

顺鑫农业 (000860)

深度报告

行业公司研究—食品饮料

证券研究报告

# 结构升级为翼，纵深发展助飞

## ——顺鑫农业深度报告

✍️ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002

☎️ 联系人：杨骥、张潇倩

✉️ yangji@stocke.com.cn;

### 报告导读

顺鑫农业于1998年上市，为北京地区第一家农业类上市公司，旗下白酒、猪肉、地产等业务，其中牛栏山为全国知名品牌。公司凭借“白牛二”大单品实现全国化发展，珍品等高价位产品放量为下一利润增长点，全国化布局有望加速，纵深发展助飞。

### 投资要点

#### □ 天时：光瓶酒市场空间广阔，多因素成就“白牛二”基本盘

**广空间、稳升级：**光瓶酒市场规从14年至19年CAGR高达13.5%，预计23年光瓶酒市场规模将超1300亿元，光瓶酒有望依托对低端盒装酒的品类替代实现量增，通过产品升级实现价增，从而市场规模快速扩容。

**“白牛二”在15元价位带一马当先：**“白牛二”在早期通过顺应香型发展趋势及时推出浓香酒，后期引领了光瓶酒价格带升级，并凭借高性价比（成本+工艺优势）、高铺货率（高渠道利润吸引优质大商）、强品牌力（地域工艺营销优势）实现单品的高接受度，通过大本营人群口碑传播、聚焦高势能市场及人群，实现了“白牛二”单品的迅速全国化，并成为15元价格带的领军者。

#### □ 地利：大品牌、高性价比、强渠道为公司核心竞争优势

**大品牌：**二锅头原产地优势、工艺优势、营销力强优势使牛栏山“第一民酒”等观念深入人心；**高性价比：**牛栏山产品的高品质来源于独特的自然环境、技艺的历史传承和创新、对研发及人才的重视，较低价格赋予其高性价比特征；**强渠道：**大商制度助力公司提升铺货效率，迅速打开全国市场，而高渠道利润则增强渠道推力及经销商粘性。

#### □ 人和：“老将”组“元帅团”，核心管理层经验足

公司核心管理团队经验丰富，对行业与公司的业务状况有较为清晰明确的了解。在公司“老将”组成的“元帅团”的带领下，顺鑫农业稳扎稳打，稳居行业龙头地位不倒。

#### □ 未来看点：产品结构升级为利润增长点，纵深发展助飞

**看点一：“白牛二”基本盘盈利稳健，珍品为下一发力点。**在毛利较低的“白牛二”销量不断提升背景下，公司采取品牌升级策略以改善盈利能力——珍品等高价位产品可凭借“白牛二”较强的铺市力、品牌力、渠道粘性进行市场导入，虽然当前推广成本较高，但后期随着样板市场逐步树立、规模效应逐步体现叠加费用/收入比下降，珍品规模或将超越当前的“白牛二”，从而推动公司利润实现稳健增长。

**看点二：高价位产品全国化布局有望加速，纵向拓张空间大。**2019年外埠收入占比提升4.11个百分点至76.11%，约有25个省份过亿，全国化布局已初步完成，具体来看：当前北京地区覆盖率较高，增长主要靠珍品及特制等高价位产品带动；华东地区保持40%增速增长，在更注重考核产品结构影响下，预计产品结构将稳步实现升级；山东地区升级产品培育情况较好；其他地区仍将继续通过“白牛二”实现份额的快速扩张，继而布局高价位产品。

### 评级 买入

上次评级	首次评级
当前价格	44.95

### 单季度业绩 元/股

4Q/2019	0.19
1Q/2020	0.48
2Q/2020	0.26
3Q/2020	-0.15



### 公司简介

公司是北京市第一家农业类上市公司，公司从事的主要业务包括：白酒酿造与销售；种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工；房地产开发。公司现已形成了以白酒、猪肉为主的两大产业。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，是北京地区白酒行业中最早拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”和“中国酿酒大师”（首届）的企业。

### 相关报告

### □ 盈利预测及估值

顺鑫农业所处的光瓶酒赛道享受扩容红利，公司将在“白牛二”已实现泛全国化布局基数上，导入高价位产品以实现产品结构升级方式提升盈利能力。考虑到2020年公司受疫情影响严重(北京地区疫情反复)，预计2020-2022年收入增速分别为9.9%、12.2%、13.2%；归母净利润增速分别为-20.9%、45.7%、29.4%；EPS分别为0.9/1.3/1.6元/股；PE分别为52/36/28倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ **催化剂：**消费升级持续、高价位产品导入顺利；

□ **风险提示：**国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。

### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	14900	16374	18365	20783
(+/-)	23.4%	9.9%	12.2%	13.2%
净利润	809	640	933	1208
(+/-)	8.7%	-20.9%	45.7%	29.4%
每股收益(元)	1.1	0.9	1.3	1.6
P/E	41.2	52.1	35.7	27.6

## 正文目录

<b>1. 公司情况：聚焦酒肉主业，全国化持续推进</b>	<b>6</b>
1.1. 历史复盘：正宗北京二锅头，牛栏山酒飘香全国	6
1.1.1. 李怀民时代：立足北京大本营，开启区域扩张之路	6
1.1.2. 宋克伟时代：聚焦主业推动结构升级，实现全国化	7
1.2. 股权结构：国资委控股，组织架构层级分明	8
1.3. 五年规划：历史规划侧重点不同，五五规划高质量推进	9
1.4. 业务结构：白酒业务为主，产品布局全价格带	9
1.4.1. 白酒板块：布局全价格带，“白牛二”为全国化先锋	11
1.4.2. 猪肉板块：产业链完整，毛利率表现较为稳定	12
1.4.3. 地产业务：亏损拖累业绩，21年省外资产将剥离	12
<b>2. 天时：光瓶酒市场空间广阔，多因素成就“白牛二”基本盘</b>	<b>14</b>
2.1. 广空间：品类替代产品升级，光瓶酒市场规模持续扩容	14
2.2. 稳升级：消费升级叠加成本提升，行业集中度不断聚拢	16
2.2.1. 竞争格局：光瓶酒竞争格局较分散，CR3仅25%	16
2.2.2. 模式/属性：商业模式类似快消品，需求具备刚需属性	17
2.3. 大单品：15元价位带无强势竞争对手，“白牛二”一马当先	19
<b>3. 地利：大品牌、高性价比、强渠道为公司核心竞争优势</b>	<b>21</b>
3.1. 大品牌：地域、工艺、品牌优势造就超强品牌力	21
3.2. 高性价比：自然资源及技艺传承为基，注重研发人才为要	23
3.3. 强渠道：大商制提升铺货效率，高渠道利润增强渠道推力	24
<b>4. 人和：“老将”组“元帅团”，核心管理层经验足</b>	<b>26</b>
<b>5. 未来看点：产品结构升级为利润增长点，纵深发展为翼</b>	<b>26</b>
5.1. 看点一：“白牛二”基本盘盈利稳健，珍品为下一发力点	26
5.1.1. 直接提价逻辑——直接提价或为未来业绩增长逻辑之一	26
5.1.2. 产品升级逻辑——高价位产品为未来重要利润增长点	27
5.2. 看点二：高价位产品全国化布局有望加速，纵向拓张空间大	28
<b>6. 盈利预测及估值分析</b>	<b>30</b>
6.1. 盈利预测	30
6.2. 估值分析	31
<b>7. 风险提示：</b>	<b>32</b>

## 图表目录

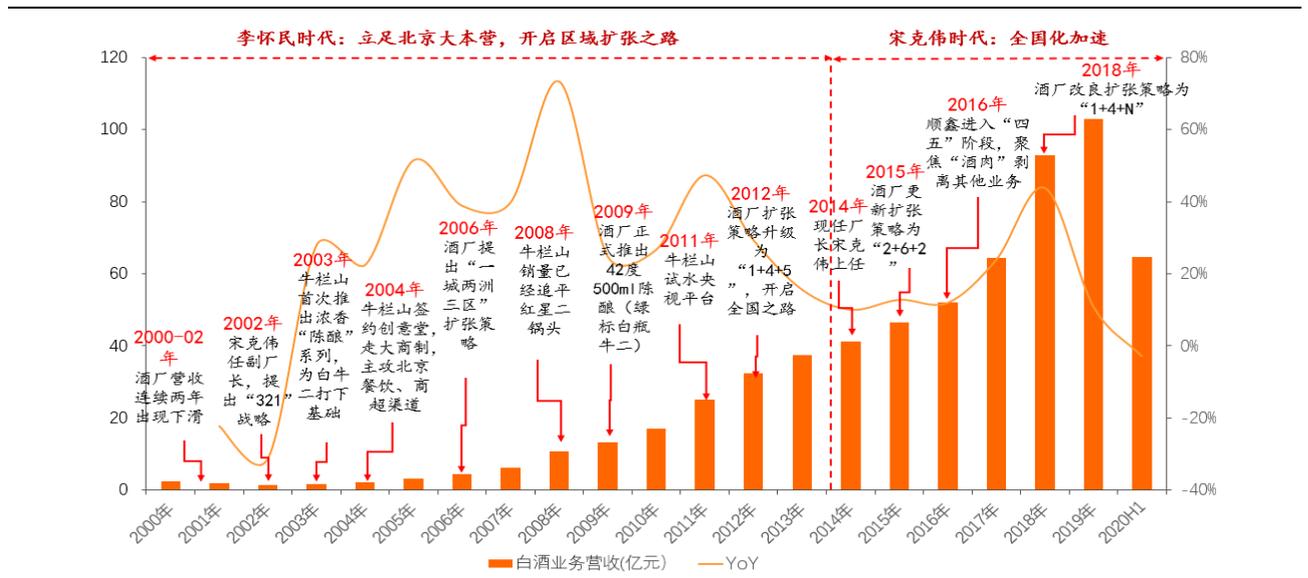
图 1: 牛栏山 2008 年在国内白酒市场销量份额已追平红星 .....	7
图 2: 公司白酒业务收入在 2001-2014 年间迅猛增长 .....	7
图 3: 公司白酒业务收入占比在 2017 年首次超过 50% .....	8
图 4: 公司外埠收入在 2018 年首次超过省内 .....	8
图 5: 牛栏山五五计划“1236”战略 .....	9
图 6: 2020 年 H1 公司分产品收入占比情况一览 .....	10
图 7: 2011-2020H1 白酒营收占比上升趋势稳定 .....	10
图 8: 2011-2019 年白酒毛利率持续上升 .....	11
图 9: 2011-2019 年除白酒外业务毛利率变动情况 .....	11
图 10: 公司高中低档白酒规模及增长情况 .....	12
图 11: 牛栏山低档白酒以量升为主 .....	12
图 12: 猪肉业务收入占比及增速 .....	12
图 13: 猪肉业务毛利占比及增速 .....	12
图 14: 自 2011 年起, 公司地产业务净利润呈持续亏损态势 .....	13
图 15: 光瓶酒行业市场规模情况一览 .....	14
图 16: 近年来低端酒销量持续下滑 .....	15
图 17: 近年来低端酒市场规模增速放缓 .....	15
图 18: 目前光瓶酒竞争格局较分散, CR3 占比较低 .....	17
图 19: 光瓶酒 CR3 较次高端酒和高端酒低 .....	17
图 20: 顺鑫农业拥有超越周期的能力 .....	17
图 21: 2014 年 (调整期) 各酒企营业收入增速, 顺鑫位居前列 .....	18
图 22: 2020H1 (近期) 各酒企营业收入增速, 顺鑫位居前列 .....	18
图 23: 顺鑫农业白酒收入占光瓶酒市场规模比重呈上升趋势 .....	18
图 24: 牛栏山广告语 .....	22
图 25: 王刚代言牛栏山广告 .....	22
图 26: 公司广告及促销费用逐年提升 .....	22
图 27: 2020 年牛栏山搜索指数远超竞品 .....	22
图 28: 研发投入资金/资金占收入比 .....	24
图 29: 公司人才储备情况 .....	24
图 30: 牛栏山渠道构成 (以北京为例) .....	25
图 31: 牛栏山产品与竞品渠道利润率对比 .....	25
图 32: 产品结构升级示意图 .....	28
图 33: 珍品与玻汾规格价格差使得两者均可实现高速增长 .....	28
图 34: 珍品、尖庄、玻汾 2017-2019 年收入及增速情况一览 .....	28
图 35: 省内省外规模及增速情况 .....	29
图 40: 全国化酒企估值情况, 顺鑫农业估值处于行业中游 .....	31
图 41: 水井坊与顺鑫农业估值差 .....	31
表 1: 牛栏山发展历程 .....	6
表 2: 牛栏山与主要竞品对比 .....	7
表 3: 公司股权架构图 .....	8

表 4: 公司往年五年规划情况一览 .....	9
表 5: 公司逐步剥离非主业 .....	10
表 6: 牛栏山白酒产品结构 .....	11
表 7: 在售/在建地产项目(截止 2019 年) .....	13
表 8: 公司土地储备情况(截止 2019 年) .....	14
表 9: 近年来各省份主流价格带提升至百元以上 .....	15
表 10: 2020 年以来, 成本压力推动主要光瓶酒酒企相继提价 .....	16
表 11: 各档次光瓶酒一览 .....	16
表 12: 名酒企纷纷布局光瓶酒市场 .....	20
表 13: 牛栏山屡次荣获具区域特性的奖项 .....	21
表 14: 牛栏山品牌营销宣传情况 .....	22
表 15: 白酒酿造工艺 .....	23
表 16: 质量管理体系与质量管理方法 .....	23
表 17: 牛栏山科研项目(部分) .....	24
表 18: 大商渠道模式特点 .....	25
表 19: 公司核心领导履历 .....	26
表 20: 牛栏山提价情况一览 .....	27
表 21: 2010-至今公司省外布局战略 .....	29
表 22: 顺鑫农业业绩拆分表 .....	31
表 23: 可比上市公司盈利预测及估值表 .....	32
表附录: 三大报表预测值 .....	33

