

证券研究报告—深度报告

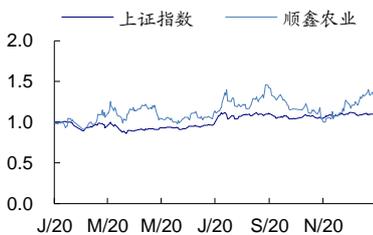
食品饮料

饮料

顺鑫农业(000860)
买入

合理估值: 78.74-91.01 元 昨收盘: 72.54 元 (维持评级)

2021年01月03日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	742/742
总市值/流通(百万元)	53,808/53,808
上证综指/深圳成指	3,473/14,471
12个月最高/最低(元)	79.00/44.00

相关研究报告:

《顺鑫农业-000860-2020 三季报点评: 费用增加致业绩超预期, 中长期成长逻辑仍在》——2020-11-02

《顺鑫农业-000860-2020 年中报点评: Q2 白酒收入略超预期, 下半年向好确定性高》——2020-08-29

《顺鑫农业-000860-2019 年三季报点评: 白酒稳健增长, 多因素致利润承压》——2019-10-28

《顺鑫农业-000860-2019 年中报: 业绩超预期, 牛栏山持续发力》——2019-08-26

《顺鑫农业-000860-2019 年一季报: 聚焦肉肉主业, 外埠市场持续发力》——2019-04-29

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

证券分析师: 熊鹏

电话: 021-60875164
 E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告
短中长逻辑清晰, 牛栏山享受全方位升级
● 光瓶酒为行业大风口, 牛栏山当前独占鳌头

自饮消费意识觉醒叠加盒装酒向上升级, 光瓶酒逐步替代低端同价位盒装酒份额。预计 2020 年光瓶酒出厂规模约 700 亿元, 终端销售规模约 1200 亿元。光瓶酒当前竞争格局较为分散, CR3 仅为 25%, 牛栏山白酒销售规模超百亿稳居龙头位置, 剩余份额主要被低端地产酒占据, 行业集中度正持续提升。

● “优秀管理层+专注光瓶酒+高性价比+高渠道利润”为核心竞争力

公司管理层年富力强, 战略执行力较好, 将公司白酒收入从 02 年不到 2 亿逐步发展到当前过百亿。牛栏山为唯一专注光瓶酒的上市公司, 依靠在同价位带较高的性价比持续挤压竞品份额, 同时高渠道利润深度绑定经销商以实现全国范围的快速扩张, 19 年在全国过亿规模省份达 25 个左右, 全国化初步完成。

● 短期逻辑: “动销边际改善+提价”助力业绩逐步向好

公司省外以中低端产品为主, 销售情况较好规模增速快, 北京则主要为中高端产品销售, 北京地区销售的波动对公司业绩影响较大。20 年受疫情影响北京地区白酒销售规模预计同比下滑 15%-20%, 直接拖累公司收入利润, 假设 21 年销售正常恢复, 北京中高端酒恢复之下白酒产品结构将明显改善, 同时叠加提价效应以及五五规划第一年开门红等因素, 公司明年业绩有望大幅改善。

● 中长期逻辑: “集中度提升+全方位结构升级”持续贡献业绩增长

牛栏山当前成功卡位 15 元 (白牛二) --25 元 (精制) --40 元 (珍品) --58 元 (牛大) --70 元 (土豪金) --128 元 (马尔斯绿) --198 元 (40 年) 等多个价格带, 是最专注做光瓶酒的上市公司。白牛二为公司基本盘, 其他升级产品为增量空间, 当前基本盘在全国化的扩张仍有较大空间, 升级产品低基数高毛利, 公司已大力培育 2-3 年, 部分地区已逐步出现成效。我们认为在基本盘稳定的情况下, 升级产品依靠比同档次竞品更好的品牌、品质和渠道利润, 将持续放量并带动公司收入利润稳步上行。

● 维持“推荐”评级

考虑提价效应以及结构改善, 我们上调 2020-2022 年每股收益至 0.92/1.49/1.89 元, 利润增速分别为 -15.8%/62.6%/26.7%, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 全国化扩张不及预期, 产品结构升级不及预期
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,074	14,900	16,228	18,177	20,263
(+/-%)	2.9%	23.4%	8.9%	12.0%	11.5%
净利润(百万元)	744	809	681	1108	1403
(+/-%)	69.8%	8.7%	-15.8%	62.6%	26.7%
摊薄每股收益(元)	1.30	1.09	0.92	1.49	1.89
EBIT Margin	10.9%	9.5%	6.3%	10.3%	11.2%
净资产收益率(ROE)	9.7%	10.9%	8.8%	13.3%	15.6%
市盈率(PE)	24.5	48.3	78.8	48.7	38.4
EV/EBITDA	27.9	33.3	48.6	30.1	25.9
市净率(PB)	4.07	5.48	6.63	6.20	5.73

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司所处光瓶酒行业快速增长，公司为领先龙头且增速快于行业。依靠高于竞品的性价比公司核心产品市占率持续提升，同时升级产品高举高打模式下有望带动公司业绩稳步增长。考虑提价效应以及结构改善，我们上调 2020-2022 年每股收益至 0.92/1.49/1.89 元，利润增速分别为-15.8%/62.6%/26.7%，未来一年合理估值区间为 78.74-91.01 元，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，光瓶酒行业稳定增长，持续抢占盒装酒份额，公司作为龙头增速领先行业。我们估算公司白酒业务未来 5 年收入复合增速位 10%以上。

第二，全国化扩张逐步进入收获期，集中度提升会加快演绎。

第三，产品结构升级在成熟地区具有标杆效应，其他地区在逐步导入升级产品后规模将持续增长。

与市场的差异之处

第一，市场认为公司当前在光瓶酒行业市占率较高，我们认为，对标其他快消品行业龙头来说公司市占率仍有较大提升空间。

第二，市场认为公司产品升级过程中面临的竞争对手较多且较强，后续升级阻力较大。我们认为当前其他上市公司主要精力资源均投放在向上升级方面，低端光瓶酒市场专注度以及资源倾斜力度不够，公司有望依靠较高性价比以及较好的消费者粘性顺利实现产品升级。

股价变化的催化因素

第一，前三季度受疫情影响，公司业绩略低于市场预期，四季度后终端动销恢复向好，升级产品培育逐步恢复正常，产品结构改善有望贡献净利率提升。

第二，北京市场恢复有望助力利润高增。上半年尤其是一季度受疫情影响公司北京地区销售规模下滑 30%-40%，随着消费场景恢复，预计明年北京地区有望迎来恢复性增长。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，费用投放力度超预期；

第二，全国化扩张进度低预期；

第三，产品结构升级低预期。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 78.74-88.47 元/股.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值: 80.90-91.01 元/股.....	7
投资建议.....	7
光瓶酒为白酒行业大风口, 牛栏山当前独占鳌头	8
光瓶酒消费偏刚性, 主流价格带近年来不断提升.....	8
光瓶酒终端销售规模超千亿, 正逐步替代盒装酒份额.....	9
行业竞争激烈集中度较低, 牛栏山百亿规模一马当先.....	10
优秀管理层+专注光瓶酒+高性价比+高渠道利润形成公司核心竞争力	10
核心管理层稳定, 战略执行力较强.....	10
产品品牌打造同价位带最高性价比, 消费者认可度较高.....	12
大商制快速开拓市场, 渠道高价差形成强推力.....	13
价格卡位较好, 持续享受主流价格带升级.....	15
成长逻辑 1: 全国化扩张初步完成, 市占率提升空间仍大	15
公司全国化扩张已初步完成, 2019 年约 25 个省份规模过亿.....	15
各地区发展程度不同, 3-5 年持续增长确定性仍高.....	16
对标其他快消品, 牛栏山市占率仍有较大提升空间.....	18
成长逻辑 2: 公司以白牛二基本盘切入市场, 全价格带产品升级助力结构改善	18
白牛二综合竞争优势明显, 公司基本盘稳固.....	18
全价格带产品升级+直接涨价, 白酒净利率有望持续提升.....	19
珍品陈酿跟同价位带产品属弱竞争关系, 短中期共同做大光瓶酒市场.....	21
其他业务: 地产逐步剥离, 猪肉恢复稳定盈利	22
地产省外资产陆续剥离, 2021 年开始有望减亏.....	22
猪肉业务当前已恢复正常, 盈利水平有望维持稳定.....	23
盈利预测	24
风险提示	25
附表: 财务预测与估值	27
国信证券投资评级	28
分析师承诺	28
风险提示	28
证券投资咨询业务的说明	28

