |
| 图 5：公司营业收入及增速 | 5 |
| 图 6：公司主营业务构成（%） | 5 |
| 图 7：公司外埠市场收入逐年提升 | 7 |
| 图 8：公司白酒产量、销量及增速 | 7 |
| 图 9：公司白酒吨价及变动 | 7 |
| 图 10：公司归母净利润及增速 | 8 |
| 图 11：公司毛利率、净利率有所下滑 | 8 |
| 图 12：公司销售、管理费用率稳中有降 | 8 |
| 图 13：公司房地产业务连续亏损 | 8 |
| | |
| 表 1：公司逐步剥离非主营业务 | 5 |
| 表 2：公司白酒产品矩阵 | 6 |
| 表 3：公司渠道建设进程 | 6 |
| 表 4：牛栏山提价时间表 | 7 |
| 表 5：公司业务拆分及盈利预测 | 9 |
| 表 6：可比公司估值情况（PE） | 9 |

1. 业务结构不断优化，大众名酒未来可期

1.1. 民酒龙头稳步前行，疫情或加速行业整合

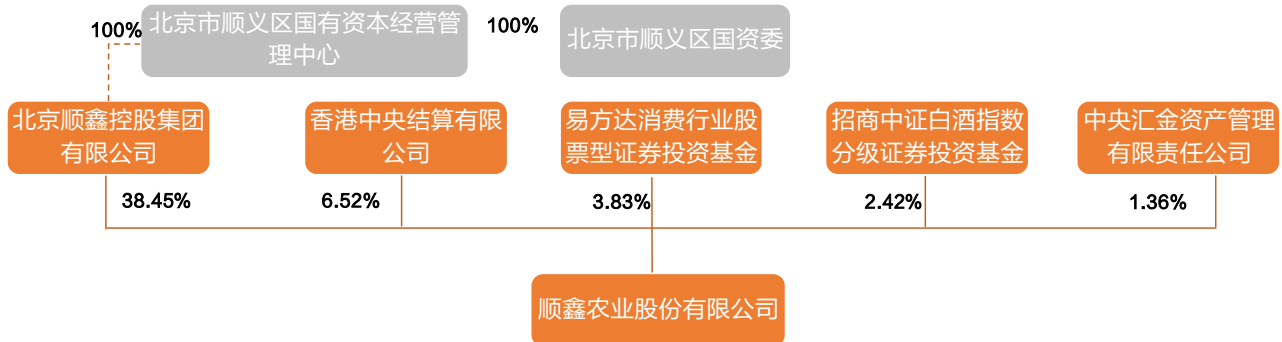
公司成立于 1998 年 9 月，是北京市第一家农业上市国有企业，其前身为北京市泰丰现代农业发展中心。公司第一大股东为北京顺鑫控股集团有限公司（20Q1 持股 38.45%），实际控制人为顺义区国资委。公司主营业务包括白酒酿造与销售、生猪养殖、屠宰及肉制品加工、房地产开发等，已形成了以白酒、猪肉为主的两大核心产业：白酒产品以“牛栏山”和“宁诚”为代表，其中“牛栏山”现已形成清香型“二锅头”和浓香型“百年”两大系列白酒，为公司白酒主打品牌，“宁诚”现主要为绵香型宁城老窖白酒，销售规模较小；公司种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工业务产品，主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。公司致力于打造“民酒”第一品牌，拥有极高的客户粘性和忠诚度，其牛栏山酒厂是北京地区保持自主酿造规模最大的白酒企业，拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”和“中国酿酒大师”等荣誉称号。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

