

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

顺鑫农业 (000860)

买入

饮料

重大事件快评

(维持评级)

2021年03月01日

## 五年目标对标行业前八强，21年持续推进深度全国化

证券分析师：陈青青

0755-22940855

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

021-60875164

xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

### 事项：

根据微酒公众号报道，2月24日下午，牛栏山酒厂召开了2020年度厂务公开暨总结表彰大会，会议上，牛栏山酒业事业部党委书记、经理宋克伟以《固本筑基，守正出新——高质量推进牛栏山酒厂“五·五”战略开局》为题，对2020年牛栏山酒业事业部的各项工作进行回顾与总结，并安排部署了2021年的重点工作。

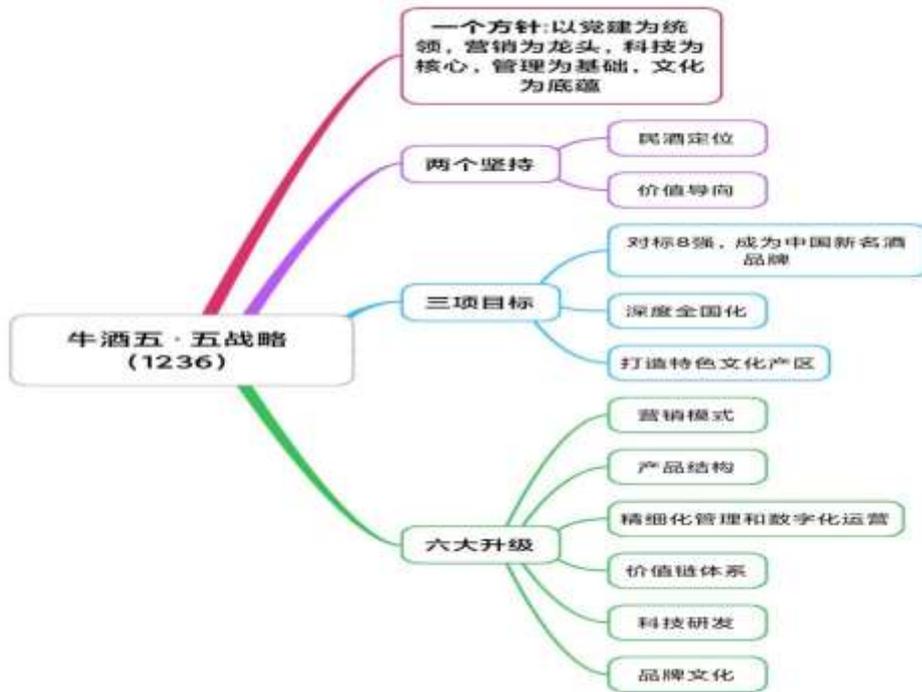
国信食品饮料观点：1) 牛栏山五年以“1236”为核心内容，对标行业前八强，目标相对积极；2) 公司2021年制定了较为详细的“1235”规划来完成新五年规划的开局之年，巩固牛酒总成本领先和差异化的战略竞争优势，同时对市场营销、品牌文化、产品研发、组织结构进行全面创新，再者继续推进牛酒的深度全国化营销；3) 为改善内部积极性，21年公司探索具有外部竞争性、内部公平性和激励性的薪酬体系，优化分配机制，对标行业领先水平，激发职工工作热情；4) 从春节渠道跟踪情况看，当前打款发货进度良好，终端动销旺盛，一季度开门红确定性高。投资建议：短期公司一季度开门红确定性高，2021年全年有望受益于产品结构改善和产品提价效应。中长期看，公司将持续享受低端光瓶酒行业的集中度提升和消费升级。维持此前盈利预测，预计20-22年归母净利润6.81/11.08/14.03亿元，对应EPS为0.92/1.49/1.89元，对应当前股价PE为59/37/29X，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ■ 五年战略目标对标行业前八强，牛栏山前景广阔

牛栏山五五战略以“1236”为核心内容，其中，“1”为贯彻“以党建为统领，营销为龙头，科技为核心，管理为基础，文化为底蕴”一个方针；“2”为守牢“民酒定位、价值导向”两个坚持；“3”为实现“高质量发展，对标行业前八强，成为中国‘新名酒’品牌；深度全国化营销；打造特色文化产区”三项目标；“6”则是推进“营销模式、产品结构、精细化管理和数字化运营、价值链体系、科技研发、品牌文化”等六大升级。我们认为5年战略公司对标前八强目标较为积极，排位在茅台、五粮液、老窖、汾酒、洋河、郎酒、古井之后，前7名基本5年后均在200亿左右的水平，牛栏山同样积极可为。