图表目录

图 1: 2002-2016 年白酒企业复合增速情况	8
图 2: 2012-2019 年白酒企业复合增速情况	9
图 3: 光瓶酒行业规模及增速情况.....	9
图 4: 2019 年光瓶酒市场份额情况.....	10
图 5: 白牛二产品.....	12
图 6: 珍品陈酿产品	12
图 7: 2017-2019 年公司品牌价值变化.....	13
图 8: 部分白酒企业前五大客户占比情况	14
图 9: 部分光瓶酒产品一批商毛利率比较	14
图 10: 省内省外规模及增速情况	16
图 11: 2019 年牛栏山北京地区收入结构	17
图 12: 2019 年牛栏山北京地区渠道结构	17
图 13: 牛栏山江苏市场产品结构变化情况	17
图 14: 牛栏山山东市场产品结构变化情况	17
图 15: 2019 年乳制品行业竞争格局.....	18
图 16: 2019 年啤酒行业竞争格局	18
图 17: 公司高中低档白酒规模及增长情况	19
图 18: 40 元价位的玻汾、尖庄及珍品的销售规模情况	22
图 19: 顺鑫佳宇公司逐年净亏增加.....	22
图 20: 2009-2019 年公司肉类业务营收及增速情况	24
图 21: 2009-2019 年公司肉类业务毛利及毛利率情况	24
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	6
表 4: 可比公司的估值对比 (截止至 2020 年 12 月 31 日)	7
表 5: 光瓶酒各价格带主要产品	8
表 6: 牛栏山酒厂厂长宋克伟主要履历	11
表 7: 公司资产剥离进程.....	11
表 8: 2019 年公司高管薪酬情况.....	12
表 9: 大商制跟深度分销制对比	13
表 10: 牛栏山部分产品系列一览.....	15
表 11: 公司近年来全国化布局重要战略	16
表 12: 发达国家食品饮料等快消品行业集中度高, 高度品牌化	18
表 13: 白牛二与主要竞品老村长对比情况	19
表 14: 相比其他白酒企业, 牛栏山毛利率净利率提升空间较大.....	20
表 15: 近年来牛栏山提价情况梳理.....	20

表 16: 截止 2019 年底公司在售及在建房地产项目	23
表 17: 2015-2019 公司猪肉业务情况.....	23
表 18: 公司业绩拆分及盈利预测	24

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：78.74-88.47 元/股

从公司角度考虑，公司以其销售和产品综合竞争力，将获得较好的持续市场份额提升。同时，公司积极布局升级产品，当前培育逐步见效，随着全国各地逐步增加产品品相导入，结构改善有望显著带动收入业绩增长。按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2020-2022 年收入增速在双位数左右，毛利率因提价以及产品结构升级而有小幅上升趋势，费用率相对稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	4.79%	2.90%	23.40%	8.91%	12.01%	11.48%	11.48%	11.48%	11.48%
毛利率	66.08%	60.04%	63.80%	69.52%	64.29%	63.93%	63.93%	63.93%	63.93%
管理费用/营业收入	6.65%	5.47%	5.49%	4.42%	4.68%	4.41%	4.41%	4.41%	4.41%
销售费用/销售收入	9.80%	10.14%	9.60%	8.54%	9.02%	8.78%	8.78%	8.78%	8.78%
营业税及附加/营业收入	11.02%	13.25%	11.48%	11.00%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%
所得税税率	30.56%	31.27%	30.92%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
股利分配比率	93.34%	55.23%	51.36%	51.36%	51.36%	51.36%	51.36%	51.36%	51.36%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.60	T	30.00%
无风险利率	2.50%	Ka	6.10%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	0.66
公司股价（元）	69.39	Ke	6.43%
发行在外股数（百万）	742	E/(D+E)	88.40%
股票市值(E, 百万元)	51471	D/(D+E)	11.60%
债务总额(D, 百万元)	6756	WACC	6.09%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	3.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法进行绝对估值，得到公司的合理价值区间为 78.74-88.47 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		6.2%	6.3%	6.43%	6.5%	6.6%
永续增长率变	3.3%	97.11	93.53	90.19	87.06	84.11
	3.2%	94.29	90.92	87.76	84.79	82.00
	3.1%	91.66	88.47	85.47	82.66	80.00
	3.0%	89.18	86.16	83.32	80.64	78.11
	2.9%	86.86	83.99	81.29	78.74	76.33

化	2.8%	84.67	81.95	79.37	76.94	74.64
	2.7%	82.61	80.01	77.56	75.23	73.03

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：80.90-91.01 元/股

选取白酒行业其他几家公司做比较，采用 PE 法估值，根据下表，目前其他白酒企业 2020/2021 年平均估值为 56X、46X。顺鑫农业公司业务较多，白酒利润增速跟其他酒企基本相当，参考同行业平均值，我们认为给予白酒业务 2021 年 40-45 倍 PE 是合理的，则 2021 年公司的合理价格区间为 80.90-91.01 元。

表 4：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 12 月 31 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600519.SH	贵州茅台	52.61	25099	32.80	37.17	43.50	56.92	50.23	42.92	买入
000858.SZ	五粮液	56.21	11328	4.48	5.25	6.40	62.72	53.52	43.91	买入
000568.SZ	泸州老窖	57.20	3313	3.17	4.02	4.84	69.75	55.00	45.68	买入
600809.SH	山西汾酒	116.04	3271	2.22	3.03	3.87	162.16	118.81	93.02	买入
002304.SZ	洋河股份	45.79	3556	4.90	5.04	5.82	44.75	38.75	33.22	买入
000596.SZ	古井贡酒	72.76	1153	4.17	4.25	5.35	65.28	64.05	50.88	买入
603589.SH	口子窖	29.86	413	2.87	2.46	2.92	22.42	26.16	22.04	买入
603369.SZ	今世缘	46.94	720	1.16	1.29	1.59	48.45	43.57	35.35	买入
	平均	59.68	5796	6.97	7.81	9.29	66.56	56.26	45.88	
000860.SZ	顺鑫农业	88.40	538	1.09	0.92	1.49	48.29	78.85	48.68	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师预测

投资建议

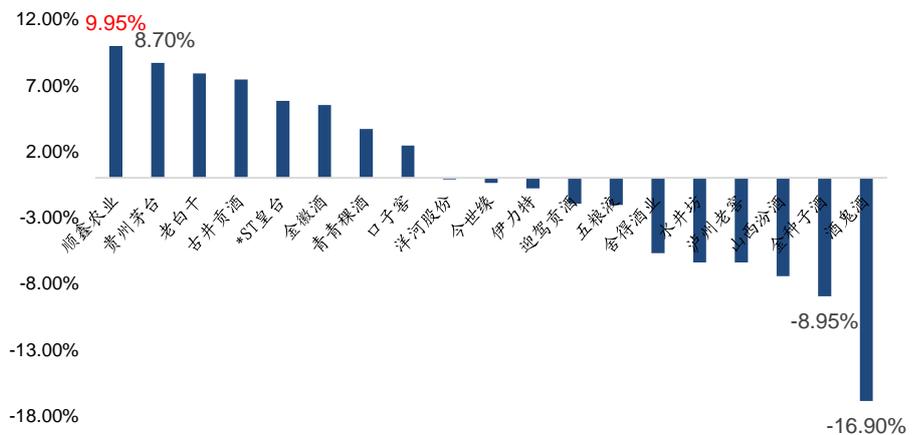
我们看好公司未来发展，公司有望持续享受集中度提升和产品结构升级，当前升级产品市场培育逐步见效，中长期成长空间已逐步打开。综合上述几个方面的估值，我们认为公司 2021 年股票价值在 78.74-91.01 元之间，相对于公司目前股价有 10%-25% 溢价空间。我们认为，公司具有很好的持续成长性，维持“买入”评级。

光瓶酒为白酒行业大风口，牛栏山当前独占鳌头

光瓶酒消费偏刚性，主流价格带近年来不断提升

低端光瓶酒消费偏刚性，行业低谷期稳定增长穿越周期。低端光瓶酒消费人群主要消费群体为城市外来务工人员和中低收入人群，消费场景以自饮消费为主，具有刚需属性同时对价格的敏感性较高。跟其他社交相关的白酒相比，低端光瓶酒自饮属性偏向快消品，消费偏刚性，受宏观经济影响较小。在 2012-2016 年白酒行业调整期中，公司白酒规模仍保持稳健增长，5 年复合增速为 9.95% 位居全白酒行业第一。

图 1：2002-2016 年白酒企业复合增速情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

光瓶酒当前主流价格带为 15 元，近几年整体升级趋势明显。在当前人均收入水平情况下，基于光瓶酒消费者自饮属性以及价格敏感性，目前光瓶酒主流价格带在 15 元/瓶。但近年来整体向上消费升级趋势明显，低端酒的主流价格从过去 2010 年以前的 10 元左右提升到目前的 15 元至 20 元，同时在主流酒企的助推下，40 元中高端光瓶酒也正快速放量增长。