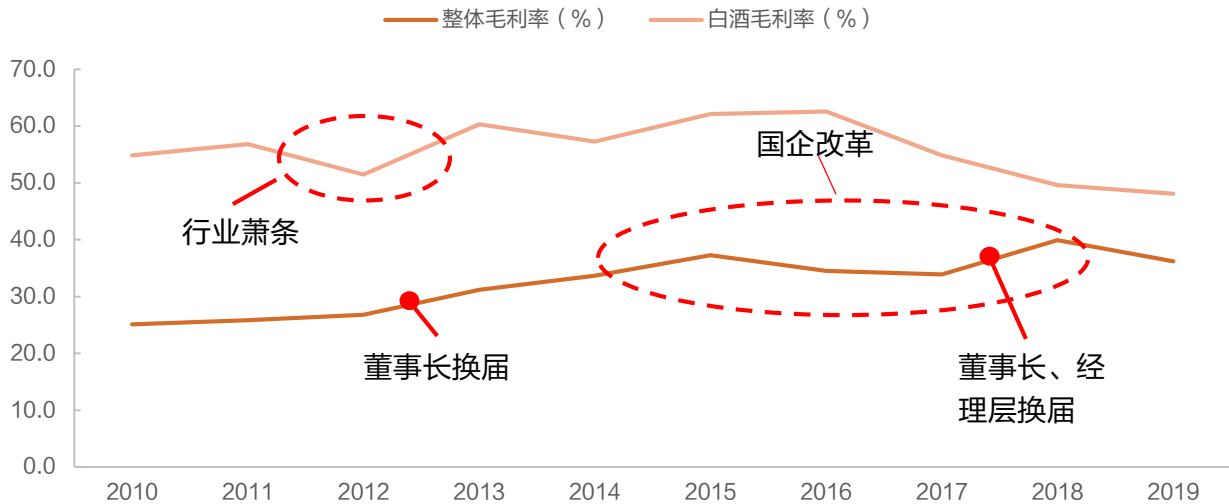
图 2：公司股权结构（截止 2020Q1）



资料来源：Wind，天风证券研究所

管理层换届彰显发展雄心，国企改革之路愈发清晰。2018 年公司历经领导层换届，前董事长王泽因工作原因辞职，原控股股东顺鑫集团党委副书记、经理李颖林接任；同时聘任顺鑫农业副总经理、董事会秘书安元芝为公司总经理，财务总监李秋生兼任副总经理，二者近年均在公司任职经验，且专业能力突出。从历史经验来看，顺鑫农业每次管理层变动都会带来公司经营战略的革新，也是暗示公司下一轮升级改革的方向。我们认为此次领导层换届将加速公司聚焦主业的发展战略，同时将增强公司经营自主性，有利于增加业务扩张的投资、并购等机会，国企改革进程有望加速。

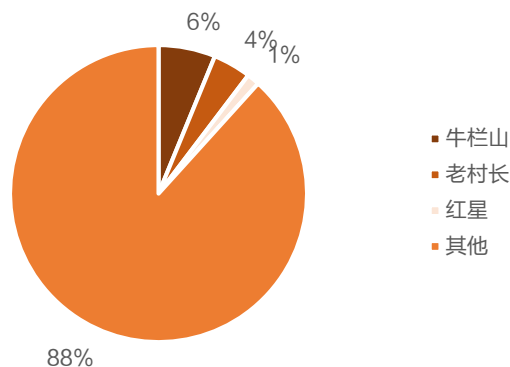
图 3：公司管理层变动与业绩增长



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

疫情影响下大众酒具备刚需属性，短期波动不改长期向好趋势。经销商节前打款积极，疫情对聚饮、宴席等白酒消费场景形成较大冲击，而以自饮消费为主的光瓶牛栏山具备刚需防御属性，疫情期间终端商超反馈动销良好，外埠市场延续高增趋势。另一方面疫情或将加速行业集中度提升，目前低端酒市场规模约 2000 亿元，CR3 仅为 12%（其中第一品牌牛栏山市占率约 6%），行业集中度较低。此次疫情使得一些中小酒厂面临较大资金考验，这也给了龙头企业一定的时间窗口，市场份额或向行业龙头不断集中。在全年“稳增长、增存量、提质量”的总基调下，牛栏山有望凭借产品高性价比、全国化扩张、渠道利润丰厚持续提升市占率，引领民酒不断发展。