图 1：牛栏山五年规划“1236”战略

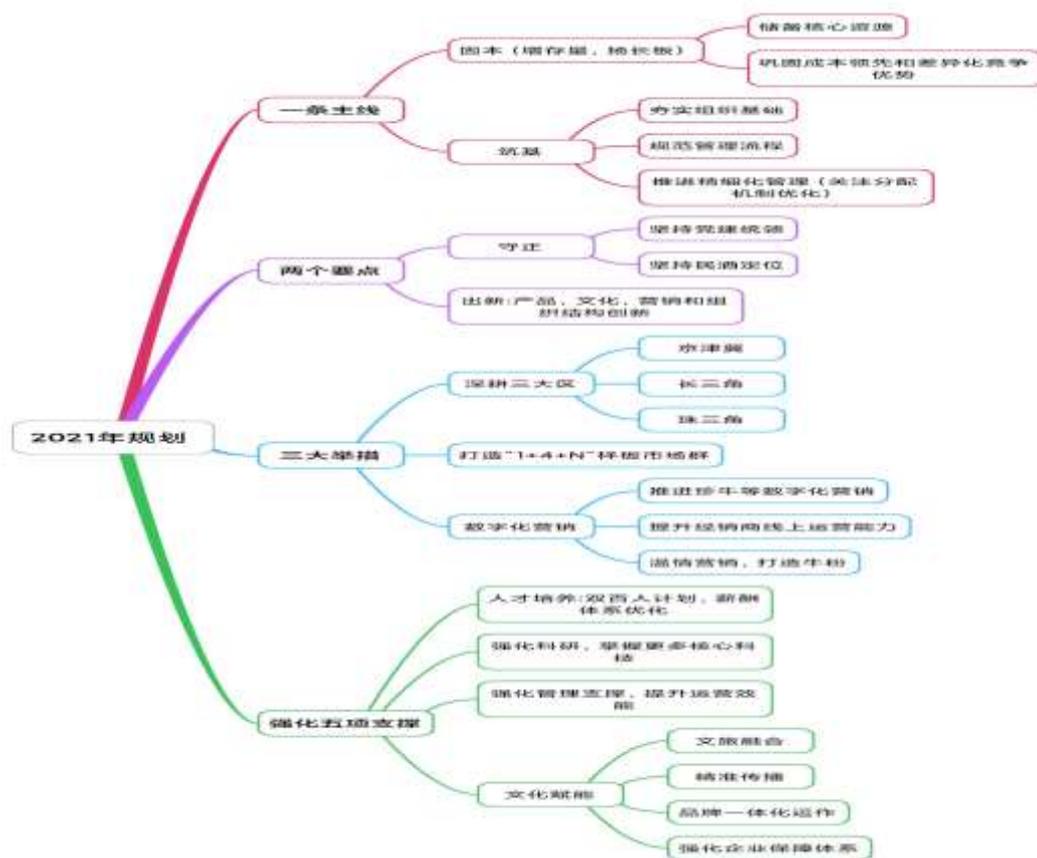


资料来源:酒说、国信证券经济研究所整理

## ■ 21 年守正出新，持续推进牛酒深度全国化营销，探索公司内部公平性和激励性的薪酬体系

要有序推进“五·五”战略落地实施，2021 年的布局规划极其关键。为此，牛栏山酒厂为 2021 年制定了“固本筑基，守正出新”的工作总基调。2021 年的工作部署主要内容——“一条主线”、“两个要点”、“三大举措”、“五项支撑”，即“1235”。首先突出固本筑基“一条主线”，积蓄牛酒高质量发展势能，**固本为增存量、扬长板，巩固牛酒总成本领先和差异化的战略竞争优势**，夯实组织基础，规范管理流程，推进精细化管理；其次，抓牢守正出新“两个要点”，守正出新，坚持民酒定位，致力于将牛栏山打造成“新名酒”品牌，出新方面要对市场营销、品牌文化、产品研发、组织结构进行全面创新；再者，**发力“三大举措”，推进牛酒深度全国化营销**，一方面，**牛栏山在 2021 年要深耕京津冀、长三角、珠三角三大战略发展区，通过产品结构升级、营销组织优化、终端建设优化、营销管理细化等举措推动牛酒的深度营销**。另一方面，其将强化北京市场的引领地位、制定考核标准、增强终端管控等手段打造“1+4+N”样板市场群。同时，牛栏山还将布局线上线下融合的数字化营销；最后强化“五项支撑”，打造牛酒竞争优势核心资源存量。一是人才支撑，筑牢人才根基，**探索具有外部竞争性、内部公平性和激励性的薪酬体系，优化分配机制，对标行业领先水平，激发职工工作热情**；二是强化科研支撑，坐实二锅头品类领衔地位；三是强化管理支撑，通过流程化、数字化提升牛酒运营效能；四是文化赋能，不仅要以文旅融合丰富品牌文化，更要依托“中国民酒价值典范”的央视背书，构建“牛栏山”与“二锅头代表”“民酒代表”的直接联想，打造牛栏山“新名酒”品牌；五是强化保障体系，通过对安全环保、基建改造、后勤服务、文化践行等方面的加强，凝聚牛酒高质量发展合力。