## 1. 公司情况：聚焦酒肉主业，全国化持续推进

公司持续聚焦主业，牛栏山酒历史悠久。1998年顺鑫农业成为北京地区第一家农业类上市公司，旗下的牛栏山为知名白酒品牌，牛栏山的酒文化最早可追溯3000年前，1952年，顺义县政府将牛栏山地区“公利”、“富顺成”、“义信”和“魁盛”四家著名老烧锅合并成牛栏山制酒厂。目前公司业务范围广泛，白酒为主要收入来源。

表 1：牛栏山发展历程



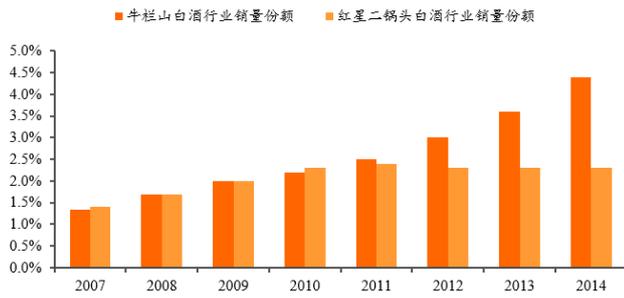
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.1. 历史复盘：正宗北京二锅头，牛栏山酒飘香全国

#### 1.1.1. 李怀民时代：立足北京大本营，开启区域扩张之路

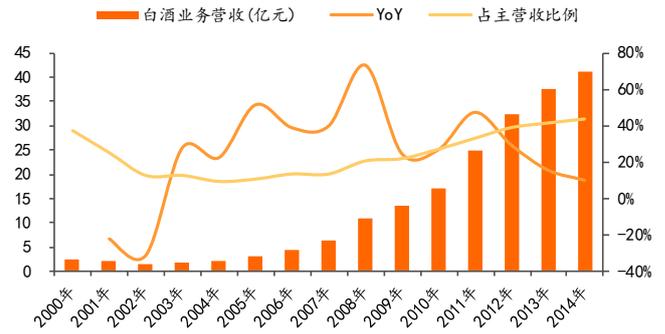
2002年前经营曲折，“321”战略提出后驶入发展快车道。本世纪初，白酒行业先后经历假酒案、提高消费税变动等事件，此时公司在省内北京市场面临红星二锅头在同品类、同价格带的强势竞争，主管销售的常务副厂长宋克伟提出了“321”战略以扭转战局；2006年，牛栏山提出“一城两洲三区”战略开启区域扩张之路；2008年牛栏山销量追平红星二锅头，但北京市场的逐步饱和使得其增速开始放缓；2012年公司提出“1+4+5”亿元板块联动策略以推进全国化。业绩方面，2008年牛栏山销量已经基本追平红星二锅头，2011年实现超越。2014年，公司白酒业务营收达41亿元，十年CAGR为35%，已成为公司增长的主要驱动力。

图 1：牛栏山 2008 年在国内白酒市场销量份额已追平红星



资料来源：Eromonitor, 浙商证券研究所

图 2：公司白酒业务收入在 2001-2014 年间迅猛增长



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

### 1.1.2. 宋克伟时代：聚焦主业推动结构升级，实现全国化

全国化速度加快，外埠收入占比提升。2014 年，现任厂长宋克伟上任，公司业务上继续聚焦“酒肉”，同时推进酒类业务产品结构升级；2015 年公司进一步深化全国化战略，提出“2+6+2”战略，将营销重点放在长三角及珠三角；2018 年公司提出“1+4+N”战略，完成市场战略的进一步升级，外埠市场销售占比达到 76.6%；2019 年，牛栏山已实现北京、山东、河北三个 10 亿级市场、亿元以上省级市场 22 个，形成南京、长春、东莞、苏州四个市级样板市场，泛全国化布局成效显著。业绩方面，公司 2019 年外埠市场营收达 96.2 亿元，占比达 61.9%，2014-2019 年外埠市场收入 CAGR 达 25.2%。

表 2：牛栏山与主要竞品对比

	牛栏山	红星二锅头	老村长
营业额	103 亿元	26 亿元	45 亿元 (2018 年数据)
营销口号	“正宗二锅头，地道北京味”，主打正宗京味	“北京二锅头始创者，红星二锅头”，强调历史底蕴	“懂生活，更快乐”，更强调大众酒标
渠道	推行大商制，采取区域总代模式，保障渠道利润，迅速实现全国化扩张，流通、餐饮、商超多渠道并行，主要靠自然动销	实行扁平化运作，市场秩序管控较好、经销商利润稳定，但需要更多依赖厂家提供市场支持，以传统流通渠道为主	渠道精细化运行，流通渠道为主，采用消品模式，促销力度较大
优势市场	22 个过亿市场	北京、河北、广东、山东	东北、河南、山东、江苏
主要单品	42 度陈酿 500ml、浓香型	56 度红星二锅头 500ml、清香型	42 度香满堂 450ml、浓香型
单价	15 (元/瓶)	17.5 (元/瓶)	15.75 (元/瓶)
生产标准	固液法，GB/T20822	固态法，GB/T10781	固液法，GB/T20822
优势	品牌宣传力度广，产品在香型、口感上有差异，大商制模式，有效利用当地经销商推广	二锅头宗师，品牌知名度较高，主要竞品采取传统工艺，纯粮酿造	低成本竞争，异地灌装节省运费、税费，营销能力突出
缺陷	主要单品固液法酿造，消费者对此有偏见	产品香型、口感单一，体制僵化，运作效率较低	品牌、渠道底蕴不足，主要单品容量较小

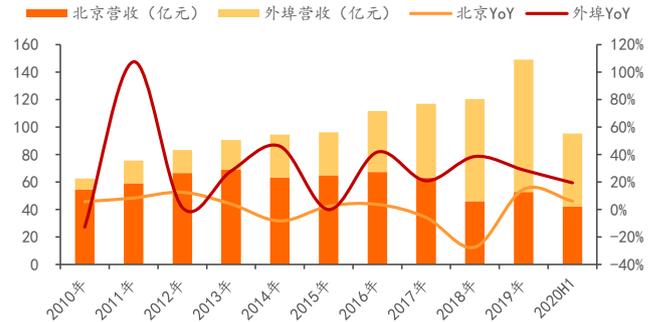
资料来源：Wind, 浙商证券研究所，注：数据截止 2019 年

图 3：公司白酒业务收入占比在 2017 年首次超过 50%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：公司外埠收入在 2018 年首次超过省内

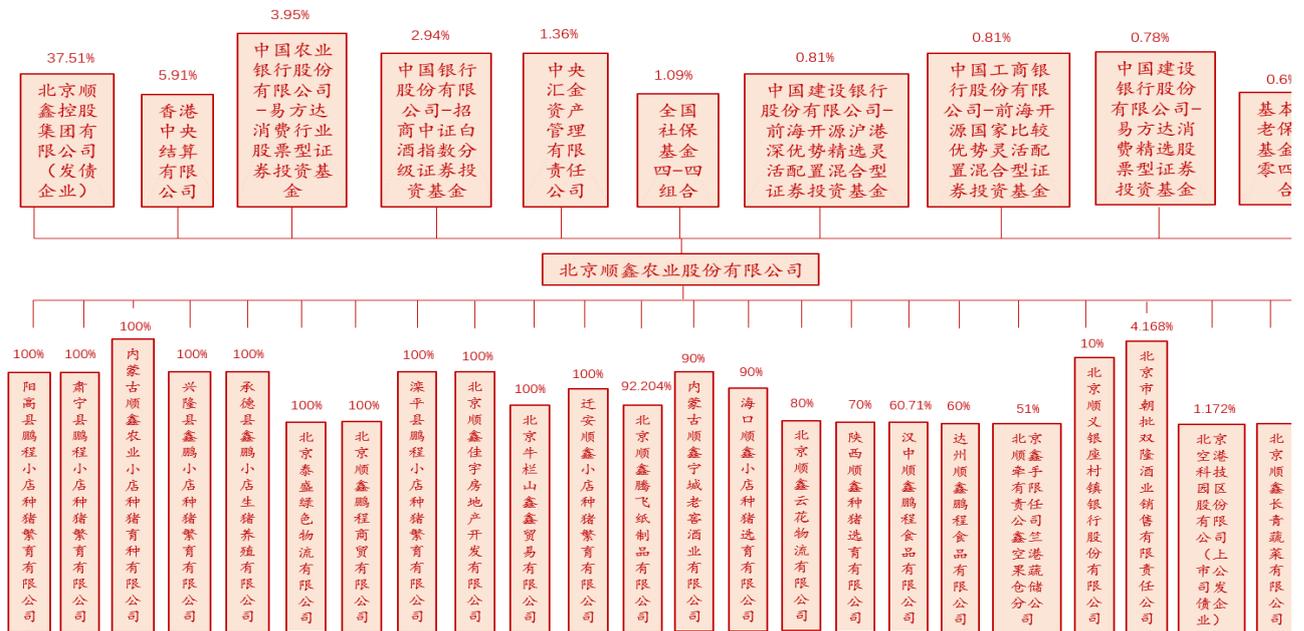


资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 1.2. 股权结构：国资委控股，组织架构层级分明

顺鑫农业于 1998 年 11 月上市，北京顺鑫控股集团有限公司持 37.51% 的股份，为主要持股控制人。目前北京顺义区国有资本经营管理中心对北京顺鑫控股集团有限公司拥有 100% 的控股权，北京顺义国资委通过对国有资本经营管理中心持股成为了顺鑫农业的实际控制人。公司组织结构层级分明，旗下由不同的子公司分别负责白酒、肉类加工、房地产开发等业务，分工明确各司其职，管理业务高质高效。

表 3：公司股权架构图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.3. 五年规划：历史规划侧重点不同，五五规划高质量推进

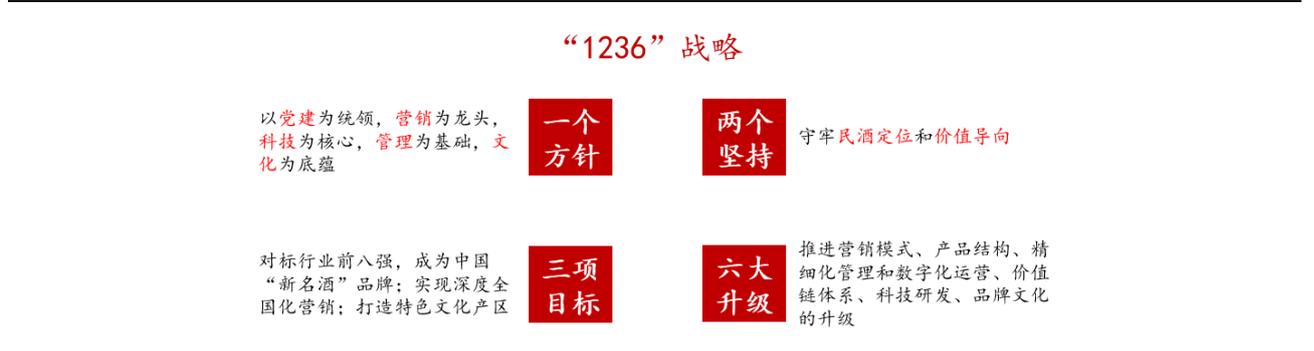
历史规划侧重点不同，五五规划高质量推进。2006年公司开展的“二五规划”强调明确市场定位；“三五计划”的初期与中期，公司强调推动多元产业全面发展，结构优化升级；“四五计划”聚焦酒类肉食两大业务；“五五计划”以“1236”战略为核心，将继续聚焦酒肉，调整产业布局，优化资源配置，提升市场拓展能力。

表 4：公司往年五年规划情况一览

年份	所属规划	表述
2006	二·五	2006 年是公司实施第二个五年发展规划的起始之年，.....明确市场定位，突出主业，培养和壮大核心竞争力，经营业务了新一轮的递增。
2011	三·五	2011 年是公司“三·五”规划实施的开局之年。面对国内外复杂的经济形势和挑战，.....积极对接市场，各项业务快速发展。
2014	三·五	2014 年是公司实施“三·五”规划的攻坚之年，也是“四·五”战略规划的全新起点。.....全面把握国家扩大内需、加快经方式转变的机会，推动产业结构优化升级，实现企业的快速发展。
2015	三·五	2015 年是公司“三·五”战略的收官之年，公司董事会和经营管理层坚持战略聚焦，以做大做强核心产业、努力提升运营效率为核心。
2016	四·五	2016 年-2020 年是公司“四·五”战略实施阶段，.....实施归核化发展战略，聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务。
2019	四·五	公司“四·五”战略自 2016 年开始实施，通过逐步调整产业布局，优化资源配置，强化内部核心能力，提升市场拓展能力。.....实施归核化发展战略，聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：牛栏山五五计划“1236”战略



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.4. 业务结构：白酒业务为主，产品布局全价格带

顺鑫农业旗下拥有三大业务板块，未来将继续聚焦酒业与肉类。顺鑫农业成立伊始，旗下拥有酒类、肉类、房地产、果品种植、农产品批发等多元化业务；2013 年董事长王泽上任后，正式将公司的业务聚焦于酒业与肉类，并对于果品种植、农产品批发、水利工程等其余业务逐渐进行资产剥离。目前公司旗下分别拥有白酒、种猪养殖屠宰加工、房地产三大业务（2020H1 白酒、肉类加工、房地产收入占比分别为 68%、26%、3%），其中拟剥离房地产业务以进一步聚焦白酒与肉类业务。