图 4：低端白酒市场竞争格局

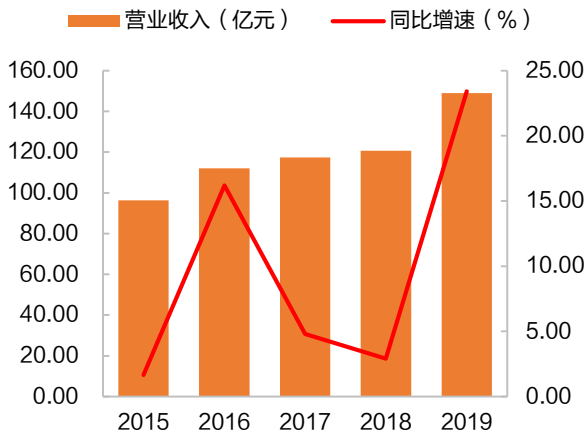


资料来源：锐观网，天风证券研究所

1.2. 收入稳健增长，业务不断聚焦白酒主业

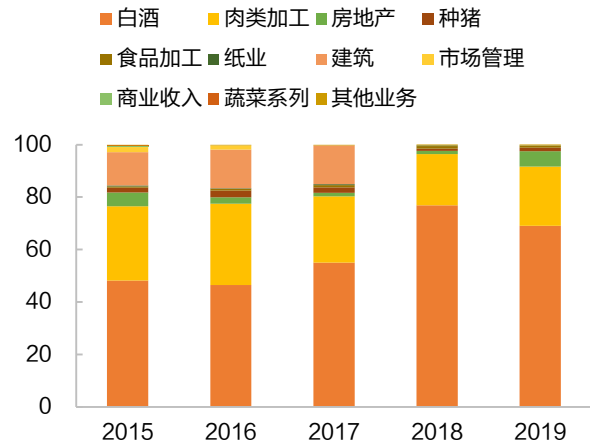
业务不断聚焦白酒主业，资产质量持续改善。公司上市以来业绩稳健增长，近 20 年间收入 CAGR 达 15.42%。2019 年公司实现营业收入 149.00 亿元（同比+23.4%），实现归母净利润 8.09 亿元（同比+8.73%）。从收入构成来看，公司三大主营业务分别为白酒、肉类加工、房地产。其中白酒为公司核心业务，19 年营收 102.89 亿元（同比+10.91%），占比 69.06%，且近年来业务结构仍不断向白酒集中；肉类加工为第二大板块，19 年实现营收 33.70 亿元（同比+42.28%），占比 22.62%，业绩主要为猪肉屠宰贡献；房地产业务收入 8.73 亿元，占比 5.86%，因其经常出现阶段性亏损，一度拖累公司业绩，近期拟作战略退出。公司自 2014 年提出“主业突出、清晰业务、同业整合、价值实现”的战略后，近年来持续优化业务结构，集中精力做强做大主营业务，陆续剥离盈利能力弱的非主营业务。随公司改革逐步推进，地产业务有望陆续剥离，未来或将持续聚焦“酒+肉”的主营方向，为业绩改善提供强有力支撑。

图 5：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司主营业务构成 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司逐步剥离非主营业务

| 时间 | 剥离资产 |
|---------|---------------------------------------|
| 2014.3 | 转让 6.4% 的顺鑫明珠参股股权 |
| 2015.1 | 转让顺鑫耘丰种业全部的资产和负债、顺鑫国际种业 100% 股权 |
| 2015.8 | 转让顺科农业技术开发分公司全部资产负债 |
| 2015.9 | 转让顺丽鑫园林绿化工程公司的 51% 股权 |
| 2015.12 | 转让顺鑫国际电子商务有限公司 100% 的股权 |
| 2016.1 | 转让顺鑫佳宇持有的顺鑫天宇 1.01% 股权、创新物流公司 100% 股权 |
| 2016.11 | 转让顺鑫石门农产品批发市场 87.08% 的股权 |
| 2017.9 | 转让顺鑫大禹水利建设工程 85.43% 股权 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

大众民酒定位凸显，牛栏山成长可期。公司白酒产品以大众名酒“牛栏山”系列为主，品牌下分清香二锅头和浓香陈酿两条产品线。公司主打“正宗二锅头，地道北京味”，牢牢抓住北京特有白酒风味这一品牌价值，精准定位于“民酒”，在大众酒市场深入人心。长期来看，我们认为结构升级+全国化扩张+放量提价是支撑公司白酒业绩增长的主要逻辑。

- ◆ **性价比优势放大品牌粘性，结构升级大势所趋。**目前公司整体产品结构仍以低端酒为主，低端酒中大单品牛二（42 度陈酿）卡位 15 元价格带，跟同价位段的竞品相比价格偏低。虽然公司产品结构阶段性下移，但品质高、单价低的高性价比策略快速得到了全国消费者认可，同时也在不断增强牛栏山的品牌粘性。在品牌影响力稳固的基础上，19 年牛栏山适时推出“珍牛”、“中国牛”、“魁盛号”等中端新产品，着力于产品结构的向上延伸。我们认为在消费升级的行业趋势下，公司未来产品结构有望持续优化，支撑长期业绩改善。

表 2: 公司白酒产品矩阵

| 产品线 | 品牌系列 | 产品名称 | 规格 | 价格 | |
|----------|-------|-----------|------------|------------|------------|
| 浓香 | 百年牛栏山 | 百年红 6 年 | 35 度 500ml | 263 元/6 瓶 | |
| | | 百年红 8 年 | 38 度 500ml | 316 元/6 瓶 | |
| | | 百年红 10 年 | 38 度 500ml | 488 元/6 瓶 | |
| | | 百年红 12 年 | 53 度 500ml | 828 元/6 瓶 | |
| | 陈酿系列 | 百年陈酿 (三牛) | 36 度 500ml | 718 元/6 瓶 | |
| | | 牛栏山陈酿 | 42 度 500ml | 688 元/6 瓶 | |
| | 珍品系列 | 牛栏山珍品 20 | 52 度 450ml | 398 元/6 瓶 | |
| | | 牛栏山珍品 30 | 46 度 500ml | 1488 元/6 瓶 | |
| | 清香 | 经典二锅头系列 | 经典二锅头 | 52 度 500ml | 458 元/瓶 |
| | | 传统二锅头系列 | 牛栏山二锅头 | 56 度 500ml | 135 元/12 瓶 |
| 牛栏山二锅头净爽 | | | 53 度 500ml | 179 元/12 瓶 | |