图 2: 牛栏山 2021 年“1235”战略



资料来源:酒说、国信证券经济研究所整理

■ 春节动销较好确保一季度业绩，2021 年公司有望持续受益于产品结构改善+提价

去年受疫情影响，牛栏山产品结构同比较差，使得前三季度收入及利润表现较弱。2021 年来看，当前疫情影响较弱，餐饮等消费场景逐步恢复正常，根据渠道跟踪反馈看，牛栏山北京市场春节动销基本恢复至 2019 年的正常水平，省外华东山东安徽等地区春节期间有至少 15%以上的动销增长，整体春节表现亮眼，确保公司一季度业绩。同时全年维度看，疫情改善下公司产品结构有望得到改善，同时去年公司主力产品提价有望带来今年业绩的大幅改善，21 年业绩反转确定性较高。

■ 投资建议：维持“买入”评级

短期公司一季度开门红确定性高，2021 年全年有望受益于产品结构改善和产品提价效应。中长期看，公司将持续享受低端光瓶酒行业的集中度提升和消费升级。维持此前盈利预测，预计 20-22 年归母净利润 6.81/11.08/14.03 亿元，对应 EPS 为 0.92/1.49/1.89 元，对应当前股价 PE 为 59/37/29X，维持“买入”评级。

**表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 2 月 28 日)**

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000596.SZ	古井贡酒	62.3	1002	4.17	4.23	5.38	32.63	55.33	43.52	买入
603589.SH	口子窖	26.8	345	2.87	2.32	2.74	19.15	24.73	20.96	买入
603369.SZ	今世缘	41.8	618	1.16	1.24	1.55	28.15	39.82	31.77	买入
	平均	43.6	655	2.73	2.60	3.22	26.64	39.96	32.08	
<b>000860.SZ</b>	<b>顺鑫农业</b>	<b>70.1</b>	<b>405</b>	<b>0.92</b>	<b>1.49</b>	<b>1.89</b>	<b>59.30</b>	<b>36.61</b>	<b>28.89</b>	<b>买入</b>

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	8079	8255	9206	9806
应收款项	616	553	619	690
存货净额	8160	9429	9942	11050
其他流动资产	702	765	857	955
<b>流动资产合计</b>	<b>17557</b>	<b>19002</b>	<b>20624</b>	<b>22502</b>
固定资产	3291	3154	2850	2538
无形资产及其他	731	702	672	643
投资性房地产	443	443	443	443
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22022</b>	<b>23301</b>	<b>24589</b>	<b>26126</b>
短期借款及交易性金融负债	4974	4900	4900	4900
应付款项	269	365	372	402
其他流动负债	6796	7527	8074	8926
<b>流动负债合计</b>	<b>12038</b>	<b>12792</b>	<b>13346</b>	<b>14228</b>
长期借款及应付债券	1856	1856	1856	1856
其他长期负债	668	857	1047	1011
<b>长期负债合计</b>	<b>2523</b>	<b>2713</b>	<b>2903</b>	<b>2867</b>
<b>负债合计</b>	<b>14561</b>	<b>15506</b>	<b>16249</b>	<b>17095</b>
少数股东权益	28	31	37	45
股东权益	7433	7764	8303	8986
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22022</b>	<b>23301</b>	<b>24589</b>	<b>26126</b>

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	59.3	36.6	28.9
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

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>14900</b>	<b>16228</b>	<b>18177</b>	<b>20263</b>
营业成本	9507	11282	11686	12955
营业税金及附加	1710	1785	2090	2330
销售费用	1430	1386	1640	1780
管理费用	838	747	880	922
财务费用	125	124	210	180
投资收益	11	6	6	8
资产减值及公允价值变动	94	76	(75)	(75)
其他收入	(209)	0	0	0
营业利润	1186	986	1602	2029
营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	<b>1185</b>	<b>984</b>	<b>1600</b>	<b>2027</b>
所得税费用	366	295	480	608
少数股东损益	9	8	12	16
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>681</b>	<b>1108</b>	<b>1403</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>809</b>	<b>681</b>	<b>1108</b>	<b>1403</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>483</b>	<b>710</b>	<b>1620</b>	<b>1421</b>
资本开支	(300)	(110)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(300)</b>	<b>(110)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>1723</b>	<b>(424)</b>	<b>(569)</b>	<b>(721)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1906</b>	<b>176</b>	<b>951</b>	<b>600</b>
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

## 相关研究报告

- 《顺鑫农业-000860-深度报告：短中长逻辑清晰，牛栏山享受全方位升级》 ——2021-01-04
- 《顺鑫农业-000860-2020 季报点评：费用增加致业绩低预期，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

## 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

## 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