表 5：公司逐步剥离非主业

日期	剥离资产	受让方	交易价格(万元)
2014年3月21日	北京顺鑫明珠文化发展有限公司6.4%股权	顺鑫控股	349.88
2014年9月24日	北京顺鑫园林绿化工程有限责任公司51%股权	顺鑫控股	1556.87
2015年1月7日	北京顺鑫国际种业有限公司100%股权	顺鑫控股	1000
2015年1月13日	耘丰种业分公司全部资产	顺鑫控股	14.48
2015年9月1日	顺科农业技术开发分公司全部资产	顺鑫控股	654.96
2015年12月24日	北京顺鑫国际电子商务有限公司100%股权	顺鑫控股	374.76
2015年12月25日	顺鑫佳宇部分资产(杨镇供热中心资产)	顺鑫控股	8986.44
2016年1月10日	子公司顺鑫佳宇持有的顺新天宇1.01%股权	顺鑫控股	203.11
2016年1月11日	北京顺鑫创新国际物流有限公司100%的股权	顺鑫控股	1005.52
2016年11月30日	北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司87.08%的股权	顺鑫控股	42798.22
2017年10月31日	北京顺鑫大禹水利建筑工程有限公司85.43%的股权	顺鑫建设科技	29725.77

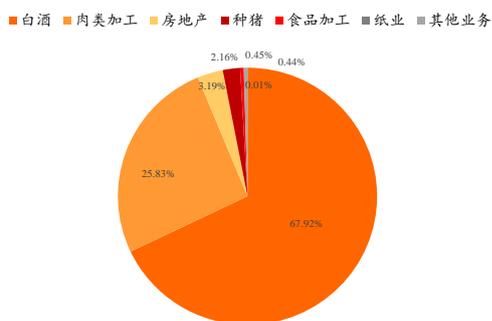
资料来源：Wind，浙商证券研究所

白酒及猪肉业务收入占比超 90%，白酒业务占比连年提升。我们将从收入及盈利方面对公司业务结构进行分拆：

**收入方面：1) 收入端来看**，2012-2019 年白酒业务收入 CAGR 为 18%，其中 2019 年收入同比增长 10.91%至 102.89 亿元，2020H1 收入 64.66 亿元；由于低端酒具一定消费刚性，即使在 2012-2015 年白酒行业深度调整期间，白酒业务收入增速亦保持两位数增幅，拥有超越周期的能力，而肉类加工、房地产业务收入增速波动较大，房地产业务 2015-2019 年均呈亏损状态，对公司业绩形成一定拖累效应；**2) 收入结构来看**，白酒、肉类加工、房地产业务收入占比分别较 2012 年变动+30.24、-15.74、+0.89 个百分点至 2019 年的 69.05%、22.62%、5.86%，其中 2020H1 白酒业务收入占比已达 67.92%，预计未来将进一步实现提升；

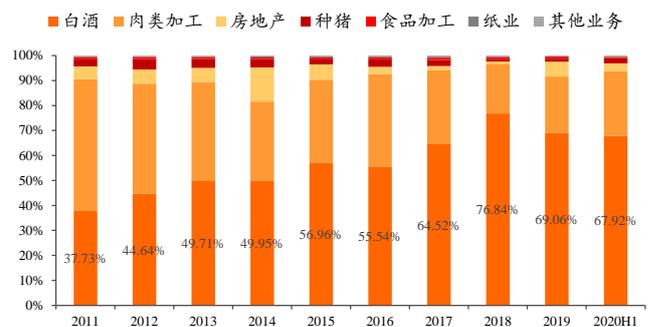
**盈利能力方面：1) 毛利率**：白酒、肉类加工、房地产业务 2020H1 年毛利率分别为 38.89%、1.86%、24.52%，分别较 2012 年变动-12.60、-2.94、+9.02 个百分点，随着占据 12-15 元价位带的“白牛二”产品收入占比不断提升，白酒业务毛利率呈现逐步下降态势；肉类加工毛利率与肉价呈一定关联，在 3%~8%区间范围内波动；房地产业务毛利率波动较大；**2) 盈利结构方面**：2020H1 白酒、肉类加工、房地产业务毛利占比分别为 90.34%、1.64%、2.68%，较 2012 年分别变动 15.83、-5.22、-0.19 个百分点，具体来看，白酒业务毛利占比逐年提升主因酒类业务规模保持高增。

图 6：2020 年 H1 公司分产品收入占比情况一览



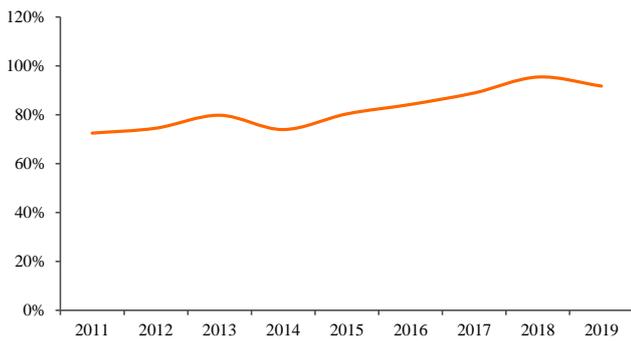
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：2011-2020H1 白酒营收占比上升趋势稳定



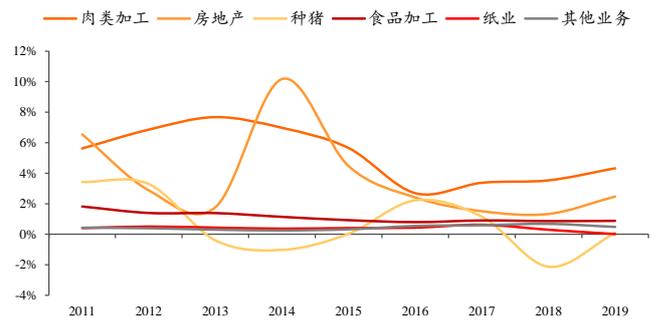
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：2011-2019 年白酒毛利率持续上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：2011-2019 年除白酒外业务毛利率变动情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.4.1. 白酒板块：布局全价格带，“白牛二”为全国化先锋

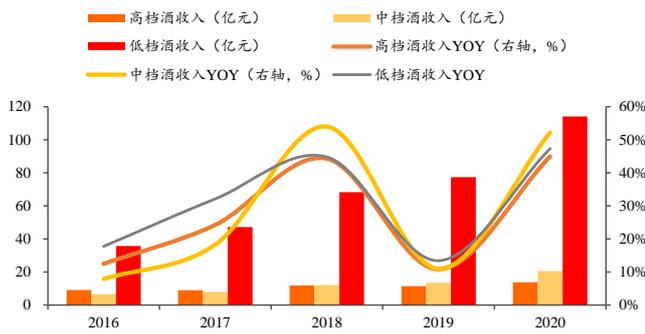
公司白酒产品布局全价格带，产品线规划清晰。顺鑫农业旗下拥有牛栏山及宁诚老窖两大白酒品牌，其中牛栏山为低档酒为主（为白酒业务收入及利润主要来源），宁诚老窖以中高档酒为主（2007 年末被公司收购，“宁诚”牌在内蒙古及东北地区拥有较高市场知名度，但目前规模较小）。具体来看，牛栏山分为浓香型与清香型两大类产品线，产品价格覆盖全价格带，白牛二收入占比接近 80%，为实现全国化的战略性单品。

表 6：牛栏山白酒产品结构

产品线	子品牌	产品	产品类别	酒度	容量	终端零售价
浓香	百年牛栏山系列	百年陈酿（三牛）	中高端	36% vol	400ml	90-100元
		百年红12年	低端	39% vol	500ml	120-160元
		百年红10年		38% vol	500ml	66-100元
		百年红8年		38% vol	500ml	45-58元
		百年红6年		35% vol	500ml	36-50元
	牛栏山珍品系列	牛栏山珍品陈酿43度	低端	43% vol	500ml	35-40元
		牛栏山珍品陈酿20 42度		42% vol	500ml	45-50元
		牛栏山珍品陈酿20 52度		52% vol	150、500 1000ml	45-55元/500ml
	牛栏山陈酿系列	牛栏山陈酿42度	低端	42% vol	500ml	12-15元
		牛栏山新一代陈酿 43度		43% vol	330、500ml	16-20元/500ml
清香	经典二锅头系列	至尊经典二锅头	中高端	60% vol	600ml	979元
		经典二锅头		52% vol	500ml	339-369元
		珍品三十年		53% vol	500ml	179元
		三十年窖藏		53% vol	500ml	190-220元
	传统二锅头系列	牛栏山二锅头56度	低端	56% vol	500ml	8-10元
		牛栏山二锅头46度		46% vol	500ml	7-9元
		牛栏山二锅头净爽43度		43% vol	265、500ml	12-14元/500ml

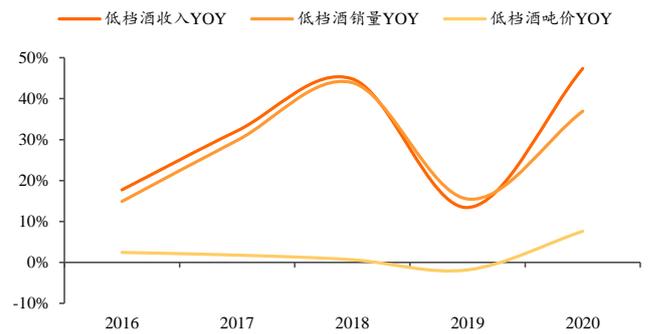
资料来源：京东，浙商证券研究所

图 10：公司高中低档白酒规模及增长情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：牛栏山低档白酒以量升为主



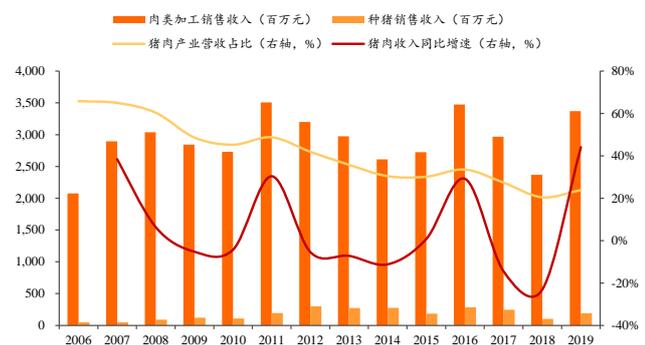
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.4.2. 猪肉板块：产业链完整，毛利率表现较为稳定

肉类业务为公司第二大类业务，北京为主要市场。公司配置了拥有集种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工、冷链物流配送为一体的完整产业链，除了在京拥有单厂300万头的屠宰能力和单体4万吨的冷库储藏能力，还拥有“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品等优良商业口碑：小店种猪场作为中国驰名商标，拥有国家级种猪培育场；“鹏程”品牌荣获中国受消费者喜爱的十大猪肉品牌之一。这样的广泛全面的业务布局使公司具有极强的抗周期性与应对能力。

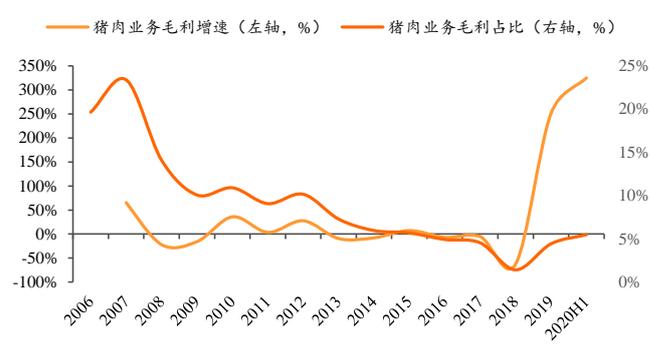
收入占比达23%的屠宰业具一定周期性，毛利率在2-8%左右浮动。公司屠宰业具有一定规模，2020H1收入为24.59亿，较去年同期增长71.83%；毛利率则跟随猪周期在2~8%区间中波动，主因：目前猪肉屠宰业务规模尚不足以形成显著规模效应以对抗猪周期，猪价上行阶段屠宰业务盈利能力下降，因此屠宰业务盈利情况仍与猪周期呈正相关。另外，公司还布局了种猪业务，猪价上行阶段，种猪业务盈利能力增强，但由于种猪收入占比仅为2%左右，因此盈利贡献度较低。

图 12：猪肉业务收入占比及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：猪肉业务毛利占比及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.4.3. 房地产业务：亏损拖累业绩，21年省外资产将剥离

房地产业务连年亏损，拖累公司业绩。顺鑫农业房地产业务主要由顺鑫佳宇负责，由于公司房地产业务面临地产调控和需求不足的双重压力，待售物业规模大，去化速度慢，对资金

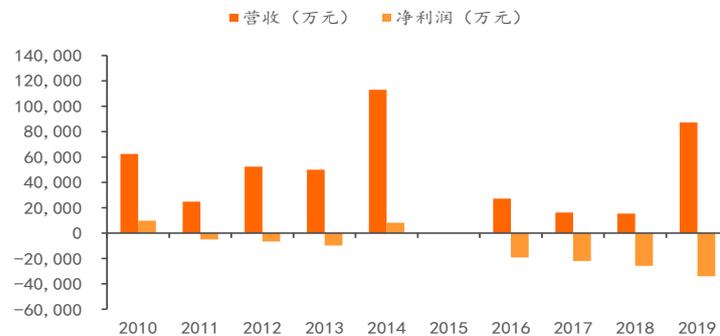
形成较大占用,公司房地产业务从2011年便开始亏损,2019年净利润亏损3.39亿元,2020H1净利润亏损1.5亿元,房地产业务拖累公司盈利能力。

表 7: 在售/在建地产项目 (截止 2019 年)

项目	计划总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	总可售面积 (万平方米)	用途	累计签约销售面积 (万平方米)	累计销售进度	累计签约销售额 (亿元)
站前街商业金融二期项目 (GBD)	21	20.42	13.17	住宅及商业	6.46	49.05%	14.99
包头望潮苑	11.45	11.27	15.1	住宅及商业	7.96	52.72%	5.32
海南富海家园项目	8.51	7.58	9.4	住宅及商业	7.71	82.02%	7.54
下坡屯项目	66.45	43.07	25.59	住宅	19.2	75.03%	14.64
总计	107.41	82.34	63.26		41.33	65.33%	42.49