资料来源: 京东, 天风证券研究所

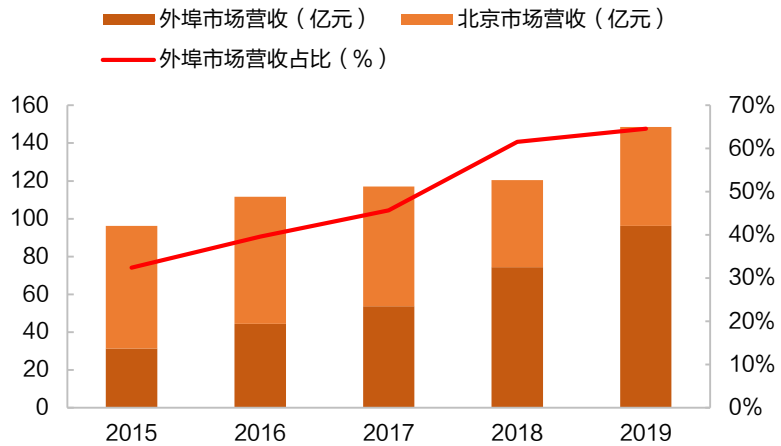
- 渠道建设日臻完善, 全国化扩张加速进行。**公司白酒业务围绕“深分销、调结构、树样板”的营销思路, 一方面以大商制的模式推动渠道下沉、提升区域效益, 另一方面进行全国化产品推广, 并着力打造“1+4+N”样板市场(即以北京为中心, 以初具样板模式的南京、长春、东莞、苏州为多核, 以未来多个外埠样板市场为多点的“一心多核多点”的标准化、规范化的样板市场格局)。2019 年公司白酒销售规模首次突破百亿, 其中外埠市场销售占比已增至 64.58%, 拥有亿元以上省级(包括直辖市)销售市场 20 余个, 全国化扩张初见成效。我们认为大众酒目前行业集中度较低、区域化竞争较激烈, 渠道下沉将是大众酒企提升市占率的关键, 随公司全国化扩张进程加快, 其市场份额有望进一步提升。

表 3: 公司渠道建设进程

| 阶段 | 状态 | 主要措施 | 效果 |
|------------------|------------|---|--|
| 第一阶段 (2004-2012) | 初步布局全国化 | 实行“一城两洲三区”的发展战略, 以农村包围城市占领根据地北京市场; 在长江三角洲, 以徐州和南京市场为重点; 在珠三角以广州为重点, 西北地区以新疆和西安为重点; 华北地区以天津为突破口。重点开发商超和餐饮渠道, 形成牛二产品在餐饮渠道的高认知和辨识度 | 2004-2012 年北京市场收入从 10.90 亿增长至 66.53 亿, 外埠市场销售收入从 8.59 亿增长至 16.45 亿 |
| 第二阶段 (2012-2015) | 奠定外埠亿级市场规模 | 从“一城两洲三区”进入“1+4+5”的发展战略, 市场布局以北京市场为核心, 将天津、保定、呼市、唐山打造成 4 亿元的市场, 将山东、河南、山西内蒙辽宁培育成 5 个省级亿元市场。 | 2013 年牛栏山营收 37.44 亿元, 同比增长 15.61%, 2014 年营收达 41.20 亿元, 同比增长 10.05%, 全力打造中国二锅头第一品牌。 |
| 第三阶段 (2015-2018) | 全国化规模初具 | 2015 年从“1+4+5”转为“2+6+2”的策略, “2”中的北京市场占据了牛栏山 1/3 的销售量。 | 2015 年销售收入突破 50 亿元, 省外增长超 70%; 2018 年已拥有亿元以上省级(包括直辖市)销售市场 22 个 |
| 第四阶段 (2019 至今) | 全国化进入新阶段 | 2019 年实行“1+4+N”样板市场策略, 打造京津冀、珠三角、长三角三大战略发展区, 全国化扩张全面展开 | 2019 年白酒营收突破百亿, 外埠地区销售增长 29.47%, 占比近 2/3 |

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

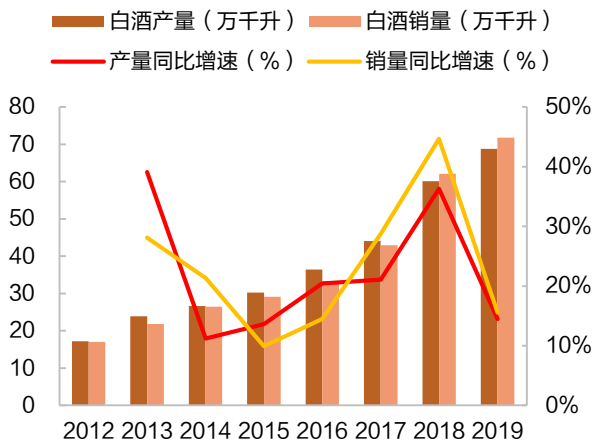
图 7：公司外埠市场收入逐年提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