表 5：光瓶酒各价格带主要产品

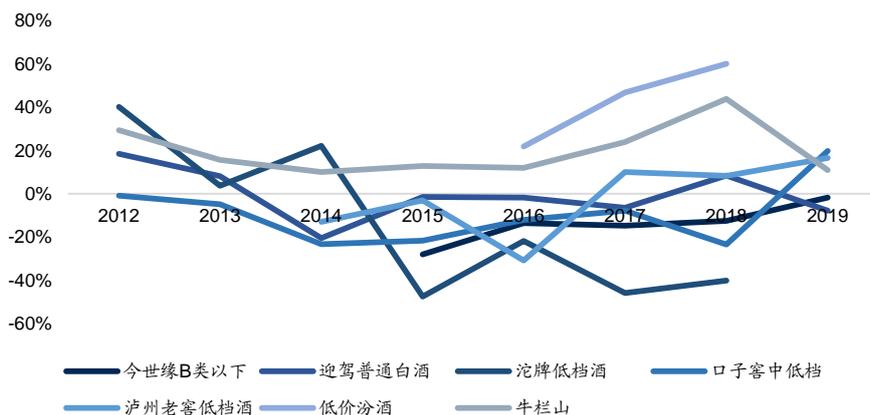
档位	价格	代表品牌
超低档	10 元以下	牛栏山绿牛、地方杂牌酒等
低档	10-20 元/瓶	牛栏山白牛二、老村长、龙江家园等
中档	20-30 元/瓶	红星、精品陈酿、永丰二锅头等
中高档	30-50 元/瓶	牛栏山珍品陈酿、玻汾、尖庄等
高档	50 元以上	牛栏山土豪金、乳玻汾、小郎酒等

资料来源：微酒等、国信证券经济研究所整理

光瓶酒终端销售规模超千亿，正逐步替代盒装酒份额

自饮消费觉醒叠加盒装酒主动让出市场，光瓶酒逐步替代低端同价位盒装酒份额。随着包材玻璃等价格上涨使得生产成本提高，地方低端盒装酒酒企陆续退出市场，同时在环保督察等政策影响下，小酒厂生存环境进一步恶化。同时全国名酒积极提价以及布局产品升级抢占更高价位带，低端酒份额被让出。同时在消费者自饮意识觉醒后，光瓶酒近年来保持较高增速增长且不断替代原有盒装酒的市场份额。

图 2：2012-2019 年白酒企业复合增速情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行业复合增速 10%以上，光瓶酒终端市场空间超千亿。根据头豹研究院数据，光瓶酒近年来销售规模保持双位数以上增长，从 2014 年接近 400 亿规模增长至 2019 年超 700 亿，参考主流光瓶酒渠道价差，预计 2019 年光瓶酒终端销售规模达到约 1200 亿元。

图 3：光瓶酒行业规模及增速情况

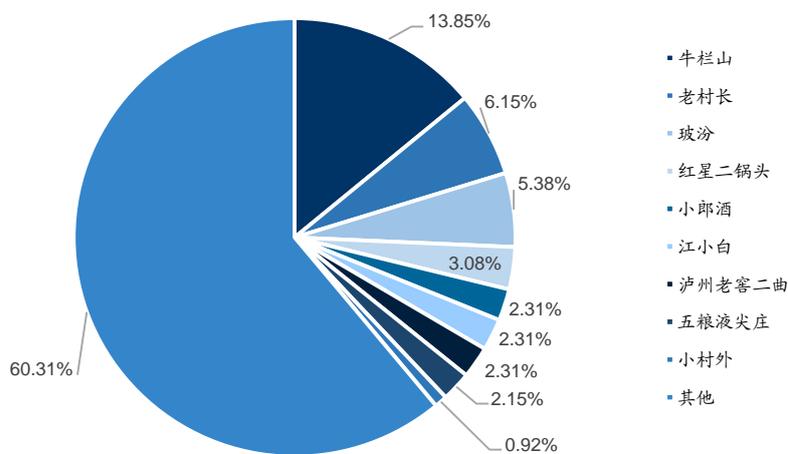


资料来源：头豹研究院、国信证券经济研究所整理

行业竞争激烈集中度较低，牛栏山百亿规模一马当先

光瓶酒市场竞争格局仍较分散，地产光瓶酒仍占据大部分份额，当前光瓶酒市场参与者众多，但主要玩家就四五个，其中牛栏山依靠接近 14% 的市占率稳居榜首。随着光瓶酒行业扩容，近两年众多酒企均积极布局低端光瓶酒产品的全国化及深度分销，然而大部分都是有投入有铺市，但实际终端动销较差，目前市场规模较大、实际动销较好的主要玩家只有牛栏山、玻汾、尖庄、老村长和红星等。当前光瓶酒行业市场仍相对分散，牛栏山 2019 年白酒销售规模超百亿处领先地位，前三名酒企牛栏山、老村长、玻汾等市占率仅为 14%、6%、5%，CR3 仅为 25%，大量份额仍被本地地产光瓶酒所占据。

图 4：2019 年光瓶酒市场份额情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

优秀管理层+专注光瓶酒+高性价比+高渠道利润形成公司核心竞争力

核心管理层稳定，战略执行力较强

牛栏山酒厂管理层能力强，稳定性较好。公司酒厂核心管理层能力突出、年富力强。现任酒厂厂长为宋克伟，1988 年参加工作，自 2002 年开始负责酒厂的销售工作，后续逐步制定战略进行省外扩张，并提出“一城两洲三区”、“1+4+5”、“2+6+2”等发展思路，成功带领牛栏山实现全国化扩张，将牛栏山白酒规模从 2002 年的不到 2 亿提升至 2019 年 103 亿。

表 6: 牛栏山酒厂厂长宋克伟主要履历

时间	事件
1988 年	开始在牛栏山酒厂动力科工作
2002 年	升任牛栏山酒厂营销总经理、常务副厂长，接手后做出全方面调整，扭转公司收入下滑
2004 年	提出“一城两洲三区发展战略”
2008 年	发力“两洲三区”，主要为长三角，珠三角；西北地区，东北地区，华北地区
2009 年	推出 42 度 500ml 陈酿（绿标白牛二）
2012 年	战略布局“1+4+5”亿元市场，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
2014 年	升任酒厂厂长，开始主持牛栏山酒厂的全面工作
2015 年	升级销售策略为“2+6+2”，加大力度拓展长三角、珠三角

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

非主业持续剥离，战略执行落地较好。2013 年开始公司提出“主业突出、清晰业务、同业整合、价值实现”的战略，随后公司为突出主业逐步剥离苗木、花卉种子、广告、市场管理、水利建筑等业务，当前上市公司体内还有白酒、猪肉和房地产三大业务，同时公司近年来年报披露房地产处于持续剥离过程中，后续不排除猪肉也有剥除可能，最终公司将核心聚焦白酒业务。

表 7: 公司资产剥离进程

时间	事件
2014 年 3 月	6.4%（全部）的顺鑫明珠参股股权
2015 年 1 月	顺鑫国际种业 100% 股权
2015 年 9 月	顺丽鑫园林绿化工程公司的 51% 股权
2015 年 12 月	顺鑫国际电子商务有限公司
2016 年 1 月	顺鑫佳宇持有的顺鑫天宇 1.01% 股权
2016 年 1 月	创新物流 100% 股权
2016 年 1 月	创新物流 100% 股权
2016 年 11 月	顺鑫石门农产品批发市场 87.08% 的股权
2017 年 9 月	顺鑫大禹水利建设工程有限公司 85.43% 的股权

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

当前管理层薪酬较低，期待国企改革或者薪酬体系改革落地。从管理层激励来看，公司当前管理层薪酬相对较低，根据 2019 年年报公司高管薪酬已有较大幅度提升，但横向比较仍然较低，2019 年公司董事长年薪为 85 万元，总经理、副总经理等高管年薪在 74 万元，且均无上市公司股权。公司管理层能力卓越，但囿于公司为区县级国企，国企改革及薪酬体系方面落地相对困难，期待后续公司对应的改革逐步落地，带来公司内部动力的提升。

表 8: 2019 年公司高管薪酬情况

姓名	职务	薪酬 (万元)	相对上年增减 (万元)	期末持股数 (万股)	期末参考持股 市值(万元)	薪酬和期末持股 市值合计(万元)
李颖林	董事长	85	51	0	0	85
安元芝	总经理	74	25	0	0	74
李秋生	财务总监	74	25	0	0	74
宋克伟	副总经理	74	22	0	0	74
王金明	副总经理	74	25	0	0	74
张德宝	原副总经理	72	21	0	0	72
秦龙	副总经理	49	0	0	0	49
林金开	副总经理	41	1	0	0	41
曾淑萍	监事	30	0	0	0	30
李文祥	监事	30	0	0	0	30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