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 14: 自 2011 年起, 公司房地产业务净利润呈持续亏损态势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

预计 2021 年仅有北京地产项目待剥离, 地产拖累影响有望减弱。在“聚焦主导产业, 调整剥离其他产业”的战略规划下, 公司房地产业务目前以去化为发展主线, 为加快剥离速度, 公司已将剥离策略从原来的项目整体处置+存量销售去化策略调整至项目分块处置, 截止 2020 年中, 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; 截止 2020 年 7 月, 公司已与文昌市政府签署有偿收回协议, 回售海南富海家园两块项目用地; 正在积极出售洽谈山东鑫泽园的三块项目用地; 尚有北京附近的小店和 GBD 三期项目用地未有开发或出售计划。另外, 据 Wind, 公司预计于今年完成外埠房地产业务的剥离, 北京地区的土地仍需开发, 需要 2-3 年的时间完成项目处置。

表 8：公司土地储备情况（截止 2019 年）

项目	项目用地	面积（万平方米）	取得成本（亿元）	备注说明
GBD 三期项目	京顺国用（2013出）第00093号	1.47	0.96	未有开发和出售计划
小店项目	京顺国用（2007出）第00018号、京顺国用（2007出）第00019号	26.46	1.04	未有开发和出售计划
海南富海家园项目	文国用（2013）第w0304717号、文国用（2013）第w0304718号、文国用（2013）第w0304803号	12.25	0.69	第w0304717号和第w0304803号已与文昌政府签订有偿收回协议
山东鑫泽园项目	曲国用（2011）第0912号、曲国用（2011）第0913号、曲国用（2011）第0914号	26.7	1.5	正在积极进行出售洽谈

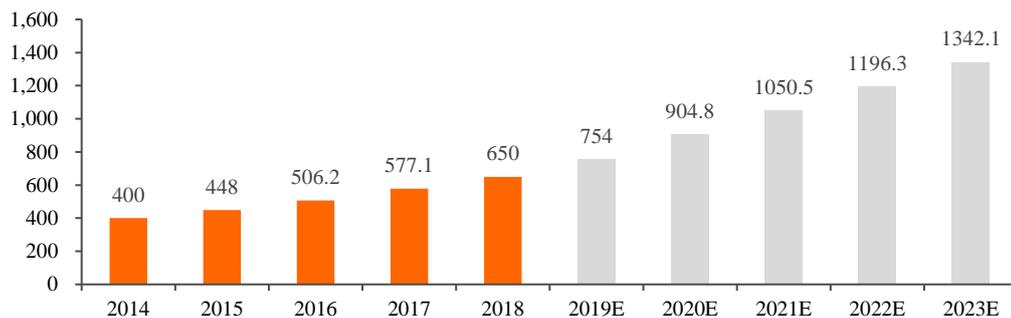
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 天时：光瓶酒市场空间广阔，多因素成就“白牛二”基本盘

### 2.1. 广空间：品类替代产品升级，光瓶酒市场规模持续扩容，

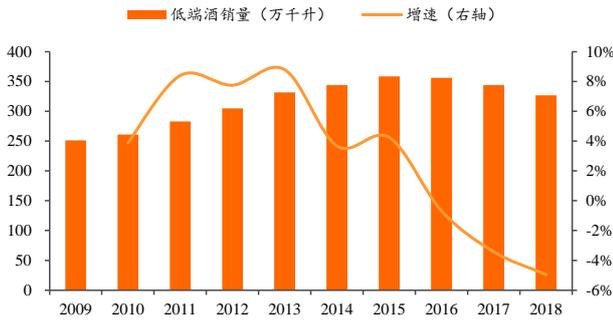
百元以下低端酒增速放缓，光瓶酒市场规模迅速扩容。根据欧睿数据显示，近年来百元以下低端酒销量 2016-2018 年连续三年负增长，市场规模增速放缓，低端酒中的光瓶酒赛道近年来快速扩容—据《2019 年中国光瓶酒行业概览》、《白酒白皮书》数据显示，光瓶酒市场规模从 2014 年的 400 亿元快速增长至 2019 年的 754 亿元，年复合增速高达 13.52%，预计至 2023 年光瓶酒市场规模将超 1300 亿元。此外，据《中国光瓶酒营销白皮书（2017 版）》预测，光瓶酒市场规模未来将超 1200 亿元，可见业内对于光瓶酒市场规模快速扩容的观点基本达成一致。因此，在百元低端酒市场规模增长放缓情况下，光瓶酒有望依托对低端盒装酒的品类替代实现量增，通过产品升级实现价增，从而市场规模快速扩容。

图 15：光瓶酒行业市场规模情况一览



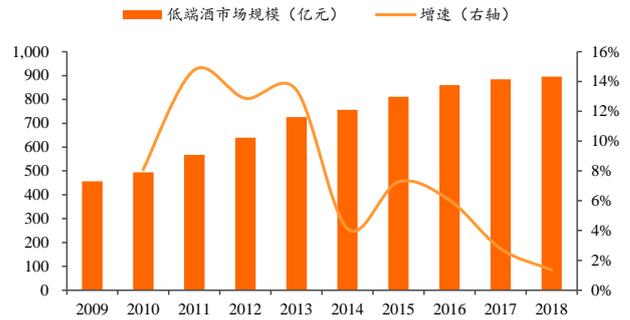
资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

图 16：近年来低端酒销量持续下滑



资料来源：欧睿数据库，浙商证券研究所

图 17：近年来低端酒市场规模增速放缓



资料来源：欧睿数据库，浙商证券研究所

**扩容逻辑 1：品类替代，消费升级助力光瓶酒取代盒装酒市场份额。**

低端酒消费场景向自饮集中+高性价比，消费者更青睐光瓶酒。在消费升级趋势下，近年来各省份主流价格带基本都提升至百元以上，这意味着在礼品消费与宴请消费的场景中，人们更青睐中高端酒、次高端酒和高端酒，百元以下的低端酒消费场景向自饮集中。光瓶酒相对低端盒装酒更具性价比，更适合作为人们日常饮用的口粮酒，因此消费者在日常饮用消费中更青睐光瓶酒。

表 9：近年来各省份主流价格带提升至百元以上

省份	升级前	升级后
江苏省	200-300	300元以上
广东省	200-300	300元以上
北京市	30元以下+300元以上	光瓶酒升级+次高端扩容
安徽省	80-150	150-300
河南省	80元	50-200元
四川省	120元	120-300元
湖南省	120元	120-150
湖北省	120元以下	120-200
贵州省	120元	120-200
江西省	100元	120-150
河北省	100元	200-400元不断扩容
陕西省	100元	100-200元
山东省	100元以下	百元价格带
甘肃省	100元以下	100-300元不断扩容
山西省	80元	100-300元
黑龙江省	80-90	100-200元
吉林省	80-90	100-200元
辽宁省	80-90	100-200元
新疆	60元	百元价格带

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：升级后数据截止 2020 年

低成本+利润稳定，厂商更青睐光瓶酒。盒装酒比光瓶酒的包装成本每瓶约高 2 元以上，若采用木质酒盒或异形瓶包装，则盒装酒包装成本约高 10 元以上，对于零售价 100 元以下的低端酒而言，盒装酒的包装成本将会对利润构成显著影响。光瓶酒则可以给厂家提供更大的利润空间，节省的包装费用可用于品质提升或市场开拓。因此，光瓶酒凭借低成本和稳定的利润更受厂商的青睐。

**扩容逻辑 2: 产品升级, 品牌化营销助力光瓶酒实现价位提升。**

**品牌化营销助力产品升级, 光瓶酒始于低端酒但不限于低端酒。** 低端酒消费人群以低收入人群为主, 在消费升级趋势之下, 低收入人群逐渐树立品牌意识。光瓶酒企业一方面由于成本上升的压力, 另一方面为了产品升级, 2020 年以来纷纷提价。此外, 名酒相继开始进军光瓶酒领域, 推出高线光瓶酒。总结来看, 虽然光瓶酒主打性价比, 但仍具有提价潜力。

**表 10: 2020 年以来, 成本压力推动主要光瓶酒企相继提价**

品牌	时间	提价措施
山西汾酒	2020年3月	3月26日开始涨价, 具体涨幅是42度玻汾由原来的420元/件, 上调至432元/件, 涨2.86%; 53度玻汾由原来的480元/件, 上调至504元/件, 涨5%。
衡水老白干	2020年3月	河北石家庄、唐山、秦皇岛等地的老白干绿标62度光瓶酒从供货价到零售价都进行了相应的上调, 供货价提升至10元/件, 终端零售价则调整为12元/瓶。
西凤酒	2020年5月	西凤酒绿瓶系列的出厂价将上调20%以上, 终端供货价同步上调25%-30%, 终端零售价也相应上调。
山西汾酒	2020年5月	42度玻汾终端牌价每瓶上调2元, 定价49元/瓶; 53度玻汾终端牌价每瓶上调3元, 定价58元/瓶。
牛栏山	2021年1月	牛栏山酒厂拟对三牛系列产品在原价格基础上进行调整, 即400ml、500ml、1.5L: 上调10元/瓶; 255ml: 上调6元/瓶。该价格调整计划自2021年1月16日起执行。
牛栏山	2021年2月	公司拟对部分低价位的二锅头系列光瓶产品、桶装产品及含精品系列在内的盒装酒产品进行提价, 提价幅度在10%左右。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2.2. 稳升级: 消费升级叠加成本提升, 行业集中度不断聚拢

### 2.2.1. 竞争格局: 光瓶酒竞争格局较分散, CR3 仅 25%

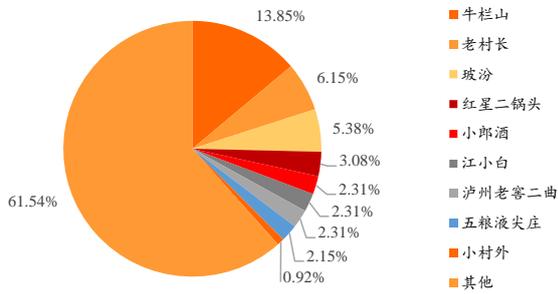
光瓶酒价位主要分布百元以下, 竞争格局分散。按价格带来分: 20 元以下的低档光瓶酒主要包括白牛二、绿牛、老村长、红星二锅头、龙江花园等, 该价格段产品销量最大, 牛栏山为其中龙头。20-50 元是目前光瓶酒产品升级的主流价格带, 牛栏山推出精品陈酿, 红星推出绵柔陈酿, 山西汾酒旗下的玻汾和五粮液旗下的尖庄纷纷在该价格段占位, 主流酒企的参与助推该价格带产品快速放量。50 元以上则属于高线光瓶酒, 各主流名酒均选择在该价格段布局, 牛栏山推出土豪金, 山西汾酒推出乳玻汾, 郎酒推出顺品郎, 舍得推出沱牌特级 T68, 而泸州老窖则在超高端的高线光瓶酒进行布局, 推出了百元以上的白瓶和高光。目前光瓶酒的竞争格局较分散, CR3 仅 25%, 远低于次高端酒和高端酒。

**表 11: 各档次光瓶酒一览**

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	牛栏山白牛二、红星二锅头、老村长、龙江家园等
中档	20-30元	北京二锅头、永丰二锅头(蓝韵)等
中高档	30-50元	牛栏山精品陈酿、红星二锅头绵柔陈酿、永丰二锅头(京韵)、玻汾、尖庄等
高档	50-100元	牛栏山土豪金、乳玻汾、顺品郎、沱牌特级T68等
超高档	100元以上	牛栏山珍品陈酿马尔斯绿、泸州老窖白瓶、高光等

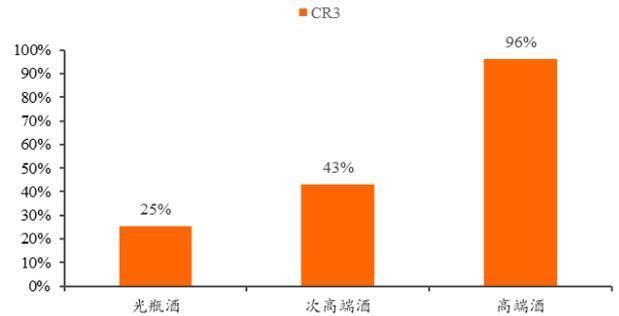
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18：目前光瓶酒竞争格局较分散，CR3 占比较低



资料来源：欧睿数据库，浙商证券研究所

图 19：光瓶酒 CR3 较次高端酒和高端酒低



资料来源：欧睿数据库，浙商证券研究所

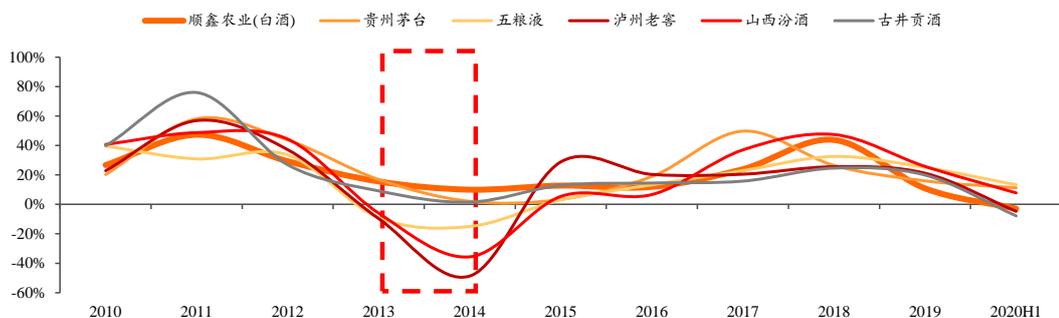
### 2.2.2. 模式/属性：商业模式类似快消品，需求具备刚需属性

快消品渠道为王的商业模式注定了行业集中度将实现持续提升。低端酒目前行业集中度较为分散，全国性强势酒企较为稀缺（核心竞争力为：成本优势、工艺优势带来的高性价比；高渠道利润带来的优质大商；较多优质大商带来的高铺市率；高铺市率带来的规模效应，从而进一步强化成本优势），而以快消品渠道为王的商业模式注定了行业集中度将实现持续提升，优势企业将强者恒强：