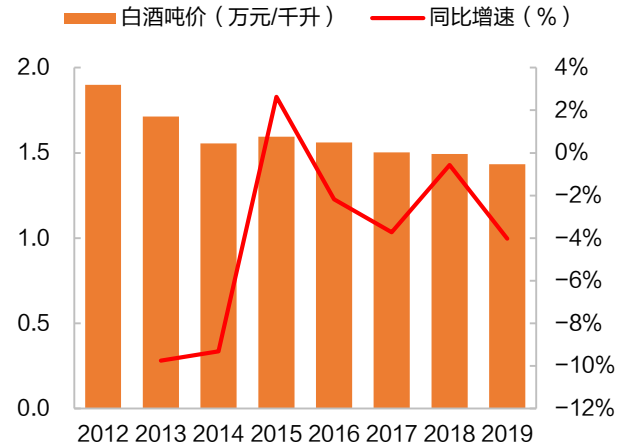
- ◆ **量价齐升空间足，或支撑长期增长。**2012-2019 年公司白酒产量、销量迅速提升，产量从 17.20 万千升增加至 68.80 万千升，销量从 17.05 万千升增加至 71.76 万千升。19 年山西吕梁生产基地挂牌成立，至此公司北京总部基地、三大外埠生产基地的布局完成，基酒生产能力的提升为白酒全国化战略推进提供了坚实的产能支撑。吨酒价格方面，2015 年来呈连续下降趋势，目前仍处于低位，符合其“民酒”的战略定位，同时也给予了公司充足的提价空间。我们认为随着空白市场不断减少，牛栏山将逐步调整低价覆盖战略，通过终端掌控力的提升、新品的推出逐渐实现整体吨价上移，行业消费升级持续背景下价格有望中长期持续提升。

图 8：公司白酒产量、销量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司白酒吨价及变动



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：牛栏山提价时间表

| 时间 | 提价措施 |
|---------|--|
| 2016.5 | 核心大单品 42 度 500ml 陈酿在原价格基础上每件（12 瓶）上调 12 元 |
| 2017.5 | 对从 100ml-5L 不同规格的产品每箱价格上调 3-8 元 |
| 2017.11 | 全线产品整体提价，根据不同产品提价 3%、4% |
| 2020.1 | 上调三牛、百年红等 7 大系列产品价格，调价幅度从每件 6-12 元、每瓶 1-10 元不等 |

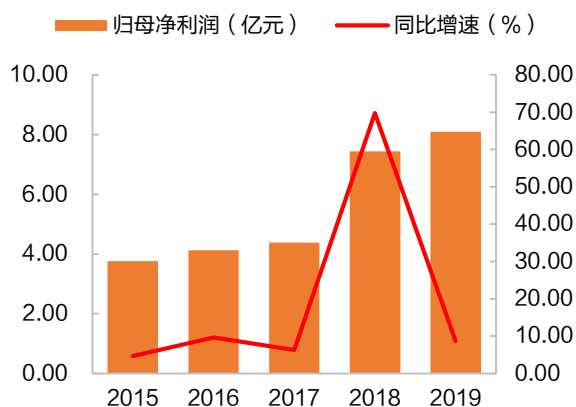
资料来源：酒业家，川酒网，云酒头条，天风证券研究所

1.3. 利润端短期承压，看好长期盈利改善

利润波动较大，毛利率、净利率有所下滑。近年来公司利润增速波动较大。19 年/20Q1

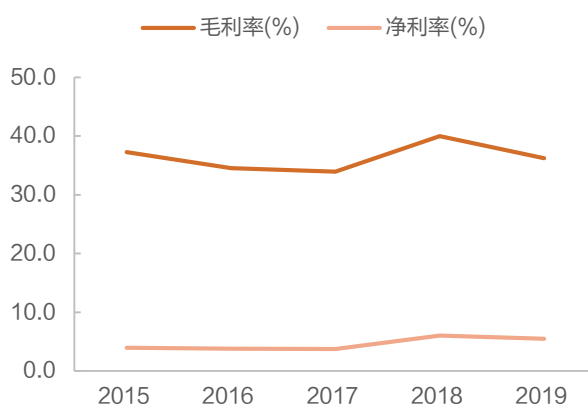
公司实现归母净利润 8.09/3.53 亿元，同比增长 8.73%/-17.64%，利润增速低于预期，主要系毛利率水平下降。19 年/20Q1 公司毛利率同比下降 3.76/9.94pcts 至 36.20%/28.44%，净利率同比下降 0.54/2.56pcts 至 5.49%/6.44%，我们认为主因：1) 公司全国化进程中依靠低端酒提升市场份额，19 年包材成本上涨拖累毛利率下滑；2) 19 年生猪价格大幅提升导致肉类屠宰成本增加；3) 房地产业绩延续亏损，业务剥离不及预期。