产品品牌打造同价位带最高性价比，消费者认可度较高

性价比高为牛栏山光瓶酒的核心竞争力之一。光瓶酒行业的发展核心动能就是依靠更高的性价比对盒装酒替代，去掉包装后光瓶酒同价位品质更好，而且自饮需求下包装必要性减弱。如果说中高端以上产品有面子消费，侧重品牌品质，低端光瓶则更为多元，消费者较难以单一因素衡量，更多则是综合价格，品牌，品质，返利等等因素，归总就是性价比。牛栏山依靠较好的产品品质以及品牌力在同价位产品中遥遥领先，营收规模超百亿，消费者认可度较高。

牛栏山产品质量好有几个侧面表现：第一是产品口感好，入口舒服，白牛二是低度浓香，适应绝大部分消费人群，饮后发甜，容易上口，没有涩的味道；第二是饮完以后身体没有太大的不适；第三是喝完以后的第二天，不上头不口干。我们认为品质优秀的背后核心是工艺上的关键点。一是酿造工艺，研发技术好。牛栏山在北京，有白酒的博士后工作站，品质的把控较好。其次是勾调口感较好，低度浓香产品适应大多数消费者。

图 5: 白牛二产品



资料来源: 京东、国信证券经济研究所整理

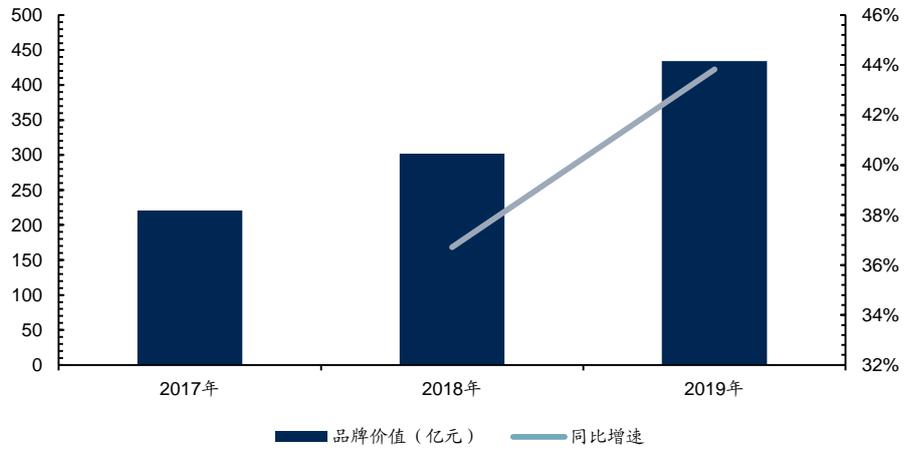
图 6: 珍品陈酿产品



资料来源: 京东、国信证券经济研究所整理

牛栏山品牌地位较高，首都“特产”，逐步打造成二锅头第一品牌。牛栏山产品品牌好，在低档酒里是唯一上市公司，同时牛栏山逐步打造成二锅头第一品牌。另外作为北京地产酒，牛栏山品牌代表的是京城、北京首都的文化，有较强的品牌效应。由中国酒类流通协会和中华品牌战略研究院联合发布的华樽杯中国酒类品牌价值名单中，“牛栏山”品牌价值持续提升，2019 年达到 430 亿元。

图 7：2017-2019 年公司品牌价值变化



资料来源：华樽杯中国酒类品牌价值排行榜、国信证券经济研究所整理

大商制快速开拓市场，渠道高价差形成强推力

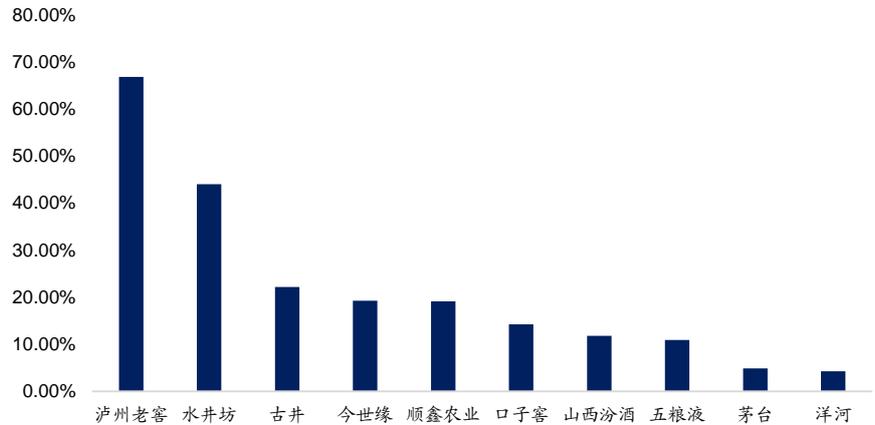
依靠大商快速扩张市场，70%以上经销商合作十年以上，前五大客户占比接近20%。牛栏山依靠创意堂、朝批等大商进行全国化产品推广，依靠大商的渠道及终端资源牛栏山可以快速打开市场，同时有效降低市场管控成本。牛栏山高速发展的背后是稳定的经销商客户，公司经销商中合作长达十年以上的占比超过70%，同时头部大商规模较大，前五大客户销售规模占比接近20%。

表 9：大商制跟深度分销制对比

对比项目	大商制	深度分销制
经销商利润	大	小
经销商数量	一个县市一般一个经销商，经销商规模较大	一个县市一般很多经销商，经销商规模较小
终端掌控程度	由经销商负责，厂家力度小	厂家直接掌控，力度大
优点	有利于从 0-1 过程快速有效开拓市场，同时经销商和厂家利益绑定	利于渠道深耕及提高终端控制力，扩张性较强
缺点	对终端控制力较弱，大商主导或产生渠道混乱	渠道推力相对较弱，需要大量的人力物力

资料来源：微酒等、国信证券经济研究所整理

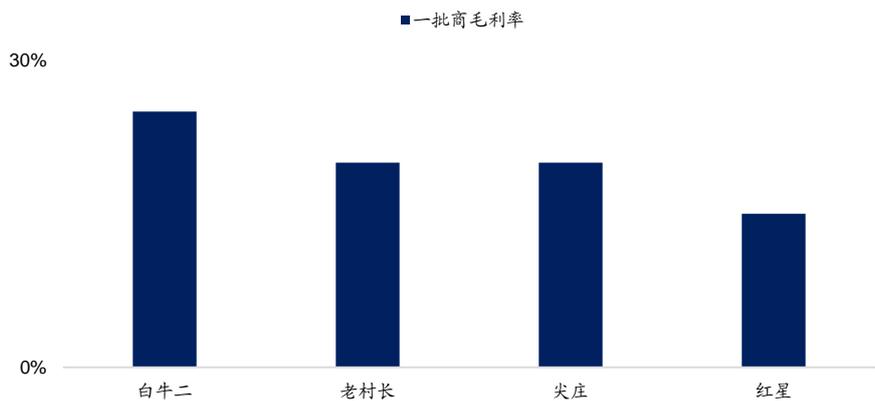
图 8: 部分白酒企业前五大客户占比情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

渠道高价差，经销商及终端利润丰厚，渠道推力强于竞品。根据我们渠道调研反馈情况，经营牛栏山的经销商及终端店拥有高于竞品的利润率，较高的利润水平使得渠道管控相对容易，经销商及终端门店的销售积极性也相对较高。**作为低端酒，思考高渠道价差背后的原因，我们认为有可能是：**1) 牛栏山依靠大单品完成全国化布局，销量领先白酒行业，具有一定的规模优势，成本可压缩；同时轻资产模式下酒厂基地市场分散，运输成本也有所降低；2) 在全国化扩张阶段，酒厂愿意给经销商以及终端门店较为丰厚的利润去支撑发展，优于同价位带的竞品。经销商跟酒厂合作时间较长，长期赚钱效应下对酒厂忠诚度很高，同时体量较大也更专注做牛栏山的产品。

图 9: 部分光瓶酒产品一批商毛利率比较



资料来源: 渠道调研、国信证券经济研究所整理

价格卡位较好，持续享受主流价格带升级

牛栏山白牛二成功卡位当前 15 元主流价格带，同时积极布局 20 元以上各价格带产品，有望持续享受光瓶酒消费升级。牛栏山当前产品白牛二成功卡位 15 元低端光瓶酒主流价格带，依靠较高的性价比持续抢占竞品份额。同时为顺应消费升级趋势，公司积极推出一系列升级产品来卡位中高档光瓶酒价格带，如 25 元（精制）—40 元（珍品）—58 元（牛大）—70 元（土豪金）—128 元（马尔斯绿）—198 元（40 年）等等，随着消费者消费水平的提升，以及盒装酒消费者人群逐步替换到光瓶酒，凭借良好的消费者口碑以及较好的产品品牌以及渠道力，公司升级产品的规模有望逐步增长。

表 10: 牛栏山部分产品系列一览

产品	规格	价格（元）
牛栏山 46 度绿瓶二锅头（绿牛二）	500ml	10
牛栏山陈酿 42 度（白牛二）	500ml	15
牛栏山陈酿 52 度	500ml	15
精品十五年陈酿 52 度	500ml	31
珍品陈酿 39 度	500ml	40
珍品陈酿银牛 52 度	500ml	41
牛栏山典藏精品 42 度	500ml	48
牛栏山珍品十五年 45 度	400ml	102
百年牛栏山二锅头 36 度	400ml	133
牛栏山百年红 12 53 度	500ml	138
百年特酿 15 小黄龙 42 度	500ml	158
牛栏山珍品三十年青龙 46 度	500ml	268
牛栏山经典二锅头黄瓷黄龙 45 度	500ml	468
牛栏山魁盛号 53 度	618ml	718

资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

成长逻辑 1: 全国化扩张初步完成，市占率提升空间仍大

公司全国化扩张已初步完成，2019 年约 25 个省份规模过亿

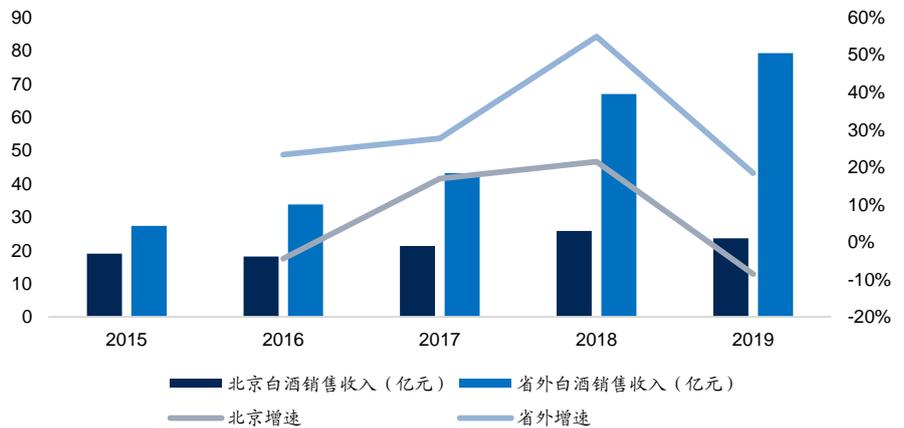
公司从 2004 年的“一城两洲三区”到 2012 年的“1+4+5”战略，再到 2015 年提出的“2+6+2”战略，公司持续深耕北京市场，主攻华北地区，辐射西北、东北地区，转攻长三角、珠三角地区，截至 2019 年底公司全国销售规模过亿省份约 25 个，初步实现全国化布局。

表 11: 公司近年来全国化布局重要战略

时间	重要战略	备注
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，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 代表长三角和珠三角。
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

资料来源：微酒等、国信证券经济研究所整理

图 10: 省内省外规模及增速情况

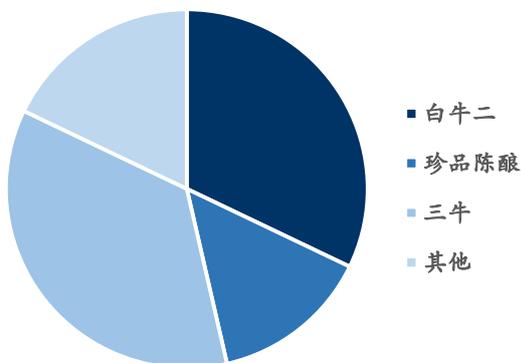


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

各地区发展程度不同，3-5 年持续增长确定性仍高

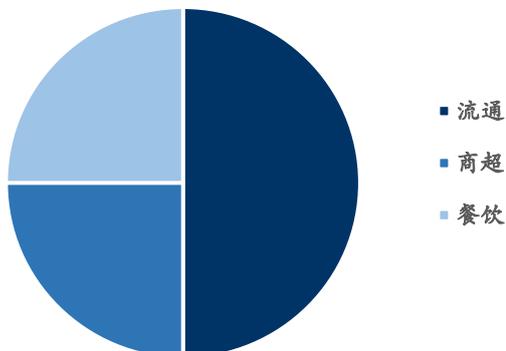
北京市场覆盖率饱和，规模增长主要依靠结构升级带动。牛栏山在北京市场认可度较高，中高端产品占比高，具有地产酒升级逻辑。根据渠道调研，牛栏山低端酒在北京终端覆盖率超过 95%，渠道主要以流通及商超为主。经过十几年的培育，公司在北京地区产品结构优于省外其他地区，白牛二占比在 30% 左右，珍品陈酿、三牛等中高端产品份额持续扩大，同时高端青龙、黄龙等产品也均保持稳步增长。牛栏山作为北京地产酒龙头，良好的消费者培育基础下将持续享受本地消费升级。

图 11: 2019 年牛栏山北京地区收入结构



资料来源: 渠道调研、国信证券经济研究所整理

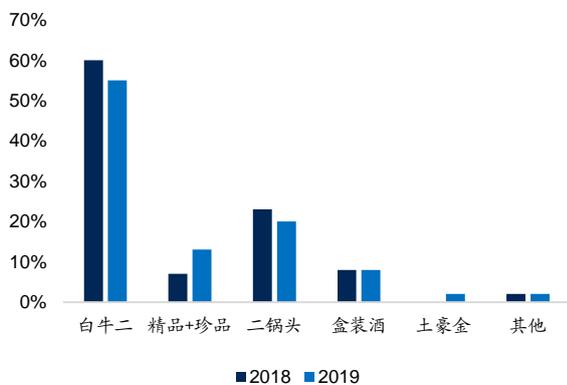
图 12: 2019 年牛栏山北京地区渠道结构



资料来源: 渠道调研、国信证券经济研究所整理

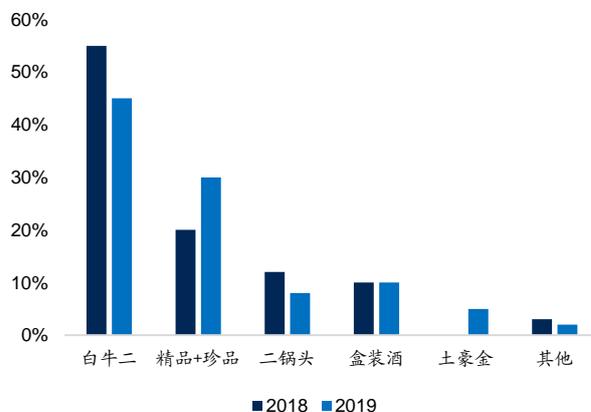
江苏及山东等市场相对成熟，升级产品培育较好，但仍有 3-5 年高速增长期。江苏山东等市场规模较大，销售体量均超过 5 亿，终端流通渠道覆盖率较高，基本达到 80% 以上。低端白牛二依靠挤压竞品仍能保持稳定增长，升级产品培育是未来体量增长的主要来源，当前随着新一代、珍品陈酿、土豪金等产品的持续导入，率先通过餐饮店带动流通端放量，后续增长持续性有望保持 3 年以上。

图 13: 牛栏山江苏市场产品结构变化情况



资料来源: 渠道调研、国信证券经济研究所整理

图 14: 牛栏山山东市场产品结构变化情况



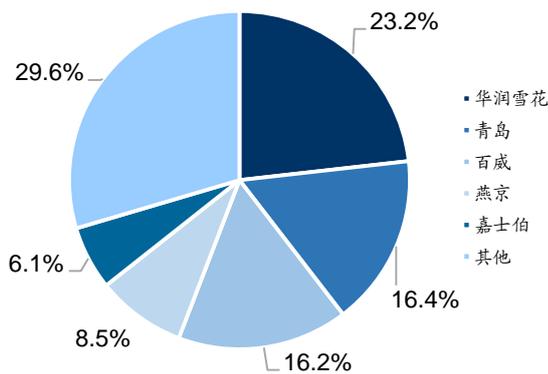
资料来源: 渠道调研、国信证券经济研究所整理

新兴地区仍以白牛二为主要产品，升级产品培育仍需要时间。牛栏山 2019 年全国范围过亿市场有 25 个左右，公司在过亿地区以及刚切入的新兴地区当前仍处于渠道铺货阶段，产品品相上主要以白牛二为主，由于山东江苏等成熟地区有较为完善的市场培育经验，后续新兴地区有望复制山东或者江浙沪等地区的成功经验，在渠道深耕、品牌宣传、假酒窜货、价格体系维护等方面逐步完善。

对标其他快消品，牛栏山市占率仍有较大提升空间

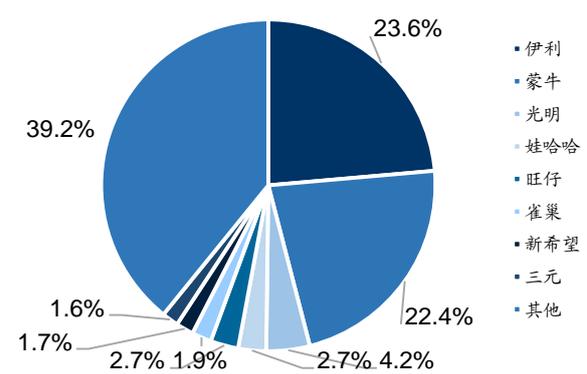
光瓶酒快消品属性，对标国内乳制品及啤酒，集中度仍有较大提升空间。低端白酒可类比乳制品及啤酒等快消品，根据欧睿数据，2019年乳制品及啤酒龙头市占率均超过20%，乳制品伊利蒙牛双头垄断，啤酒华润、青岛、百威等市占率相差不远，而低端白酒中牛栏山品牌力、产品力、渠道力较好，龙头地位稳固，竞争格局较乳制品和啤酒更优，市占率有望超过乳制品和啤酒龙头。同时参考国外成熟快消品行业的集中度情况，国外快消品CR3普遍在55%以上，对标来看光瓶酒行业集中度有望持续提升，龙头将率先受益。

图 15: 2019 年乳制品行业竞争格局



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 16: 2019 年啤酒行业竞争格局



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

表 12: 发达国家食品饮料等快消品行业集中度高，高度品牌化

行业	主要厂商/品牌	集中度
美国软饮市场	可口可乐、百事可乐、DPS	CR3=88%
美国啤酒市场	百威英博、SABMiller	CR3=77%
美国休闲食品市场	百事公司、卡夫、雀巢	CR3=60%
欧洲糖果市场	雀巢、玛氏、费列罗、吉百利	CR3=55%

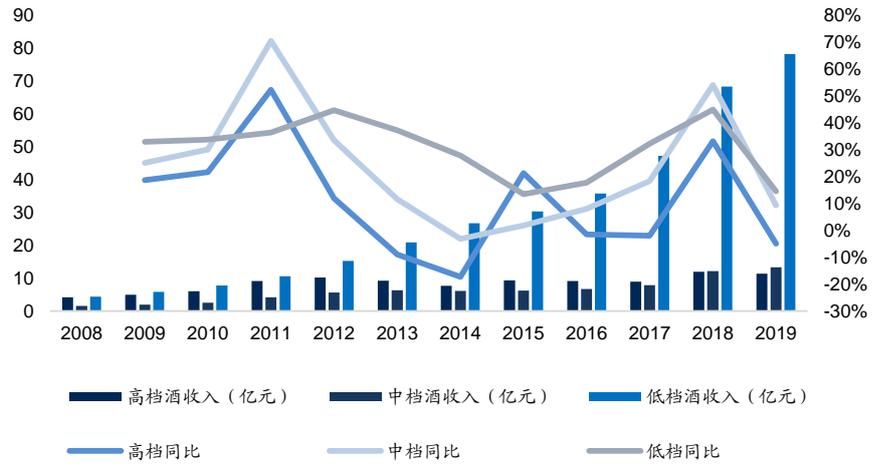
资料来源：彭博等、国信证券经济研究所整理

成长逻辑 2: 公司以白牛二基本盘切入市场，全价格带产品升级助力结构改善

白牛二综合竞争优势明显，公司基本盘稳固

公司低端酒收入规模较大，为基本盘，年均保持双位数稳健增长。公司产品按出厂价划分为高中低三档，其中当前低档酒收入占比在70%左右，中档和高档体量占比接近。近年来公司各档次产品贡献公司整体收入增长，低档酒由于其刚需属性增长稳定性较好，近年来低档酒一直保持正增长态势，尤其在2012-2015年抗行业周期仍有双位数以上增长，同时增速也领先于中高档产品。低档产品作为公司收入体量的支柱，同时刚需属性较重，稳定增长的情况下作为支撑公司收入及业绩较好的基本盘。公司70%低档酒产品中绝大部分为15元的白牛二，低档酒规模的增长主要由白牛二贡献。

图 17: 公司高中低档白酒规模及增长情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

跟主要竞品对比来看，白牛二综合竞争优势明显，公司基本盘稳固。老村长是牛栏山低端酒最直接的竞争对手，但产品品牌渠道等各方面均弱于牛栏山，近年来份额持续被牛栏山挤压。牛栏山跟老村长低端 15 元产品消费群体重叠，形成正面竞争，牛栏山依靠较强的品牌力和产品力（品质更好，消费者认可度更高）实现自然动销，同时给予经销商和终端门店更多的利润。近年来牛栏山逐步抢占老村长市场份额，老村长体量由最高点接近 90 亿下滑到目前不到 40 亿。

表 13: 白牛二与主要竞品老村长对比情况

对比项目	牛栏山	老村长
主要产品名称	陈酿（白牛二）	香满堂
终端指导价格	15-18 元	扣除兑奖后 15 元
白酒类型	固液态浓香	固液态浓香
终端促销活动	自然动销为主	瓶瓶开盖有奖
一批商毛利率	25%	20%-25%

资料来源: 渠道调研、国信证券经济研究所整理

全价格带产品升级+直接涨价，白酒净利率有望持续提升

公司当前卡位光瓶酒全价格带，有望享受光瓶酒多维立体的消费升级。牛栏山当前成功卡位 15 元（白牛二）-25 元（精制）-40 元（珍品）-58 元（牛大）-70 元（土豪金）-128 元（马尔斯绿）-198 元（40 年）各个价格带，是最专注做光瓶酒的上市公司。我们认为白牛二为公司基本盘，其他升级产品为增量空间，基本盘当前全国化扩张仍有较大空间，升级产品低基数高毛利，公司已大力培育 2-3 年，部分地区已逐步出现成效。我们认为在基本盘稳定的情况下，不必拘泥于单个价位带产品是否能做到龙头，依靠相比同档次产品更好的品牌、品质和渠道利润，升级产品的放量同样是高确定性的。牛栏山做的是全价格带的升级，利润率提升是确定性的。

表 14: 相比其他白酒企业, 牛栏山毛利率净利率提升空间较大

证券代码	证券简称	2019	2020H1	2019	2020H1
		毛利率(%)	毛利率(%)	净利率(%)	净利率(%)
600519.SH	贵州茅台	91.3	91.67	51.47	56.8
600779.SH	水井坊	82.87	83.55	23.35	26.2
000799.SZ	酒鬼酒	77.75	85.4	19.81	30.74
000596.SZ	古井贡酒	76.71	76.72	20.71	19.23
000568.SZ	泸州老窖	80.62	86.85	25.5	48.59
603589.SH	口子窖	74.97	77.5	36.82	31.28
000858.SZ	五粮液	74.46	76.53	36.37	39.83
002304.SZ	洋河股份	71.35	73.74	31.94	43.2
603369.SH	今世缘	72.79	73.21	29.94	32.79
600702.SH	舍得酒业	76.2	72.36	20.32	7.72
002646.SZ	青青稞酒	64.42	65.27	1.72	-3.64
600809.SH	山西汾酒	71.92	72.22	17.29	29.83
603919.SH	金徽酒	60.72	60.48	16.56	16.89
600559.SH	老白干酒	61.47	67.54	10.03	8.69
603198.SH	迎驾贡酒	64.36	72.07	24.66	30.3
600199.SH	金种子酒	37.87	35.19	-22.29	-13.37
600197.SH	伊力特	51.45	49.54	19.9	5.35
000860.SZ	顺鑫农业 (白酒)	48.08	38.89	12%	—

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

产品直接提价下, 短期利润亦有明显增厚。牛栏山自 2016 年对白牛二产品提价过后, 到 2019 年出厂价终端价格基本维持稳定, 2020 年 1 月以及 2020 年 12 月两次对核心产品提价情况下, 对 2021 年公司整体利润提升有较大贡献。

表 15: 近年来牛栏山提价情况梳理

时间	事件
2015 年 9 月	牛栏山陈酿 42 度一批价不得低于 120 元/箱。 42 度陈酿 500ml (1*12) 出厂价每件涨价 12 元, 即每瓶涨价 1 元;
2016 年 5 月	42 度 2L 桶(1*6)每件上调 4 元, 建议零售价 17 元/瓶; 56 度 2L 桶(1*6)每件上调 4 元, 建议零售价 19 元/瓶; 62 度 5L 桶(1*4)每件上调 8 元, 建议零售价 50 元/瓶。 46 度 500ML 牛瓶(1*12)每件上调 3 元, 建议零售价 7 元/瓶; 56 度 500ML 牛瓶(1*12)每件上调 3 元, 建议零售价 10 元/瓶;
2017 年 5 月	52 度 100ml(1*40)每件上调 5 元, 建议零售价 4 元/瓶; 50 度 450ml 特制精品(1*6)每件上调 6 元, 建议零售价 55 元/瓶。
2017 年 11 月	根据不同产品提价 3%、4% 小红牛、46 度大牛、52 度大牛、56 度大牛供货价上涨 6 元/箱;
2019 年 5 月	42 度桶、56 度桶供货价上涨 12 元/箱; 100ml56 度牛供货价上涨 8 元/箱;

	52度精品、200ml/56度牛供价上涨18元/箱。
	三牛系列：400ml、500ml、1.5L：上调10元/瓶，255ml：上调6元/瓶
	百年红系列：12年：上调10元/瓶、10年：上调5元/瓶、6年、8年：上调2元/瓶
2020年1月	40元/瓶（含40元）以上盒装酒：上调2元/瓶，40元以下盒装酒：上调1元/瓶
	珍品陈酿系列：上调8元/件；45度小批量系列：上调12元/件；
	特8、特10系列：上调8元/件；光瓶酒系列：上调6元/件
2020年12月	三牛系列产品，400ml、500ml、1.5L：上调10元/瓶；255ml：上调6元/瓶

资料来源：微酒等、国信证券经济研究所整理

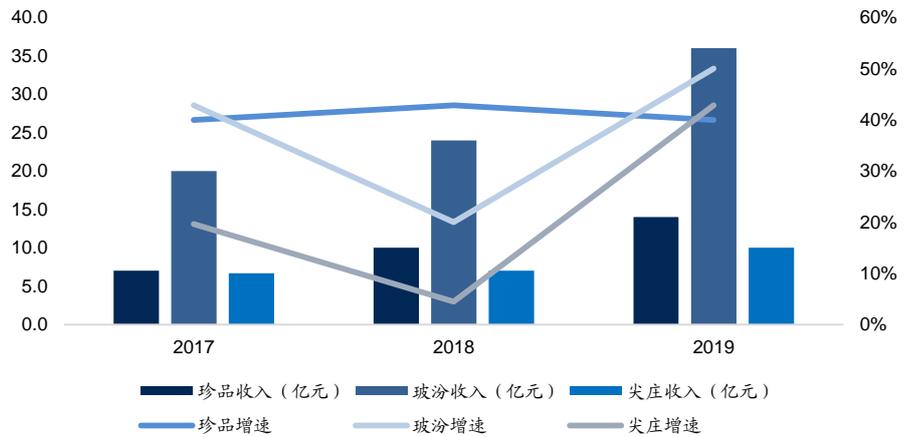
珍品陈酿跟同价位带产品属弱竞争关系，短中期共同做大光瓶酒市场

市场对珍品陈酿产品升级分歧较大，在此我们通过跟玻汾以及尖庄做对比分析，来判断珍品陈酿中长期的成长性。

我们认为玻汾跟牛栏山珍品陈酿是弱竞争关系。短期来看，两者区别：1) 香型不同（核心），品牌、口感及储存均不同。玻汾是清香型，牛栏山是陈酿浓香。浓香型（主流）全国占比75%，清香、酱香及其他不超过20%。玻汾清香酒目前的高速增长是依靠渠道扩张带来的，后续扩张进入稳定期后想要抢占浓香消费人群有一定的难度，香型的改变很难而且需要很长的周期；2) 牛栏山当前15元大单品跟玻汾不构成直接竞争关系。40元价格带上，牛栏山战略产品为珍品陈酿，当前主要布局在北京、山东、江浙沪、安徽等规模较大省份，总体收入规模不到15亿，而玻汾省内省外各占一半，省外具体到每个省份的体量跟珍品陈酿相当，两者当前均保持高速增长。在当前40-50元价格带玻汾除了渠道利润弱于珍品陈酿，其他产品、品牌等方面均优于牛栏山。但玻汾作为纯粮固态发酵产品，长期来看产能将达到一定的瓶颈，而且玻汾采取“小步快跑”的涨价策略，终端价格目标价占位60-70元，中长期看跟牛栏山错位竞争。

尖庄跟牛栏山直面竞争，短期竞争性较弱，中长期看仍具有不确定性。根据我们草根调研情况看，尖庄光瓶酒体量在10亿左右，大部分地区前几年有铺货但动销不好（管理等问题），目前正准备二次铺货动销，目前市场尖庄陈列较少，且渠道利润相对较弱。尖庄品牌优于牛栏山，品质也不差，需要持续关注后续的管理以及精细化程度。珍品由于当前仅在北京华东等成熟地区铺货，精细化管理较好，渠道利润充足，加上口感不错消费者已经有一定的认可度，略微有些先发优势。但从中长期看，尖庄跟珍品竞争仍具有不确定性，重点关注五粮液对尖庄的支持力度，精细化管理等方面的动作。

图 18: 40 元价位的玻汾、尖庄及珍品的销售规模情况



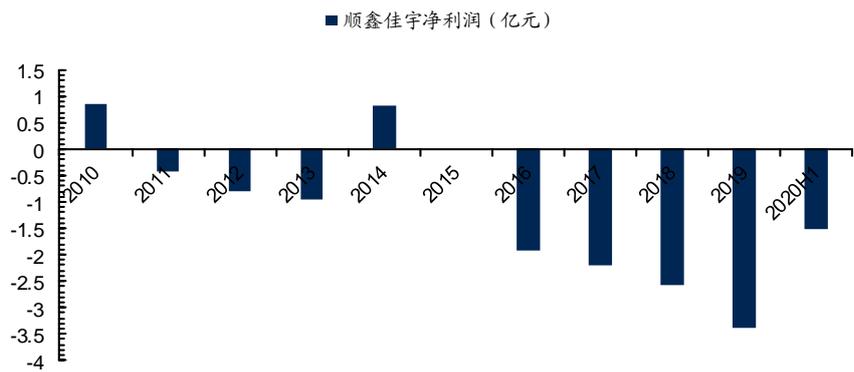
资料来源：渠道调研、国信证券经济研究所整理

其他业务：地产逐步剥离，猪肉恢复稳定盈利

地产省外资产陆续剥离，2021 年开始有望减亏

地产业务持续亏损，拖累公司业绩。顺鑫农业地产业务主要由顺鑫佳宇公司负责。由于房地产调控政策收紧和重点地区有效需求不足，尽管顺鑫农业尝试拯救地产业务，在北京和海南两地为顺鑫佳宇拓展销售团队，但地产业务依然连年亏损，且亏损幅度逐年增大。公司从 2011 年开始净亏，到 2019 年全年净亏 3.39 亿元，2020 年上半年就净亏 1.5 亿元，处于长期拖累顺鑫农业业绩状态。

图 19: 顺鑫佳宇公司逐年净亏增加



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

当前省外地产剥离进度较快，预计明年轻仅剩北京待剥离，地产亏损有望减弱。为避免盈利情况不佳的非白酒业务继续拖累公司业绩，逐渐剥离非白酒业务将是顺鑫农业中长期趋势。其中对于逐年亏损的地产业务，公司原来采用项目整体处置+存量销售去化的策略进行剥离，截止 2019 年公司通过结转包头、下坡屯、海南项目取得收入 8.73 亿元，但亏损状况未得到缓解，截止年底仍有包头

望潮苑等 4 个在售项目投资未完成。2020 年，公司将剥离策略从项目整体处置调整为项目分块处置，其中 2020 年 7 月，文昌市人民政府有偿收回公司海南富海家园项目两宗土地使用权，体现公司调整策略后剥离地产业务进程加快。目前公司仍有北京颐和天璟项目（一期）、海南富海家园项目和包头望潮苑项目在售，预计公司会通过分块处置的方式加快项目出售处理，从而加快中期地产业务剥离。

表 16: 截止 2019 年底公司在售及在建房地产项目

项目	计划总投资 (亿元)	截止 2019 年底已 投资 (亿元)	均价 (亿元)	总可售面积 (万平方米)	业态 (住宅/商业)	累计签约销售面 积 (万平方米)	累计签约销 售额 (亿元)
站前街商业金融二期项目 (GBD)	21	20.42	住宅 2.48、车位 0.51、 底商 3.43、大商业 2.35、 写字楼 2.69	13.17	住宅、商业及车 位	6.46	14.99
包头望潮苑 (共三期)	11.45	11.27	别墅 0.87、商业 0.99、 住宅 0.52	15.1	住宅及商业	7.96	5.32
海南富海家园项目	8.51	7.58	住宅 0.98/1.05	9.4	住宅及商业	7.71	7.54
下坡屯项目	66.45	43.07	住宅 1.49、叠拼、双拼、 洋房 3.16	25.59	住宅	19.2	14.64
总计	107.41	82.34		63.26		41.33	42.49

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

猪肉业务当前已恢复正常，盈利水平有望维持稳定

猪肉业务全产业链布局，主要集中在北京地区。公司肉类业务拥有“种猪繁育-生猪养殖-屠宰-肉食品加工-冷链物流配送”完整上下游产业链，公司肉类业务销售主要集中在北京地区。

肉类业务毛利率净利率相对稳定。公司肉类业务收入体量较大，根据历年数据来看收入体量在 30 亿-40 亿范围内，由于种猪业务和屠宰业务的毛利率与猪价变动趋势刚好相反，因此公司整体猪肉业务正常时期毛利率相对比较稳定，历史数据看基本均为 6% 左右。

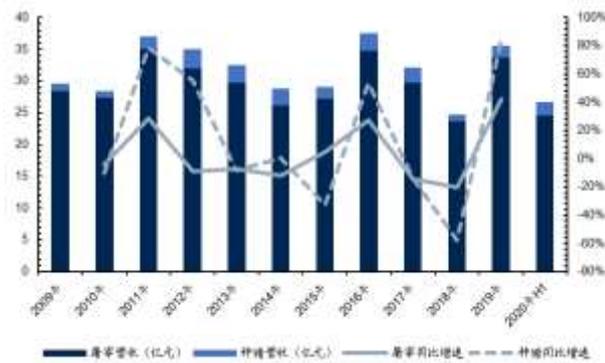
表 17: 2015-2019 公司猪肉业务情况

业务	项目	2015	2016	2017	2018	2019
种猪	祖代 (套)	1100	1176	1640	1213	1001
	父代 (套)	13384	12646	12087	8918	6494
养殖	收入 (亿元)	1.85	2.84	2.45	1.03	0.46
	毛利率	0.70%	30.34%	18.79%	(99.86%)	(176.73%)
屠宰	收购均价 (元/公斤)	15.08	18.79	15.46	13.15	15.22
	屠宰能力 (万头/年)	400	400	400	400	400
	实际屠宰量 (万头)	162	135.79	151.00	155.66	52.55
	库存 (万吨)		0.92	1.19	3.01	
	生猪肉制品销量 (万吨)	16.81	19.08	16.55	15.09	8.80
	生猪肉制品均价	15.23	17.92	17.00	13.93	14.72

	(元/公斤)					
	收入 (亿元)	27.25	34.74	29.69	23.68	14.31
	毛利率	7.44%	2.99%	4.52%	7.19%	8.24%
	猪肉熟食销量 (万吨)	1.14	1.03	0.97	0.96	0.51
食品 加工	猪肉熟食均价 (元/公斤)	14.95	15.64	15.77	15.67	15.13
	收入 (亿元)	0.47	0.66	0.94	1.11	0.58
	毛利率	70.45%	46.59%	38.36%	37.54%	41.63%

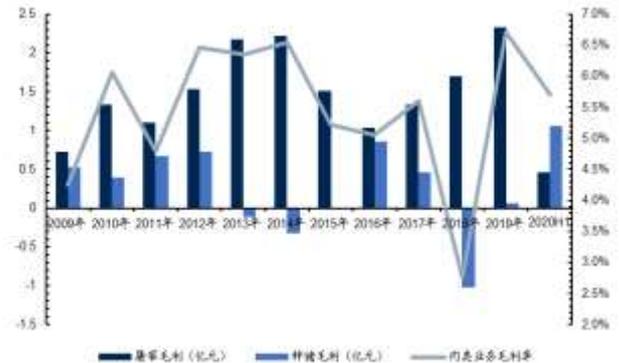
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20：2009-2019 年公司肉类业务营收及增速情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21：2009-2019 年公司肉类业务毛利及毛利率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

公司所处光瓶酒行业快速增长，公司为领先龙头增速快于行业且竞争格局较好。依靠高于竞品的性价比公司核心产品市占率持续提升，同时升级产品高举高打模式下有望带动公司业绩稳步增长。考虑提价以及明年结构大幅改善，我们上调盈利预测，预计公司 20-22 年每股收益 0.92/1.49/1.89 元，利润增速分别为 -15.8%/62.6%/26.7%，维持“买入”评级。

表 18：公司业绩拆分及盈利预测

产品	项目	2018A	2019A	2020E	2021E
白酒	销售收入 (亿元)	92.78	102.89	102.63	118.46
	同比	43.83%	10.9%	-0.25%	15.43%
	毛利率	49.62%	48.06%	41.35%	48.39%
肉类加工	销售收入 (亿元)	23.68	33.70	45.50	47.77
	同比	-20.24%	40.00%	35.00%	5.00%

	毛利率	7.38%	7.38%	5.33%	5.33%
种猪	销售收入 (亿元)	1.03	1.90	3.04	3.50
	同比	-57.96%	84.47%	60.00%	15.00%
	毛利率	-99.03%	2.77%	50.00%	50.00%
地产	销售收入 (亿元)	1.45	8.73	9.60	10.56
	同比	-8.81%	502.07%	10.00%	10.00%
	毛利率	44.14%	15.28%	25.00%	25.00%
其他	销售收入 (亿元)	1.75	1.74	1.74	1.74
	同比	-90.84%	-0.57%	0.00%	0.00%
合计	销售收入 (亿元)	120.75	149.25	162.55	182.07
	同比	2.91%	23.60%	8.91%	12.01%
	毛利率	39.96%	36.42%	30.48%	35.71%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 78.74-91.01 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 6.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 40-45 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、费用投放力度超预期风险：公司当前重点实施产品升级战略，由于升级产品培育过程中需要投放较多的费用来不断培育消费者，因此假如 2021 年公司在全国范围内大面积推广升级产品，费用投放力度有可能较大，从而影响公司整

体利润的增长。

2、全国化扩张进度低预期风险：公司 2019 年全国化扩张初步完成，过亿规模省份超过 25 个，但后续规模的增长需要依靠渠道下沉贡献，在渠道下沉方面需要经销商及厂商人员较好的精细化管理，假如经销商执行力度不够，积极性不高有可能会影响公司全国化扩张进度。

3、产品结构升级低预期风险：公司当前持续推进产品结构升级，整体思路是产品由低往高做，但升级后高价位带面临的竞争对手较强，假如在营销推广、价格管控等方面执行不到位，有可能导致升级产品推广不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	8079	8255	9206	9806	营业收入	14900	16228	18177	20263
应收款项	616	553	619	690	营业成本	9507	11282	11686	12955
存货净额	8160	9429	9942	11050	营业税金及附加	1710	1785	2090	2330
其他流动资产	702	765	857	955	销售费用	1430	1386	1640	1780
流动资产合计	17557	19002	20624	22502	管理费用	838	747	880	922
固定资产	3291	3154	2850	2538	财务费用	125	124	210	180
无形资产及其他	731	702	672	643	投资收益	11	6	6	8
投资性房地产	443	443	443	443	资产减值及公允价值变动	94	76	(75)	(75)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(209)	0	0	0
资产总计	22022	23301	24589	26126	营业利润	1186	986	1602	2029
短期借款及交易性金融负债	4974	4900	4900	4900	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
应付款项	269	365	372	402	利润总额	1185	984	1600	2027
其他流动负债	6796	7527	8074	8926	所得税费用	366	295	480	608
流动负债合计	12038	12792	13346	14228	少数股东损益	9	8	12	16
长期借款及应付债券	1856	1856	1856	1856	归属于母公司净利润	809	681	1108	1403
其他长期负债	668	857	1047	1011					
长期负债合计	2523	2713	2903	2867					
负债合计	14561	15506	16249	17095					
少数股东权益	28	31	37	45					
股东权益	7433	7764	8303	8986					
负债和股东权益总计	22022	23301	24589	26126					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	809	681	1108	1403
资产减值准备	53	2	(7)	(9)
折旧摊销	245	350	366	376
公允价值变动损失	(94)	(76)	75	75
财务费用	125	124	210	180
营运资本变动	(482)	(249)	65	(441)
其它	(48)	2	13	17
经营活动现金流	483	710	1620	1421
资本开支	(300)	(110)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(300)	(110)	(100)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	743	0	0	0
支付股利、利息	(416)	(350)	(569)	(721)
其它融资现金流	1069	(74)	0	0
融资活动现金流	1723	(424)	(569)	(721)
现金净变动	1906	176	951	600
货币资金的期初余额	6172	8079	8255	9206
货币资金的期末余额	8079	8255	9206	9806
企业自由现金流	440	710	1648	1428
权益自由现金流	2252	779	1577	1371

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.09	0.92	1.49	1.89
每股红利	0.56	0.47	0.77	0.97
每股净资产	10.02	10.47	11.19	12.11
ROIC	8%	5%	9%	12%
ROE	11%	9%	13%	16%
毛利率	36%	30%	36%	36%
EBIT Margin	9%	6%	10%	11%
EBITDA Margin	11%	8%	12%	13%
收入增长	23%	9%	12%	11%
净利润增长率	9%	-16%	63%	27%
资产负债率	66%	67%	66%	66%
息率	0.8%	0.7%	1.1%	1.4%
P/E	63.6	75.0	46.1	36.4
P/B	6.9	6.6	6.2	5.7
EV/EBITDA	39.8	48.4	30.0	25.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032