**1) 消费属性：**光瓶酒消费具备一定刚需属性，需求端的稳定保障了行业市场空间。① 消费群体：由于光瓶酒价格低廉，主要消费人群为农村居民、城市外来务工人员为主，消费频次较高；② 消费场景：消费场景多为自饮、亲友小聚，主要购买渠道为商超、烟酒店、餐饮店等；③ 消费特性：易冲动消费，大面积陈列、大面积铺广告能提升知名度，从而推升销量。综上，低端酒受经济发展、疫情爆发影响小，具有穿越周期的能力。

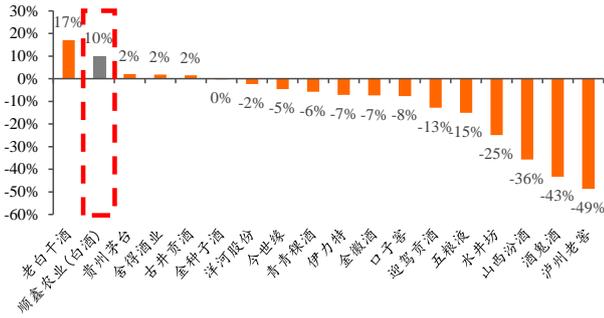
**2) 商业模式：**低端酒经营模式类似快消品，对酒企铺市能力要求高使得分化将逐步显现。区别于高端酒凭借较低销量即可获得超高利润的商业模式，光瓶酒的销售存在毛利低、销量大、周转快等特性，盈利模式以走量为主（牛栏山经营模式即符合不压货、轻库存、高周转特点），这对酒企的铺市能力拥有极高要求，考虑到大部分低端酒企均为地产酒，强势企业较少，具有较强渠道力、品牌力、产品力的全国性强势酒企未来市场份额有望持续提升。

图 20：顺鑫农业拥有超越周期的能力



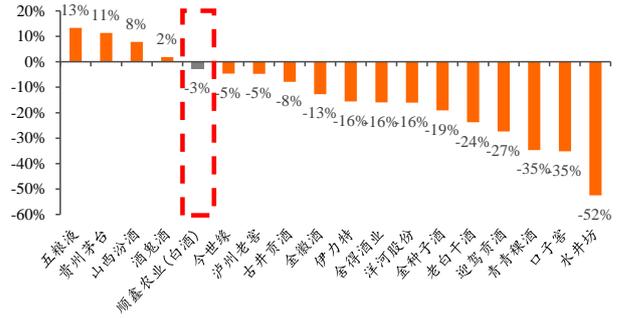
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：2014 年（调整期）各酒企营业收入增速，顺鑫位居前列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：2020H1（近期）各酒企营业收入增速，顺鑫位居前列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

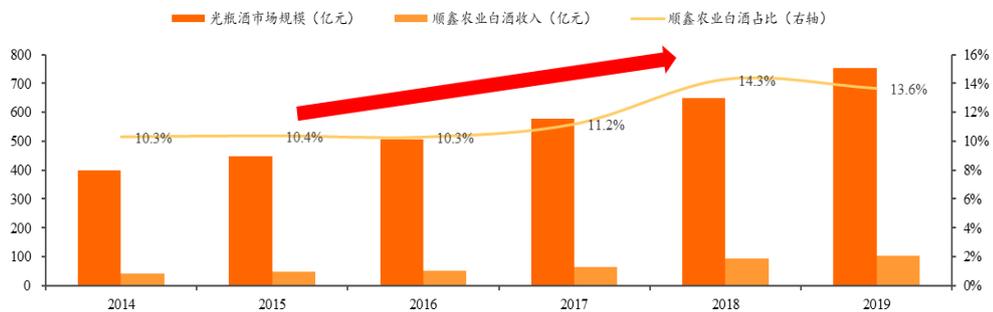
3) 居民消费水平提升叠加消费群体迭代驱动光瓶酒行业加速升级。当前光瓶酒消费群体中，70/80/90后占比分别约为29%、42%、23%，年轻群体占比的不断提升叠加人均可支配收入的持续增长，使得光瓶酒行业呈现以下新趋势：

① 消费群体更注重品质、品牌力、性价比。现如今消费者将不再仅将低价纳入选择标准中，而是对产品品质提出了更高要求，逐步增强的品牌意识使得其更愿意选择综合实力较强的大品牌产品。目前白牛二、玻汾等光瓶酒形象已深入人心，消费者认可度不断提升；

② 渠道驱动转向消费者驱动。此前老村长等低端酒企主要销售费用用于抽奖、搭赠、返利等传统营销方面，业绩增长主要靠渠道驱动；近年来随着消费升级，单纯依靠传统营销已无法支撑销量，消费者培育工作则显得愈加重要，牛栏山通过举办扫码营销、线上有奖转发等活动、“寻找二锅头发源地”“展示后厨——牛栏山体验游”等活动以增强与消费者的互动，“好酒不贵”形象也深入消费者心中；

4) 成本提升进一步拉开低端酒差距，市场份额向龙头酒企持续聚集。光瓶酒包材占成本比约为50%，玻璃及物流成本的上行将对光瓶酒企形成一定压力，具有规模优势的头部酒企拥有更强的成本转嫁能力，抗风险性强，行业头部效应将愈发显著。

图 23：顺鑫农业白酒收入占光瓶酒市场规模比重呈上升趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

高线光瓶酒迎来市场风口，各大酒企争相布局。在光瓶酒中，通常把30-50元以上的产品称为高线光瓶酒。高线光瓶酒的特征是颜值高、品质好，消费人群中80后和90后在逐渐扩容。近年来众多酒企争相推出高线光瓶酒，2019年牛栏山推出土豪金以及更高端的珍品陈酿“马尔斯绿”产品，2020年泸州老窖隆重推出高光系列作为第三增

长曲线，均可体现出各大酒企对于高线光瓶酒的重视。名酒高线光瓶酒具备品牌背书与性价比优势，同时香型与制作方法逐渐跳脱传统光瓶酒，浓香以及酱香光瓶酒未来有望形成大单品。光瓶酒也因此从低端酒向百元以上发展，未来仍有价位提升的潜力。

### 2.3. 大单品：15 元价位带无强势竞争对手，“白牛二”一马当先

“白牛二”已成为 15 元价位带的绝对领先者，因此大多消费者也将牛栏山定位为 15 元价位带的代表品牌。我们通过复盘牛栏山及主要竞争对手情况，从而探究“白牛二”飞速发展背后的原因：

#### 红星&老村长 VS 牛栏山：牛栏山实现了对二锅头老大红星及东北二锅头老村长的赶超

2002 年牛栏山在梳理“321”战略后开始进行区域扩张，于 2008 年销量赶超红星二锅头，此后十多年间牛栏山规模飞速发展，而红星二锅头则停滞不前。近年来牛栏山不断抢占老村长市场份额，而老村长体量也从近百亿下降至约 40 亿左右。通过复盘红星、老村长及牛栏山的发展历程，我们认为牛栏山的成功离不开其灵活的产品战略及坚定的品牌战略：

#### 一、产品端：牛栏山顺应香型发展趋势，用单品打天下

- 1) 早期顺应香型发展。早在上世纪 90 年代，随着山西汾酒逐步退居行业前三，而泸州老窖、五粮液等知名浓香型酒崛起，浓香香型逐步成为该阶段的主流香型，在这一背景下，牛栏山管理层于 1993 年顺势推出浓香型酒北京醇，通过投放 6000 万广告费快速打开局面，于 1996 年实现 5.8 亿元收入，2002 年推出的百年系列于 2004 年亦实现 3 亿规模。但考虑到公司品牌力积累问题，公司于 2002 年将牛栏山重新定位清香，并于 2004 年推出经典二锅头及珍品三十年，并完善清香型产品产品序列，目前牛二收入主要由浓香酒贡献；与此同时，虽然红星二锅头在 1999 年也推出了浓香型“红星御酒”，但后续并未在浓香型酒上进行发力。
- 2) 后期引领光瓶酒价格带升级，用单品打天下。自 2008-2011 年，“白牛二”在北京地区的价格从 8 元逐步提升至 12 元，平均每年涨价 2 元，成为北京市场 12 元价位带光瓶酒领导者，2011 年全国化拓展初期，牛栏山依靠牢牢占领 12 月价格带的“白牛二”顺利开疆扩土，而其他竞争品牌大多集中在 10 元价格带，2015 年后，“白牛二”逐步提价至 15 元，而其他竞争品牌大多集中在 12 元价格带，这一阶段，“白牛二”通过率先不断提价，成为了 15 元价格带的领先者，用一个单品打天下。

#### 二、品牌营销端：品牌形象深入人心，原点人群口碑传播

- 1) 大本营人群口碑传播，病毒式迅速扩散。“白牛二”在全国化过程中虽然几乎不做促销、不做推广，但在新市场铺货后便能马上流行开来，口碑为其实现自然动销的推手：第一，在北京牛栏山饮用人群极为广泛，不分高低贵贱均饮用牛栏山，这一现象使得外地人群认为牛栏山=北京名片，而北京为国家首都，牛栏山地位自然潜移默化的被抬升；第二，北京市场及环北京市场原点人群的口碑传播（比如：消费者 A 对本不喝光瓶的外省消费者 B 说“你知道吗，北京当官的都喜欢喝这个酒”，消费 B 便愿意尝试，从而完成初次消费，牛栏山的意见领袖作用明显）让牛栏山的品牌故事实现感冒时迅速扩散，形成了由北京人引发的独特消费文化现象；
- 2) 相较于老村长、红星，较强的品牌力使得牛栏山接受度更高。受益于拥有高层级的意见领袖、品牌形象深入人心、品质优异复购率高，发源于北京的牛栏山品牌接受度极高；老村长品牌背书为“村里人自己喝的酒”，但东北地区包容性较北京弱，意见领袖层次

较牛栏山低，因此在品牌上老村长弱于牛栏山；红星二锅头则宣传语多变，将二锅头龙头形象拱手让给了牛栏山；

### 三、渠道市场端：聚焦高势能市场，实现爆发式发展

1) “白牛二”聚焦高势能市场及人群，通过大本营市场实现辐射，涟漪式推进。“白牛二”最早大本营为顺义区，后拓展至北京市区，继而是北京区域，环北京区域，2011年牛栏山提出发展圈理论——即北京为核心圈，然后环北京区域、黄河以南、长江以南，圈圈辐射，涟漪推进，2012年开始进军全国。“白牛二”通过聚焦高势能市场及人群来创造口碑打开市场，因此在整个外拓过程中，“白牛二”无需在市场方面投入过多费用，仅保持较高铺货率、覆盖率，保证陈列效果，即可实现自然高动销。

2) 势能缓慢积累，爆发式发展。区别于投入巨额广告后，在短时间内实现销量的爆发式增长发展模式，“白牛二”经历了较长的势能积累阶段——2002年公司推出“白牛二”，在顺义地区成为当地领先品牌后，于2008年左右在北京地区实行深度分销，2010年后才在市场上实现了爆发式增长，并成为全国发展最快的光瓶酒。

→ 同价位带中，“白牛二”已没有直接竞争对手。依靠坚定的品牌战略、大本营市场涟漪式辐射、大本营人群口碑病毒式扩散、较高渠道利润，“白牛二”不断抢夺外省地产酒当地市场份额（据渠道调研反馈，早前“白牛二”在河北、山东、苏北等市场价格几乎与老村长价格带重叠；在安徽及长江以南的市场多以15元价格左右压制竞争对手），考虑到消费升级趋势叠加“白牛二”压制性打击，老村长、红星、三井小刀等光瓶酒品牌均开始布局20元以上更高价位，与“白牛二”形成错位竞争，2018年后“白牛二”几乎没有了竞争对手，并实现高速增长，但值得注意的是，近年来河北、天津等市场“白牛二”已出现增速放缓迹象。

→ 名酒企并不具备降维打击动力（低价光瓶酒与中高端产品经营逻辑不通；低价光瓶酒渠道利润偏低；低端光瓶酒培育时间较长，名酒企深知不能为了捡芝麻而丢西瓜，因此并不具备切入20元以下价位带的动力）；

表 12：名酒企纷纷布局光瓶酒市场

酒企	高线光瓶酒	推出时间	图示	零售价
郎酒	42° 红顺	2019年		68元
郎酒	45° 蓝顺	2019年		88元
舍得酒业	沱牌特级T68	2019年		68元
顺鑫农业	42° 牛栏山上豪金	2019年		70元
顺鑫农业	43° 珍品陈酿20“马尔斯绿”	2019年		118元
顺鑫农业	52° 珍品陈酿20“马尔斯绿”	2019年		199元
泸州老窖	52° 白瓶	2019年		258元
泸州老窖	40.9° 高光G3	2020年		788元
山西汾酒	53° 玻汾	2020年		58元
江小白	40° 江小白金奖版	2020年		70元

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**总结来看：**“白牛二”在早期通过顺应香型发展趋势及时推出浓香酒，后期引领了光瓶酒价格带升级，并凭借高性价比（成本+工艺优势）、高铺货率（高渠道利润吸引优质大商）、强品牌力（地域工艺营销优势）实现单品的高接受度，通过大本营人群口碑传播、聚焦高势能市场及人群，实现了“白牛二”单品的迅速全国化，并成为15元价格带的领军者。

### 3. 地利：大品牌、高性价比、强渠道为公司核心竞争优势

牛栏山的竞争优势在于“规模大—收入高—广告投放力度增加—规模增加—收入增加—广告投放力度进一步提升”正循环带来的绝对竞争力，而规模效应背后隐藏的是公司不断提升的品牌力、品质、渠道力。

#### 3.1. 大品牌：地域、工艺、品牌优势造就超强品牌力

牛栏山为最早拥“中华老字号”、“中国驰名商标”、“中国酿酒大师”的酒企，同时“北京正宗二锅头=牛栏山”、“第一民酒”等观念深入人心，公司较强的品牌优势来源于：通过故事发挥二锅头原产地优势、工艺优势、营销力强优势：

- 1) **地域优势：营销故事串起北京二锅头地域优势，八百年深厚历史之花绽放。**二锅头最早发源于明清两朝首都北京，依据现保存在顺义档案馆的《顺义县志》，从有详细酿酒历史记载的康熙五十八年（1719）年算起，酿酒古镇牛栏山的“酒龄”已近300年。20世纪90年代，牛栏山将名称与地域相结合，推出“北京醇”这一大单品；在代言人上，2002年公司聘请宰相刘罗锅中的演员李丁进行代言，2007年聘请著名演员王刚进行代言，从而进一步将产品与北京绑定。另外，牛栏山屡次荣获具区域特性的奖项，进一步绑定了牛栏山与北京文化。

表 13：牛栏山屡次荣获具区域特性的奖项

时间	品牌获取情况
2002	北京市首家获得“地理标志认证”保护的出口企业
2004	获北京市质量技术监督局颁发的“牛栏山牌白酒为北京名牌产品”荣誉证书
2006	牛栏山牌经典二锅头获第二届中国（北京）国际餐饮食品博览会金奖
2007	牛栏山二锅头传统酿造技艺入选北京市非物质文化遗产名录
2012	“百年红”系列在第九届“北京礼物”旅游商品大赛中荣获北京特色都市工业品类优秀奖
2013	牛栏山酒厂“百年二锅头大师酒”在第十届“北京礼物”旅游商品大赛中荣获北京特色旅游商品类银奖
2013	获得由中国白酒东方论坛·北京研发的“中国白酒脊梁”奖杯
2015	牛栏山酒厂被认定为“北京市非物质文化遗产生产性保护示范基地”； 荣登第八届华樽杯中国酒类品牌价值200强榜单；
2016	在北京影响力评选活动中，被评为最具影响力品牌； 2016年03月，牛栏山二锅头被认定为首届中国地域文化标志酒
2018	牛栏山品牌荣获2018中国酒业京津冀最佳品牌奖； “牛栏山开坛至尚”荣获2018中国酒业京津冀创新产品奖； 厂长宋克伟荣获2018中国酒业京津冀突出贡献奖； 副厂长魏金旺荣获2018中国酒业京津冀工匠精神奖

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

- 2) **工艺优势：牛栏山二锅头经原产地认证，工艺为国家级非物质文化遗产。**牛栏山发源地北京市顺义区牛栏山镇有着千年酿酒历史，2000年公司在创立牛栏山品牌后，2002年获得“国家二锅头原产地”认证；2003年酒厂提出打造中国二锅头第一品牌口号；2008年2月，国家标准化委员会公布“地理标志产品 牛栏山二锅头酒”国家标准批准发布；2008年6月，“北京牛栏山二锅头酒酿制技艺”作为北京二锅头酒传统酿造技艺的代表，正式被列入国家级非物质文化遗产名录蒸馏酒传统酿造技艺项目。
- 3) **营销优势：持续聚焦“牛栏山”品牌，树立“二锅头龙头”品牌形象。**在白酒黄金发展十年期间，广告不仅仅能维护品牌力，更能直接营销消费者心智：2002年前后公司品牌聚焦至“牛栏山”，紧扣“民酒”“名酒”核心定位，推出了沿用至今的广告语——“正宗二锅头，地道北京味”；2011年试水央视，2011-2013年投放金额分别为192/2253/5617万元，2014-16年更是每年投放超过1亿的广告费拿下黄金档剧场以夯

实品牌地位,此时牛栏山带有北京印记的形象已深入人心。当前相较于红星、老村长,牛栏山搜索指数均值已为红星、老村长的1.2、3.2倍,市场影响力正不断扩大。

图 24: 牛栏山广告语



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 25: 王刚代言牛栏山广告



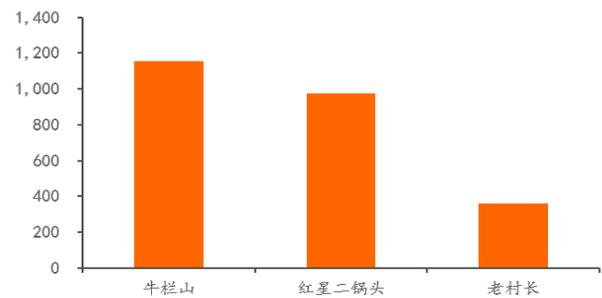
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 26: 公司广告及促销费用逐年提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 27: 2020 年牛栏山搜索指数远超竞品



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 14: 牛栏山品牌营销宣传情况

时间	线上线下品牌营销宣传情况
2000	建设牛栏山酒文化博物馆
2007	邀请国家一级演员, 表演艺术家王刚正式成为酒厂新形象代言人
2008	举办“为奥运喝彩, 为北京干杯”的奥运庆功酒开坛仪式, 迎接奥运
2009	牛栏山提出“地地道道, 北京酿造”, “正宗二锅头, 地道北京味”等广告词, 在地方和全国性媒体、酒行业主流媒体进行投放, 例如《中国酒业》等媒体
2010	聚焦北京市场进行广告投入, 2010年广告投入1.15亿
2011	牛栏山初步试水央视平台, 投放总额仅为192万人民币
2012	央视广告投放总额突飞猛进, 达到2253万
2013	进一步加大央视广告投入, 耗资5617万人民币拿下《黄金档剧场》和《晚间新闻》的抢手广告时段
2014	
2015	1、2015年新增加对于辽宁卫视的广告投入, 但费用较少
2016	2、投入11.06亿用于白酒品牌的媒体推广项目
2017	牛栏山强势合作北京卫视节目《厉害了我的歌》和《跨界喜剧王》
2018	牛栏山加大力度投放广告, 2018年广告费用同比增长46%
2019	独家赞助第4届中日职业拳击争霸赛, 近年来, 发力品牌宣传, 赞助一系列体育节目及拳击、举重、柔道等体育赛事

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.2. 高性价比：自然资源及技艺传承为基，注重研发人才为要

牛栏山二锅头口味香甜，入口柔和，不上头，获得消费者广泛青睐。牛栏山产品的高品质来源于顺义独特的自然环境、二锅头技艺的历史传承、对研发及人才的重视、严格的质量管理体系：

- 1) **自然环境优势：**山水灵犀，好水好原料酿地道好酒。水：酿酒古镇牛栏山，北依燕山山脉，东临潮、白二河汇合处，其水质甘美绝佳，含有丰富的矿物质，自古以来就是酿酒的上佳之选；原料：牛栏山品牌发源地顺义地区的自然环境适宜优质高粱等作物成长，历有“京东第一大粮仓”之美名，牛栏山酒厂通过建立高标准万亩优质原粮供应基地以保证原粮的高品质；
- 2) **技艺传承优势：**“地缸”发酵法搭配十一道传统工艺。二锅头酿制工艺早在清朝中期就已成熟；在生产工艺上，牛栏山酒厂采用固液法与固态法酿造工艺；在发酵方法上，牛栏山二锅头仍沿用古老的“地缸”发酵法。2006年10月，经中国酿酒工业协会专家评定，牛栏山二锅头被认定为中国白酒清香型（二锅工艺）代表；2007年6月，牛栏山二锅头传统酿造技艺入选北京市非物质文化遗产名录。

**表 15：白酒酿造工艺**

方法名称	国家标准号	定义	色泽和外观
二锅工艺		蒸馏接酒时将第一锅冷却水流出的酒作为酒头另行使用，第三锅流出的酒则作为酒尾单独处理，只有第二锅流出的酒会成为成品。	
固态法	GB/T10781	以粮谷为原料，采用固态（或半固态）糖化、发酵、蒸馏，经陈酿、勾兑而成的，未添加食用酒精及非白酒发酵产生的呈香呈味物质，具有本品固有风格特征的白酒。	酒无色，如果兑水，酒精度降低，则脂肪酸酯大分子析出，于是呈现白色浑浊。
固液法	GB/T20822	以固态法白酒（不低于30%）、液态法白酒勾调而成的白酒。酒体柔顺、醇甜、爽净（高度酒）或较爽净（低度酒），还应具有本品特有的香气和典型的风格。	要求与液态法白酒相同，只是当酒的温度低于10℃时，允许出现白色絮状沉淀物质或失光，而在10℃以上时应逐渐恢复正常。
液态法	GB/T20821	以含淀粉、糖类物质为原料，采用液态糖化、发酵、蒸馏所得的基酒（或食用酒精），可用香醅串香或用食品添加剂调味调香，勾调而成的白酒。香气纯正、舒适、协调，口味醇甜、柔和、爽净，并具有本品的风格。	无色或微黄、清亮透明、无悬浮物、无沉淀。

资料来源：微酒，酒业家，浙商证券研究所

- 3) **质量管理优势：**牛栏山在“质量是生命、质量是效益、质量是市场”的方针指引下，建立一系列质量管理体系并制定“四个控制”质量管理方法，以保障二锅头产品的长期质量稳定，奠定企业发展的坚实基础。

**表 16：质量管理体系与质量管理方法**

质量管理体系	质量管理方法（四个控制）
建立ISO9001标准质量管理体系	对原料的控制
建立HACCP管理体系保证食品的安全和质量	对水源的控制
将ISO9001质量管理体系和HACCP食品危害关键控制点管理体系结合障产品质量和安全	对发酵工艺的控制
根据ISO9001标准制定了《采购控制程序》、《合格供方评价程序》、《外购物资技术规范》等管理文件	对勾调工艺的质量控制

资料来源：微酒，酒业家，浙商证券研究所

- 4) **科研与人才优势。**公司以“在传承中发展，在发展中创新”为宗旨，自上世纪开始对科研方面进行持续投入——上世纪90年代酒厂开始与高等院校开展合作，建设高标准学者研究所开展科研项目；在时任厂长李怀民的推动下，所组建的香海研究所完成了36度百年牛栏山、50度特质精品二锅头、53度清香四牛等新品；2002年公司为了降低成本，率先取得了用甜高粱杆酿酒实验的成功；2006年，牛栏山酒厂建立P2级微生物实验室，建立“牛栏山酒厂菌种库”，此后，牛栏山完成若干科研项目、建立了博士后工作站等科研平台。2019年，牛栏山继博士后工作站之后又成立了院士工作站，迎来双院士入驻，围绕生物发酵和风味技术开展研究工作，将为酒厂注入新的科研力量和科研技术。
- 5) **产能优势：**公司“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程”拟在保持白酒生产总量不变的条件下，通过改进生产工艺、更新灌装设备，将部分低档白酒产能向中档优质白酒转型，新增高品质基酒储存能力12000吨，新增配制酒罐装能力50000吨，同时对罐装、勾调等生产线、设备进行更新改造、截止2019年末，上述项目已完工60%。

表 17：牛栏山科研项目（部分）

编号	项目名称	项目有效期	合作单位
1	搭载神九的中低温大曲微生物种群开发	2012.9.20-2013.9.19	中国科学院工程研究所
2	牛栏山二锅头大曲微生物群落组成研究	2014.3.1-2015.3.1	中国科学院微生物研究所
3	牛栏山清香型大茬酒发酵过程中微生物种群演替规律研究	2014.7.1-2015.6.30	中国科学院微生物研究所
4	牛栏山清香型二茬酒发酵过程中微生物种群演替规律研究	2015.2.1-2016.2.1	中国科学院微生物研究所
5	牛栏山飞天大曲微生物代谢差异及应用研究	2016.4.1-2017.3.31	中国科学院微生物研究所
6	牛栏山清香型白酒酒发酵过程中微生物功能的研究	2014.8-2016.8	与中科院微生物所联合建站 博士后课题（第一期博士后）
7	牛栏山白酒品质安全与功能因子的研究	2017.7.-2019.7	与中科院微生物所联合建站 博士后课题（第一期博士后）
8	牛栏山白酒菌种库中风味产生菌的确认	2018.6.6-至今	中国科学院微生物研究所
9	风味产生菌种构成与基酒风味轮对应关系	2018.6.6-至今	中国科学院微生物研究所
10	牛栏山白酒酿造过程中糖类、蛋白质类及脂肪类三大代谢途径的相关功能微生物研究	2019.4.11-至今	与中国科学院微生物研究所、 中国工商大学在筹建院士工作站

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 28：研发投入资金/资金占收入比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 29：公司人才储备情况

职阶	人数
教授级高工	1
高级工程师	3
工程师	12
国家级白酒评委	4
高级品酒师	8
酿酒品酒师	16
酿酒品酒员	18
白酒酿造 检验高级技师（技工）	31

资料来源：Wind，浙商证券研究所

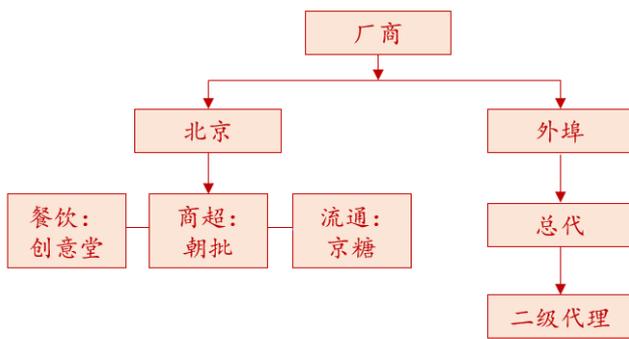
### 3.3. 强渠道：大商制提升铺货效率，高渠道利润增强渠道推力

大商制度助力公司提升铺货效率，迅速打开全国市场。早在初期发展之时，公司主要以直营为主；2004年开始公司为了提高铺货效率、降低运营成本，决定利用创意堂（餐饮渠道）、朝批（商超渠道）、京糖（流通渠道）等大商来完成北京市场的开拓；2013年

北京市场前三大经销商已贡献了北京地区收入的近 50%；在全国化过程中，牛栏山采取区域总代模式实现精细化的主动扩张（先在省市设立综合实力较强的总代，再通过细分渠道、区域、产品招募二级经销商，经销商布局可触及县），经销商负责市场运营投入，而厂商负责监督协助。目前牛栏山 5000 万以上经销商数量超 35 个，酒类销售的餐饮终端网点增至 8000+家。2019 年，牛栏山前五大客户销售占比 14%，高于行业平均，并继续呈增长趋势。

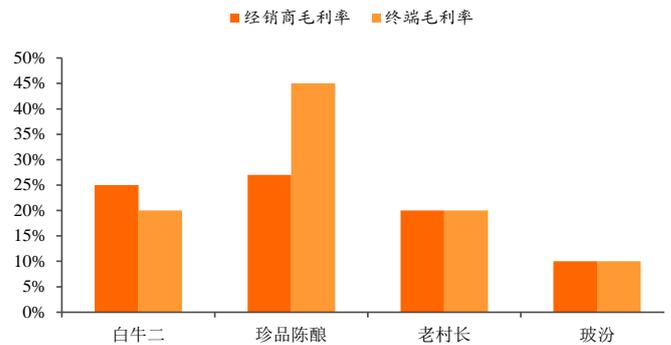
**高渠道利润增强渠道推力，高毛利增加经销商粘性。**高渠道利润率叠加高周转带来的高毛利为经销商粘性高（目前合作十年的独家经销商占 75%）、渠道推力强的重要因素，亦是牛栏山实现对红星二锅头反超的重要竞争力：相较于注重走量的红星（2006 年红星二锅头渠道利润空间仅有 0.1-0.2 元/瓶），“白牛二”一批商、二批商利润均可达 25%，终端利润率可达 20%，较高的渠道利润率叠加高周转率（2~4 周）赋予经销商高毛利，平台商、一批商、终端毛利率均高于 20%，较合理的利润分配使得渠道推力增强，同时牛栏山的大商均与牛栏山拥有较长的合作时间。

图 30：牛栏山渠道构成（以北京为例）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 31：牛栏山产品与竞品渠道利润率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 18：大商渠道模式特点

对比	大商制	深度分销制
经销商利润	较厚	较薄
经销商数量	一般一个区域一家，规模较大	一般一个区域多家，规模较小
终端掌控	由经销商负责	厂家直接掌控
优势	快速开拓市场，经销商与厂家利益绑定	利于渠道深耕及提高终端控制力
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：公司公告，浙商证券研究所

**电商及数字化营销工作有序推进。**公司布局线上线下融合的数字化营销，对珍牛系列产品进行科学的管理。以线上电商的形式开拓营销渠道，新品精品陈酿线上首发，并利用二维码管理、会员收集、活动促销等政策，实现会员深度运营。在严格的深度营销定量与定性考核的管理下，公司成功建设综合评定市场机制，增强终端管控，保障市场秩序。

## 4. 人和：“老将”组“元帅团”，核心管理层经验足

公司核心管理团队经验丰富，且近年来都有在司任职的经历，对行业与公司的业务状况有较为清晰明确的了解。李颖林于 2018 年上任董事长一职，曾任北京顺义金融控股有限公司董事、副经理；北京顺鑫控股集团有限公司监事会主席，有丰富的管理经验与资源。其他高管最近五年基本都任职于顺鑫农业的财务、投资、销售等核心部门，对公司的财务状况及组织结构有明晰的认知。正是在这群公司“老将”组成的“元帅团”的带领下，顺鑫农业稳扎稳打，厚积薄发，稳居行业龙头地位不倒。

**表 19：公司核心领导履历**

姓名	职务	任职时间	履历
李颖林	董事长	2018/5/4	1996 年参加工作,最近五年历任顺义区国有资本经营管理中心 党委委员、副经理;北京顺鑫金融控股有限责任公司董事、副经理;北京顺鑫控股集团有限公司监事会主席;北京综合保税区开发管理有限公司监事会主席。现任顺鑫控股党委副书记、董事、经理,顺鑫农业董事长。
安元芝	总经理 董事会秘书	2010/12/16	1994 年参加工作,历任新疆财经学院教师,北京市崇文区委党校教师、北京市崇文区委党校教学科研处副主任、北京市 崇远投资管理公司投资部副部长、北京宏源证券股份有限公司业务经理、中国阿拉伯化肥有限公司总经理助理、中国中煤能源集团公司政策研究室主任、河北秦皇岛广顺房地产开发有限公司副总经理、北京顺鑫农业发展集团有限公司副经理
王金明	董事 副总经理	1999/12/15	最近五年一直担任顺鑫农业董事、副总经理,曾任顺鑫农业 财务总监,2017 年 2 月 10 日,不再担任公司财务总监。现任顺鑫控股董事,顺鑫农业董事、副总经理。
林金开	副总经理	2013/12/25	研究生学历,国际贸易专业,中级经济师。最近五年历任顺鑫农业投资管理部长,顺鑫农业 副总经理。现任顺鑫控股 董事,顺鑫农业副总经理,主管公司投资事务。
张德宝	董事 副总经理	2013/12/25	最近五年一直担任顺鑫农业董事、副总经理;顺鑫农业鹏程食品分公司总经理;顺鑫农业 店畜禽良种场分公司总经理,主管公司肉制品产业
宋克伟	董事 副总经理 牛栏山厂长	2013/12/25	参加工作,历任顺鑫农业牛栏山酒厂设备科副科长、灌装车间主任、党总支副书记;最近 年一直担任顺鑫农业 董事、副总经理。现任顺鑫农业董事、副总经理;顺鑫农业 牛栏山酒 厂厂长,主管公司白酒产业。
李秋生	董事 副总经理 牛栏山厂长	2017/2/10	1991 年参加工作,最近五年历任顺鑫农业财务计划部部长、顺鑫控股计划财务部经理。现 任顺鑫农业董事、副总经理、财务总监,负责公司财务部门工作。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 5. 未来看点：产品结构升级为利润增长点，纵深发展为翼

### 5.1. 看点一：“白牛二”基本盘盈利稳健，珍品为下一发力点

白牛二基本盘发展稳健，为牛栏山升级奠定良好基础。上文已复盘了“白牛二”发展历程，认为“白牛二”可为牛栏山实现产品升级的通道，主因：1) 渠道方面，“白牛二”已凭较高的渠道利润拓展出大量布局全国的高质量、高粘性大商，具有竞争力的铺市率，新升级产品可通过原有渠道作为铺设入口，从而完成在全国范围内终端渠道的迅速铺设；2) 品牌营销方面，“牛栏山·白牛二”已通过高性价比及大力度营销在全国范围内树立较强品牌力，公司此前聚焦“牛栏山”品牌利于升级版产品的品牌导入；3) 产品方面：“白牛二”规模效应显著，将为其他升级版产品在成本端带来一定优势。

#### 5.1.1. 直接提价逻辑—直接提价或为未来业绩增长逻辑之一

直接提价的发展逻辑（目前“白牛二”收入占比约为 80%）：

公司近期通过对“白牛二”直接提价以对冲成本、增厚利润，直接提价或为未来业绩增长逻辑之一。“白牛二”自 16 年 5 月出厂价提高过 1 元后，至 19 年未曾提价，终端价始终保持在 15 元左右（因此实际上牛栏山近年来的业绩增长主要靠全国化带来的量增），20 年、21 年牛栏山受成本上涨影响，而进行了小幅提价，市场销量不降反升。另外，在过去牛栏山未提价期间，部分苏州、上海等经济发达地区经销商碍于较高的成本，自主提升了“白牛二”

零售价至 17 元，对销量影响较小显示消费者对“白牛二”提价接受度较高，我们认为未来公司或通过直接提价方式实现业绩增长：1) 渠道端：受益于“白牛二”性价比高、品牌力强，渠道拥有较强价格转移能力；2) 消费者端：在通胀背景下，小幅慢步提价属于可接受范围，对销量影响有限。

**表 20：牛栏山提价情况一览**

日期	提价情况
2015年9月1日	42度陈酿一批价不得低于120元/箱(1*12)
2016年5月1日	42度陈酿500ml(1*12)出厂价每件涨价12元，即每瓶涨价1元
2017年5月30日	低价桶装产品：2L上调0.67元/瓶，5L上调2元/瓶；部分光瓶酒系列上调0.25元/瓶；小瓶酒100ml上调0.125元/瓶；50度特制精品上调1元/瓶
2017年11月1日	牛栏山全系列产品整体调价，出厂价上涨3%-4%
2019年5月1日	低价桶装产品上调2元/瓶；光瓶酒系列上调0.5元/瓶；52度100ml上调0.2元/瓶；52度精品3元/瓶
2019年11月6日	42度陈酿出厂价上调0.5元/瓶；珍品陈酿系列出厂价上调1元/瓶；80%产品上调0.5-1元/瓶
2020年1月16日	光瓶酒系列上调0.5元/瓶
2020年12月12日	三牛系列：400ml、500ml、1.5L上调10元/瓶；255ml上调6元/瓶
2021年2月10日	部分低价位的二锅头系列光瓶产品、桶装产品及含精品系列提价10%左右

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 5.1.2. 产品升级逻辑—高价位产品为未来重要利润增长点

**产品升级方面的发展逻辑：消费升级背景下产品结构改善空间大，较高价位珍品为潜力放量单品，亦为公司未来利润重要增长点（目前珍品收入占比不足10%），而黄龙为战略性储备产品。**

- 1) 牛栏山为什么要进行产品结构升级？**早在 2001 年，牛栏山曾将产品战略转为高端化，但在随后的全国化进程中，中高档酒收入占比从 2008 年的 57% 降至近年来的不足 20%，与此同时伴随着低价“白牛二”销量的提升，公司毛利率及净利率均未得到显著提升，2017 年以来毛利率呈现下降趋势。在近年来消费升级趋势显著的背景下，公司采取产品升级策略——发力定位 40 元左右的珍品以改善盈利能力（预计珍品毛利率较陈酿高至少 15 个百分点）。
- 2) 珍品当前表现如何？****收入端：**借助牛栏山巨大的销售网络，2019 年珍品收入增速已超 50%，2020 年亦录得较好涨幅；**市场端：**珍品主要集中在北京及华东地区，目前安徽、江苏市场已经逐步起量，未来将以点带面发展；**成本端：**公司于 2019 年开始导入珍品，近两年还处于助推期，特别是 2020 年公司投入费用较高，目前推广成本对盈利端有所压制（费用投入体现在货折）；
- 3) 珍品具备什么竞争优势？**珍品陈酿位于 40 元价位段，主要竞争产品为玻汾。我们认为珍品陈酿与玻汾等产品属于差异化竞争范畴：1) 香型方面，玻汾为清香，珍品陈酿为受众更为广泛的浓香型（在全国范围内更具香型优势）；2) 产品定位方面，玻汾主要起到香型培育作用，山西汾酒希望通过玻汾打开市场后，切入高价位情怀系列；珍品陈酿则借助“白牛二”的全国性布局，来切入当地市场，从而完成产品结构升级；3) 产能方面，玻汾为纯粮固态发酵产品，产能扩产具有一定限制性，而珍品采取固液法，产能充足；4) 价格方面，玻汾采取小步慢跑式提价，将与定位 40 元的珍品逐步拉开差距；4) 渠道力来看，牛栏山采取大经销商制，而山西汾酒在省内采取直分销模式，省外采取总代+经销商模式。
- 4) 对珍品未来发展预判？**目前珍品还处于导入期，部分消费者对珍品陈酿已有一定认知，且复购率较高，未来除了通过餐饮渠道加强与消费者互动外，还将重点做大流通渠道以

增加消费者覆盖面。我们认为后期随着样板市场逐步树立、规模效应逐步体现叠加费用/收入比下降，结构升级（珍品占比持续提升、餐饮端加速导入百元价位带产品等）有望带来盈利端的明显改善，规模甚至有望超越当前的“白牛二”。

除了珍品外，公司于2019年加大了对精品陈酿的投入，预计2021年公司将实现双位数的稳健增长（2020年规模百亿），珍品仍为产品侧重点（近年渠道、工厂等方面均偏向于珍品），预计接下来两年珍品将实现较快发展。

图 32：产品结构升级示意图



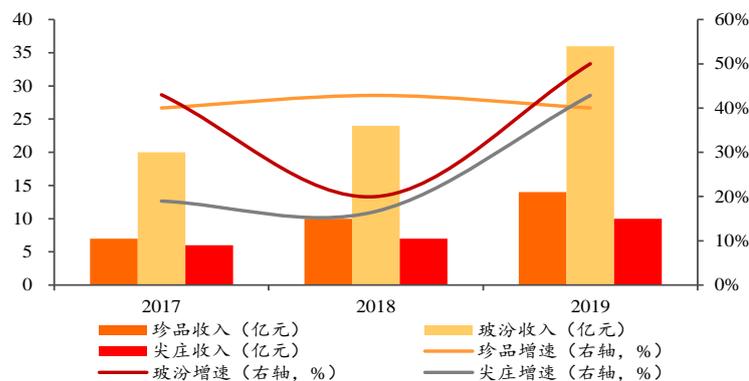
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：珍品与玻汾规格价格差使得两者均可实现高速增长

品名	规格	终端价（元）
牛栏山珍品陈酿52°白酒	1L	115
百年牛栏山珍品陈酿52°	500ml	52.8
百年牛栏山珍品陈酿52°	375ml	40
玻汾黄盖53度清香型	475ml	56
汾酒光瓶红盖	475ml	49
汾酒红盖杏花村原粮白酒	450ml	21.8

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 34：珍品、尖庄、玻汾 2017-2019 年收入及增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5.2. 看点二：高价位产品全国化布局有望加速，纵向拓张空间大

2019年外埠收入占比提升4.11个百分点至76.11%，约有25个省份过亿，全国化布局已初步完成。复盘公司近年来的全国化战略—2012年提出“1+4+5”板块联动战略，河北、河南、山东、内蒙古等环京地区规模相继达到3亿元以上；2015年牛栏山提出“2+6+2”市场战略，依靠“白牛二”布局长三角及珠三角；2016年牛栏山于四川成都新设生产基地，当年已有10+个亿级规模省份；2017年长三角、珠三角地区收入分别达10+、2~3亿元，同比增速均超70%；2018年公司聚焦纵深发展，提出以北京为核心的“1+4+N”战略，当年有22个亿元级别省份市场；2019年公司“1+4+N”样板市场培育成果显现，外埠收入占比提升4.11个百分点至76.11%，拥有25个亿元级别省份市场，另外，公司山西吕梁生产基地挂牌成立（北京总部基地、三大外埠生产基地布局完成）。

表 21：2010-至今公司省外布局战略

时间	省外市场战略及成果
2010年	继续坚持“一城、两洲、三区”的市场布局，实施“一区一策”的市场开发策略，进一步加大销售渠道的精细化管理工作，实现了销售收入的稳步增长。
2011年	围绕构建“外埠根据地市场”的战略部署，积极落实亿元板块联动战略，呼市、保定、天津、沧州等外埠市场销售收入同比分别增长37.5%、77%、76%、135%。
2012年	围绕构建亿元市场战略布局，加速对外埠重点市场的开发，使外埠市场经营业绩取得新突破，呼市、天津、内蒙古、山西、河南、山东及辽宁市场销售收入都同比增长。
2013年	紧紧围绕“1+4+5”亿元板块联动战略，在巩固北京市场的同时，加速对外埠重点市场的开发，使得外埠市场经营业绩取得新的突破，呼市、天津、山西、河南、山东、辽宁等市场销售收入大幅增长。
2014年	以“内抓管理、外拓市场”为原则，在深挖“1+4+5”亿元市场的同时，正逐渐向长三角、珠三角乃至海外等更广阔的区域延伸，正全力打造中国二锅头第一品牌。
2015年	围绕“2+6+2”的市场策略，布局全国，已经形成了“一城、两洲、三区”全面发展，华南、东南、西北市场渐次推进的市场格局。外埠市场增幅较快，销售收入已超过北京市场，泛全国化市场已经初见成效。
2016年	新增湖南、江西、湖北、黑龙江、陕西五个亿元省级市场，目前已有10余个省级市场营销收入在亿元以上，外埠市场销售收入占比逐年提升，重点打造的长江三角洲市场，销售收入将近翻一番。
2017年	泛全国化市场布局加速推进，已经在河北、内蒙、江苏等18个省级区域形成亿元级市场。新兴市场蓬勃发展，其中福建、新疆等新兴市场销售收入同比增长50%以上，长江三角洲市场增幅达70%以上。
2018年	公司泛全国化市场布局继续加速推进，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。
2019年	“1+4+N”样板市场培育成果显现，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，南京、长春、东莞、苏州四个样板市场已初具形成。
2020年	打造京津冀、长三角、珠三角三大战略区；重点培育以北京为中心，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。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 35：省内省外规模及增速情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**省内市场：**北京地区覆盖率较高，增长主要靠珍品及特制等高价位产品带动。经过长时间市场培育，北京地区白牛二铺货率可达 100%，收入占比约为 25~30%左右，近年来增速逐步趋缓；而珍品、三牛等中高端产品份额持续增长（厂家投入力度大），其中珍品目前铺货率可达 80%以上，发展势头向好，我们预计北京地区未来将以结构升级为主要增长点。

**华东地区：**白牛二占比超 50%，珍品铺市率有望继续提升。从规模上看，2019 年长三角地区收入占比约为 35%，近年来保持超 40%的增速，其中江苏、浙江、上海地区收入分别约为 17、7、3 亿元左右，牛栏山在江苏地区受众群体广泛，江苏为成熟市场；从结构上看，华东地 20 元以下产品占比较高（约为 65%左右），其中白牛二占比超 50%；20-40 元价位带占比约为 15%，其中珍品铺市率约为 50%，预计将通过餐饮端导入后再通过大流通渠道放量，受考核变化影响（开始重视产品结构），产品结构正稳步升级。

**山东地区：升级产品稳步培育中。**从规模上看，2019年山东地区收入预计为10亿元；从产品结构上看，山东地区20元以下价位带产品占比不到70%，目前珍品铺货率约为50%，升级产品培育情况较好。

**其他地区：新兴市场将通过“白牛二”进行铺货，未来有望实现产品结构升级。**河南市场前两年曾出现滑坡，由5亿元下降至3亿元左右，在2019年加大市场投入后，目前已出现好转；新疆地区从2014~2019年完成了0~2亿元的发展，当地影响力较大。目前公司在2019年过亿地区及新兴地区仍通过“白牛二”产品进行铺货，未来有望通过复制高价位产品样板市场的成功经验，实现全国性的产品升级。

## 6. 盈利预测及估值分析

### 6.1. 盈利预测

假设：

- 1) **白酒板块销量端：**公司前期依靠“白牛二”实现泛全国化布局，为顺应消费升级趋势，实现产品结构升级，公司于2019年开始导入珍品（借助“白牛二”的全国性网络布局，来切入当地市场），同时加大了对高价位精品陈酿的投入，预计21-22年低端酒销量维稳，中高价位产品销量高增为大趋势；2020年受疫情影响，中高价位酒销量出现下降。具体来看，我们预计2020-2022年白酒板块销量增速分别为3%、-7%、2%，其中中高价位酒销量增速分别为-21%、20%、30%。
- 2) **白酒板块利润端：**在消费升级趋势延续背景下，公司产品结构将呈持续上升趋势，其中低端酒受益于21年初提价，吨价预计将有明显提升，中高端产品吨价保持稳健增长，考虑到2020年受疫情影响，白酒板块吨价出现下降；2021-2022年产品结构提升叠加提价为发展主线，2020-2022年白酒板块吨价增速分别为-6%、11%、6%，其中中高价位酒吨价增速分别为-9%、2%、2%。
- 3) **其他板块：**猪肉相关业务方面——受益于猪价上行，2020年公司猪肉相关业务销售额预计实现超60%的高增长，考虑到21-22年猪价将呈下降趋势，预计2020-2021年猪肉相关业务收入增速为61%、30%、20%；地产业务方面——公司地产业务持续拖累业绩，考虑到2020年前三季度地产板块已亏损近2亿元，同时剥离速度略不及预期，预计2020-2022年地产板块收入增速为-40%、-15%、10%。

顺鑫农业所处的光瓶酒赛道享受扩容红利，公司将在“白牛二”已实现泛全国化布局基数上，导入高价位产品以实现产品结构升级方式提升盈利能力。考虑到2020年公司受疫情影响严重（北京地区疫情反复），预计2020-2022年收入增速分别为9.9%、12.2%、13.2%；归母净利润增速分别为-20.9%、45.7%、29.4%；EPS分别为0.9/1.3/1.6元/股；PE分别为52/36/28倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

表 22: 顺鑫农业业绩拆分表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11734	12074	14900	16374	18365	20783
YOY(%)	4.8%	2.9%	23.4%	9.9%	12.2%	13.2%
综合毛利率%	33.9%	40.0%	36.2%	34.0%	35.8%	36.4%
<b>白酒业务</b>						
营业收入(百万元)	6,451	9,278	10,289	9,958	10,313	11,201
YOY(%)	23.9%	43.8%	10.9%	-3.2%	3.6%	8.6%
销量(千升)	429292	621000	717624	740319	692046	706129
YOY(%)	28.8%	44.7%	15.6%	3.2%	-6.5%	2.0%
吨价(万元/千升)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.5	1.6
YOY(%)	-3.7%	-0.6%	-4.0%	-6.2%	10.8%	6.4%
毛利率(%)	54.9%	49.6%	48.1%	46.7%	50.6%	52.7%
<b>猪肉相关业务</b>						
收入	3215	2471	3559	5714	7428	8914
YOY(%)	-14.5%	-23.1%	44.0%	60.5%	30.0%	20.0%
毛利率(%)	5.6%	2.7%	6.7%	11.2%	13.1%	14.0%
<b>房地产</b>						
营业收入(百万元)	159	145	873	524	445	490
YOY(%)	-41.6%	-8.7%	507.0%	-40.0%	-15.0%	10.0%
毛利率(%)	37.7%	44.1%	15.3%	35.3%	65.3%	65.3%
<b>其他</b>						
营业收入(百万元)	1,910	180	178	178	178	178
YOY(%)	-2.7%	-90.5%	-1.1%	0%	0%	0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 6.2. 估值分析

纵向来看, 截止 2021 年 4 月 13 日收盘, 顺鑫农业市盈率 PE (TTM) 为 58 倍, 相较于 2021 年 1 月 98 倍估值水平已有大幅回调。横向来看, 顺鑫农业 2020/2021/2022 年对应 PE 为 52/36/28 倍, 同为全国化酒企且市值相仿的水井坊 2020/2021/2022 年对应 PE 为 59/41/32 倍, 顺鑫农业估值处于行业中游水平, 目前与水井坊 PE 水平接近。考虑到顺鑫农业产品结构持续升级, 全国化扩张仍在稳步推进, 且地产业务减亏或带来较大业绩弹性, 未来顺鑫农业业绩增速弹性大, 估值仍有提升空间。

图 36: 全国化酒企估值情况, 顺鑫农业估值处于行业中游



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 37: 水井坊与顺鑫农业估值差



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**表 23：可比上市公司盈利预测及估值表**

日期	2021/4/13	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
						20E	21E	22E	20E	21E	22E
000568	泸州老窖	233.9	3,426.1	4.1	57.0	4.1	5.0	6.0	57.0	47.2	39.0
002304	洋河股份	151.0	2,275.6	5.0	30.4	5.0	5.6	6.5	30.3	26.9	23.3
600809	山西汾酒	346.0	3,015.5	3.6	97.1	3.6	4.5	5.8	96.8	76.8	60.0
600702	ST舍得	93.3	313.8	1.5	60.8	1.6	2.0	2.5	59.2	47.3	37.4
000596	古井贡酒	226.4	1,140.1	3.8	60.2	4.2	5.3	6.4	54.3	42.6	35.3
000799	酒鬼酒	170.5	554.1	1.5	112.7	1.5	2.3	3.1	112.7	75.5	54.8
600779	水井坊	88.4	431.5	1.5	59.0	1.5	2.2	2.8	59.0	41.0	31.9
<b>平均值</b>									<b>67.1</b>	<b>51.0</b>	<b>40.2</b>
<b>000860</b>	<b>顺鑫农业</b>	<b>45.0</b>	<b>333.4</b>	<b>0.8</b>	<b>57.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>52.1</b>	<b>35.7</b>	<b>27.6</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 7. 风险提示：

国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；

高端酒动销情况不及预期；

管理层变动风险。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	17557	19106	20873	22893	<b>营业收入</b>	14900	16374	18365	20783
现金	8079	8688	9539	10385	营业成本	9507	10810	11797	13224
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	1710	1951	2243	2467
应收账款	584	432	444	352	营业费用	1430	1343	1506	1746
其它应收款	32	35	39	44	管理费用	838	921	1033	1170
预付账款	222	274	290	323	研发费用	18	20	22	25
存货	8160	9279	10126	11351	财务费用	125	294	284	258
其他	480	398	436	438	资产减值损失	96	105	118	133
<b>非流动资产</b>	4465	4067	3728	3390	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	13	11	8	投资净收益	11	11	11	11
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	(1)	(1)	(1)	(1)
固定资产	3005	2757	2495	2229	<b>营业利润</b>	1186	939	1371	1771
无形资产	731	690	650	609	营业外收支	(1)	(2)	(2)	(2)
在建工程	286	241	192	171	<b>利润总额</b>	1185	938	1369	1769
其他	443	367	380	372	所得税	366	290	425	548
<b>资产总计</b>	22022	23173	24601	26283	<b>净利润</b>	818	648	944	1221
<b>流动负债</b>	12038	11117	12474	13750	少数股东损益	9	7	11	14
短期借款	3200	2867	2689	2919	<b>归属母公司净利润</b>	809	640	933	1208
应付款项	269	305	333	374	<b>EBITDA</b>	1584	1444	1864	2235
预收账款	6191	6584	7872	8634	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.1	0.9	1.3	1.6
其他	2378	1361	1580	1824	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	2523	4059	3298	2594		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	1856	1856	1856	1856	<b>成长能力</b>				
其他	668	2204	1442	738	营业收入	23.4%	9.9%	12.2%	13.2%
<b>负债合计</b>	14561	15176	15772	16343	营业利润	11.6%	-20.8%	46.0%	29.2%
少数股东权益	28	35	45	59	归属母公司净利润	8.7%	-20.9%	45.7%	29.4%
归属母公司股东权益	7433	7962	8784	9880	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	22022	23173	24601	26283	毛利率	36.2%	34.0%	35.8%	36.4%
					净利率	5.5%	4.0%	5.1%	5.9%
					ROE	10.7%	8.3%	11.1%	12.9%
					ROIC	6.2%	6.0%	7.5%	8.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	66.1%	65.5%	64.1%	62.2%
					净负债比率	46.9%	35.7%	34.0%	35.9%
					流动比率	1.5	1.7	1.7	1.7
					速动比率	0.8	0.9	0.9	0.8
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
					应收帐款周转率	213.9	197.3	181.6	194.9
					应付帐款周转率	36.1	37.7	36.9	37.4
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.1	0.9	1.3	1.6
					每股经营现金	1.8	1.1	2.8	1.6
					每股净资产	10.0	10.7	11.8	13.3
					<b>估值比率</b>				
					P/E	41.2	52.1	35.7	27.6
					P/B	4.5	4.2	3.8	3.4
					EV/EBITDA	24.3	21.3	16.1	13.3

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>