图 10：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

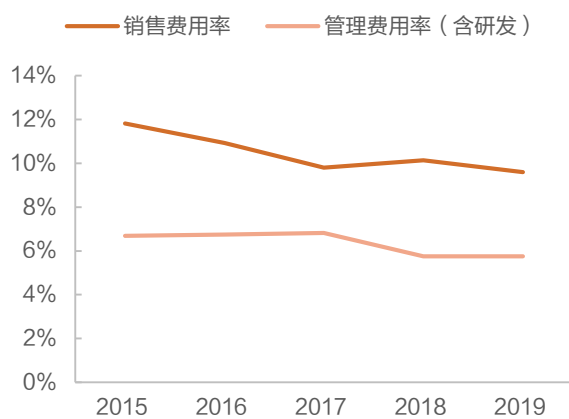
图 11：公司毛利率、净利率有所下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

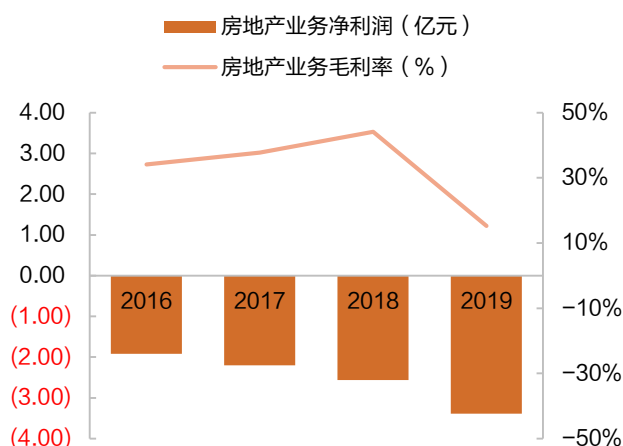
费用投放持续优化，看好长期盈利改善。19 年/20Q1 公司销售费用率同比下降 0.54/2.87pcts 至 9.60%/6.57%，管理费用率（含研发）同比下降 0.01/1.18pcts 至 5.74%/3.75%，费用管控进一步优化，或与公司优化管理结构及疫情期间销售人员差旅受限有关。我们认为公司利润虽短期承压，但未来随产品结构转型升级、地产业务陆续剥离，压制利润增长的因素将逐步释放，看好公司盈利水平长期改善。

图 12：公司销售、管理费用率稳中有降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：公司房地产业务连续亏损



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2. 投资建议

2.1. 业务拆分与盈利预测

我们假设：

1. 牛栏山具备刚需属性，疫情对公司影响有限，20-22 年收入均保持 10%以上较快增长。
2. 主营业务进一步聚焦“酒+肉”，预计销量保持快速增长：20-22 年白酒销量分别增长 5%、13.5%、8%；肉类销量增长 10%、5%、5%。同时地产业务陆续退出，对公司盈利影响逐渐降低。

3. 牛栏山延续高性价比优势,产品结构升级初见成效,20-22 年产品吨价分别增长 1%、5%、5%, 带动公司毛利率逐步上行。
4. 全国化进程稳步推进,外埠市场延续高增态势,市场占有率持续提升。

表 5: 公司业务拆分及盈利预测

| 单位: 万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 1207437.32 | 1490014.10 | 1684918.25 | 2001343.89 | 2267043.29 |
| yoy | 2.90% | 23.40% | 13.08% | 18.78% | 13.28% |
| -白酒 | 927755.92 | 1028934.54 | 1091185.08 | 1300419.82 | 1474676.07 |
| yoy | 43.82% | 10.91% | 6.05% | 19.18% | 13.40% |
| -肉类加工 | 236847.75 | 336980.83 | 444814.70 | 537113.74 | 620366.38 |
| yoy | -20.23% | 42.28% | 32.00% | 20.75% | 15.50% |
| 营业成本 | 724959.61 | 950676.21 | 1065348.09 | 1257511.42 | 1407027.43 |
| yoy | -6.50% | 31.14% | 12.06% | 18.04% | 11.89% |
| 毛利率 | 39.96% | 36.20% | 36.77% | 37.17% | 37.94% |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 投资建议

长期来看,公司牛栏山全国性品牌优势突出,渠道资源整合及经销商合作理念领先行业,未来将充分受益光瓶酒市场头部集中,产品结构升级以及全国化扩张趋势带来的高质量增长。我们预计公司 2020-2022 年实现营收 168.49/200.13/226.70 亿元,同比 +13.08%/18.78%/13.28%, 实现归母净利润 10.45/13.25/16.86 亿元,同比 +29.09%/26.88%/27.18%, 对应 EPS 分别为 1.41/1.79/2.27 元。根据可比公司估值法,考虑到公司牛栏山属于大众酒,具备一定快消品属性,给予公司 21 年 PE 35x, 目标价 63 元,首次覆盖,给予公司“买入”评级。

表 6: 可比公司估值情况 (PE)

| 公司代码 | 公司名称 | 收盘价 | | PE | | | |
|--------|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2020/5/8 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 600519 | 贵州茅台 | 1314.61 | 23.29 | 36.31 | 34.80 | 29.10 | 25.18 |
| 000596 | 古井贡酒 | 140.24 | 16.91 | 31.38 | 30.22 | 24.62 | 20.81 |
| 600809 | 山西汾酒 | 108.35 | 21.64 | 41.17 | 38.79 | 31.30 | 26.72 |
| 603288 | 海天味业 | 108.72 | 45.05 | 57.28 | 55.90 | 47.32 | 40.27 |
| 600872 | 中炬高新 | 51.01 | 40.16 | 46.98 | 47.53 | 38.38 | 31.83 |
| 600600 | 青岛啤酒 | 55.36 | 31.54 | 36.11 | 38.30 | 31.51 | 26.72 |
| | 行业平均 | | 26.72 | 41.54 | 39.92 | 33.09 | 28.24 |

资料来源: Wind 一致预期, 天风证券研究所

3. 风险提示

低端酒市场竞争加剧: 行业竞争恶化将影响公司生产经营。

原材料价格波动风险: 上游包材、猪肉价格上涨均会影响相应业务盈利水平。

全国化扩张不及预期: 全国化扩张进程受限将对公司中长期业绩增长造成困扰。

食品安全风险: 若出现食品安全事件将对行业产业链上下游及公司经营造成重大负面影响。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 6,172.39 | 8,078.53 | 8,424.59 | 10,006.72 | 11,335.22 |
| 应收票据及应收账款 | 297.84 | 584.46 | 435.42 | 752.46 | 600.95 |
| 预付账款 | 180.72 | 221.98 | 435.95 | 229.55 | 506.98 |
| 存货 | 8,213.05 | 8,159.82 | 10,483.77 | 13,339.40 | 11,830.93 |
| 其他 | 456.71 | 512.00 | 444.87 | 473.84 | 497.06 |
| 流动资产合计 | 15,320.72 | 17,556.80 | 20,224.60 | 24,801.97 | 24,771.13 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 2.00 | 2.00 |
| 固定资产 | 3,126.68 | 3,005.37 | 2,830.81 | 2,619.65 | 2,366.88 |
| 在建工程 | 235.08 | 285.53 | 191.74 | 144.84 | 121.39 |
| 无形资产 | 751.03 | 730.88 | 691.55 | 651.68 | 611.80 |
| 其他 | 417.33 | 442.98 | 369.28 | 385.08 | 383.90 |
| 非流动资产合计 | 4,530.11 | 4,464.76 | 4,083.37 | 3,803.24 | 3,485.97 |
| 资产总计 | 19,850.83 | 22,021.56 | 24,307.98 | 28,605.21 | 28,257.10 |
| 短期借款 | 2,000.00 | 3,200.00 | 4,360.38 | 5,236.17 | 5,304.50 |
| 应付票据及应付账款 | 258.37 | 268.61 | 982.76 | 52.66 | 1,144.40 |
| 其他 | 6,497.44 | 8,569.22 | 7,822.36 | 11,493.62 | 8,611.94 |
| 流动负债合计 | 8,755.81 | 12,037.83 | 13,165.50 | 16,782.45 | 15,060.84 |
| 长期借款 | 1,113.01 | 1,855.80 | 2,040.48 | 1,434.28 | 1,441.64 |
| 应付债券 | 1,098.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1,154.80 | 667.66 | 703.56 | 842.01 | 737.74 |
| 非流动负债合计 | 3,366.28 | 2,523.46 | 2,744.04 | 2,276.29 | 2,179.38 |
| 负债合计 | 12,122.10 | 14,561.29 | 15,909.53 | 19,058.74 | 17,240.23 |
| 少数股东权益 | 19.64 | 27.53 | 26.86 | 21.73 | 25.48 |
| 股本 | 570.59 | 741.77 | 741.77 | 741.77 | 741.77 |
| 资本公积 | 2,798.50 | 2,627.32 | 2,627.32 | 2,627.32 | 2,627.32 |
| 留存收益 | 6,138.51 | 6,720.97 | 7,629.82 | 8,782.98 | 10,249.63 |
| 其他 | (1,798.50) | (2,657.32) | (2,627.32) | (2,627.32) | (2,627.32) |
| 股东权益合计 | 7,728.74 | 7,460.27 | 8,398.44 | 9,546.48 | 11,016.87 |
| 负债和股东权益总 | 19,850.83 | 22,021.56 | 24,307.98 | 28,605.21 | 28,257.10 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 728.09 | 818.38 | 1,044.65 | 1,325.48 | 1,685.80 |
| 折旧摊销 | 259.89 | 249.35 | 273.51 | 276.36 | 276.56 |
| 财务费用 | 190.99 | 181.63 | 177.57 | 204.45 | 198.52 |
| 投资损失 | (1.15) | (11.15) | (10.00) | (10.00) | (10.00) |
| 营运资金变动 | 2,998.14 | (812.46) | (2,111.58) | 360.59 | (917.46) |
| 其它 | (1,000.52) | 878.84 | (0.67) | (5.13) | 3.75 |
| 经营活动现金流 | 3,175.44 | 1,304.60 | (626.52) | 2,151.75 | 1,237.17 |
| 资本支出 | (744.65) | 636.81 | (70.08) | (160.02) | 64.73 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 2.00 | 0.00 |
| 其他 | 510.09 | (742.42) | 119.26 | 194.60 | (10.20) |
| 投资活动现金流 | (234.56) | (105.61) | 49.18 | 36.57 | 54.53 |
| 债权融资 | 4,211.48 | 6,829.44 | 8,036.21 | 7,806.78 | 8,261.25 |
| 股权融资 | (130.05) | (1,141.37) | (133.98) | (190.86) | (184.93) |
| 其他 | (5,945.66) | (4,980.92) | (6,978.84) | (8,222.11) | (8,039.53) |
| 筹资活动现金流 | (1,864.23) | 707.15 | 923.39 | (606.20) | 36.80 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,076.65 | 1,906.14 | 346.06 | 1,582.13 | 1,328.50 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 12,074.37 | 14,900.14 | 16,849.18 | 20,013.44 | 22,670.43 |
| 营业成本 | 7,249.60 | 9,506.76 | 10,653.48 | 12,575.11 | 14,070.27 |
| 营业税金及附加 | 1,600.34 | 1,709.84 | 1,920.81 | 2,241.51 | 2,493.75 |
| 营业费用 | 1,223.80 | 1,430.17 | 1,634.37 | 1,961.32 | 2,210.37 |
| 管理费用 | 680.80 | 838.46 | 943.55 | 1,120.75 | 1,269.54 |
| 研发费用 | 14.31 | 18.22 | 20.22 | 24.02 | 27.20 |
| 财务费用 | 143.64 | 124.96 | 177.57 | 204.45 | 198.52 |
| 资产减值损失 | 41.07 | (93.64) | (5.55) | (19.37) | (39.52) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 1.15 | 11.15 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他 | 56.83 | 168.31 | (20.00) | (20.00) | (20.00) |
| 营业利润 | 1,062.85 | 1,185.90 | 1,514.73 | 1,915.65 | 2,450.30 |
| 营业外收入 | 0.12 | 0.37 | 0.21 | 0.23 | 0.27 |
| 营业外支出 | 3.55 | 1.54 | 1.93 | 2.34 | 1.94 |
| 利润总额 | 1,059.42 | 1,184.73 | 1,513.01 | 1,913.54 | 2,448.63 |
| 所得税 | 331.33 | 366.34 | 469.03 | 593.20 | 759.07 |
| 净利润 | 728.09 | 818.38 | 1,043.98 | 1,320.35 | 1,689.55 |
| 少数股东损益 | (16.17) | 9.16 | (0.67) | (5.13) | 3.75 |
| 归属于母公司净利润 | 744.26 | 809.23 | 1,044.65 | 1,325.48 | 1,685.80 |
| 每股收益(元) | 1.00 | 1.09 | 1.41 | 1.79 | 2.27 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 2.90% | 23.40% | 13.08% | 18.78% | 13.28% |
| 营业利润 | 66.69% | 11.58% | 27.73% | 26.47% | 27.91% |
| 归属于母公司净利润 | 69.78% | 8.73% | 29.09% | 26.88% | 27.18% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 39.96% | 36.20% | 36.77% | 37.17% | 37.94% |
| 净利率 | 6.16% | 5.43% | 6.20% | 6.62% | 7.44% |
| ROE | 9.65% | 10.89% | 12.48% | 13.92% | 15.34% |
| ROIC | 10.09% | 16.90% | 20.23% | 19.13% | 26.24% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 61.07% | 66.12% | 65.45% | 66.63% | 61.01% |
| 净负债率 | -25.37% | -16.74% | -4.62% | -23.04% | -27.90% |
| 流动比率 | 1.75 | 1.46 | 1.54 | 1.48 | 1.64 |
| 速动比率 | 0.81 | 0.78 | 0.74 | 0.68 | 0.86 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 34.29 | 33.78 | 33.04 | 33.70 | 33.50 |
| 存货周转率 | 1.51 | 1.82 | 1.81 | 1.68 | 1.80 |
| 总资产周转率 | 0.63 | 0.71 | 0.73 | 0.76 | 0.80 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.00 | 1.09 | 1.41 | 1.79 | 2.27 |
| 每股经营现金流 | 4.28 | 1.76 | -0.84 | 2.90 | 1.67 |
| 每股净资产 | 10.39 | 10.02 | 11.29 | 12.84 | 14.82 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 54.66 | 50.27 | 38.94 | 30.69 | 24.13 |
| 市净率 | 5.28 | 5.47 | 4.86 | 4.27 | 3.70 |
| EV/EBITDA | 10.45 | 21.20 | 20.32 | 15.91 | 12.73 |
| EV/EBIT | 12.38 | 24.62 | 23.61 | 17.98 | 14.06 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |