

买入

# 顺鑫农业 (000860. SZ)

## 至暗时刻已过，新品推出叠加老品提价成效可期

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：陈青青

0755-22940855  
0755-81983057

chenqingq@guosen. com. cn

### ◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen. com. cn

执证编码：S0980520110001

执证编码：S0980521070002

### 事项：

近日，公司公告称，鉴于当前原辅料、运输成本等均有不同程度上涨，公司拟对 42° 125ML、42° 265ML、42° 500ML、42° 750ML、52° 500ML 以上 5 款牛栏山陈酿进行调价，每箱上涨 6 元。本次价格调整计划从 2023 年 1 月 1 日起执行。

**国信饮食观点：**1) 公司近一年内三度提价，此次提价涵盖核心大单品，对渠道信心和业绩拉动明显；2) 成长看点 1：核心大单品白牛二已充分消化新国标影响，销量有望企稳回升，稳固公司发展基本盘；3) 成长看点 2：新品金标陈酿上市反馈良好，有望成为下一个全国化大单品，公司经营拐点显现；4) 成长看点 3：光瓶酒市场将持续扩容，民酒定位+名酒品质助力公司充分享受赛道成长红利；5) 投资建议：看好公司在光瓶酒市场扩容和大众消费升级驱动下，跨过经营低谷，产品结构升级可期。我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 126/137/153 亿元 (-15%/+9%/+12%)，归母净利润为 2/4/5 亿元 (+119%/+74%/+34%)，EPS 为 0.3/0.5/0.7 元，当前股价对应 PE 为 97/56/42x，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ◆ 公司近一年内三度提价，此次提价涵盖核心大单品，对渠道信心和业绩拉动明显

本次提价核心内容包括：1) **核心大单品白牛二直接提价，提价幅度约 6%：**42° 500ML 陈酿是公司核心大单品，又称白牛二，占公司整体收入比重预计在 50% 左右。本次出厂价上调 6 元/箱，即 0.5 元/瓶，结合经销商反馈白牛二原出厂价约为 8 元/瓶，预计此次提价幅度约 6%。2) **收入占比约 70% 的产品提价，提价范围广：**本次提价产品主要针对出厂价在 10 元/瓶以下的低档酒和出厂价在 10~50 元/瓶之间的中档酒，结合渠道反馈我们预计提价产品收入占比约 70%，整体提价幅度可能在 3-5% 左右；3) **提价有望直接贡献增量收入：**公司白酒业务收入约 100 亿元，我们测算本次提价有望直接贡献明年收入 2-3 亿元左右。本次提价一方面为应对原辅料和运输成本上涨压力，另一方面也意在梳理中低档产品体系，不断缩小低线成熟单品的费用投入，费用向高线光瓶倾斜，中长期有助于优化渠道利润。公司近一年内三度提价，此前两次是于 2021 年 12 月和 2022 年 3 月分别针对百年牛栏山系列和整体清香/浓香白酒提价，整体反馈平稳，预计本次提价亦能平稳落地。整体而言，公司提价对渠道信心和业绩拉动明显，也向市场传递较强积极信号。

#### ◆ 成长看点 1：核心大单品白牛二已充分消化新国标影响，销量有望企稳回升，稳固公司发展基本盘

白酒新国标于 2022 年 6 月 1 日正式执行，经历了一年时间的磨合与过渡，新国标对公司的负面影响已经充分落地。近一年来，消费者对白牛二的消费粘性仍在，当下疫情对销售的影响逐渐消退，终端因新国标对白牛二的担忧和观望情绪也基本消散，华东等区域市场反馈当下白牛二的终端进货已基本恢复到新国标出台前的正常水平，动销也恢复到较高水平。白牛二在北京和华东等东部沿海的优势市场的发展已经进入相对成熟的阶段，但在中西部如陕西等市场还有较大成长空间，未来白牛二有望稳固基本盘，销量恢复小幅正增长。

### ◆ 成长看点 2：新品金标陈酿上市反馈良好，有望成为下一个全国化大单品，公司经营拐点显现

为顺应新国标并推动产品结构升级，2022 年 5 月，公司战略新品金标陈酿正式上市，是公司的塔基核心产品，计划打造为“中国白酒 30~40 元价格带纯粮光瓶酒第一大单品”。金标陈酿瓶标左下角醒目位置有“纯粮固态发酵白酒”标志，极具辨识度。公司对金标陈酿倾力打造，明确四年发展规划，2022~2025 年销量目标分别为 200/500/1000/1500 万箱（此外华东大商在金标陈酿基础上单独开发了国标陈酿，22 年目标 100 万箱）。结合金标陈酿一批商打款价在 270 元/箱左右，我们测算未来三年其有望贡献收入增量 5/10/20 亿元左右。牛栏山拥有完善的营销网络，当下金标陈酿正借助大商力量在全国重点市场开启第一轮铺货，主要在餐饮渠道进行推广。目前金标陈酿铺货进展顺利，终端反馈良好，在同价位性价比优势彰显，后续还需持续关注动销进展。

### ◆ 成长看点 3：光瓶酒市场将持续扩容，民酒定位和名酒品质助力公司充分享受赛道成长红利

近些年，在三公消费禁令出台、大众消费升级、名优光瓶酒性价比优势不断凸显的带动下，光瓶酒市场不断扩容。根据中国酒业协会数据，光瓶酒市场规模从 2013 年的 352 亿元增长到 2021 年的 988 亿元，复合增速约 14%；2022~2024 年预计年均增速可达 16%，2024 年市场规模将超过 1500 亿元。当下全国市场来看，光瓶酒最主流的价格带是 15~50 元，其中 15 元价位销量最大，15~20 元左右价位带品牌众多，已是竞争红海市场，而 30~50 元价位机会巨大，有实力的竞品相对较少。公司大单品白牛二已成功全国化，在 15 元左右价位牢牢占据份额第一的位置；在 15 元以上也有不少优势单品，新推出的金标陈酿定价 38 元，卡位 30~40 元价格带，相较之前的珍品陈酿品质提质不提价，且与玻汾等强势单品错位竞争，凭借牛栏山强大的品牌力，有望享受光瓶酒扩容红利。

### ◆ 投资建议：看好公司在光瓶酒市场扩容和大众消费升级驱动下，跨过经营低谷，产品结构升级可期，维持“买入”评级

牛栏山作为光瓶酒龙头，凭借品牌和渠道优势有望充分享受赛道扩容红利；纯粮新品金标陈酿的全国化推广不仅有助于拉升公司产品结构，也成为公司新的业绩核心增量点；此外，公司猪肉业务发展稳定，房地产业务有序剥离，未来将逐步迎来业绩改善。我们预计公司 2022~2024 年营业收入为 126/137/153 亿元（-15%/+9%/+12%），归母净利润为 2/4/5 亿元（+119%/+74%/+34%），EPS 为 0.3/0.5/0.7 元，当前股价对应 PE 为 97/56/42x，维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

宏观经济波动风险，疫情大面积反复风险，高线光瓶酒需求和推广不及预期风险，市场竞争加剧风险。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2022 年 11 月 15 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600809.SH	山西汾酒	买入	264.2	3,223.4	6.1	8.3	10.7	43.3	31.8	24.6
000799.SZ	酒鬼酒	买入	123.5	401.3	4.0	5.5	7.3	31.1	22.3	16.9
600702.SH	舍得酒业	买入	144.3	479.2	4.9	6.6	8.7	29.7	21.8	16.6
000860.SZ	顺鑫农业	买入	29.3	217.5	0.3	0.5	0.7	97.0	55.7	41.6

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告：

- 《顺鑫农业-000860-2021 年半年报点评：白酒业务平稳增长，整体业绩有所承压》 ——2021-08-27
- 《顺鑫农业-000860-2021 年一季报点评：21Q1 业绩恢复正增长，看好全年利润改善》 ——2021-04-28
- 《顺鑫农业-000860-重大事件快评：五年目标对标行业前八强，21 年持续推进深度全国化》 ——2021-03-01
- 《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 三季报点评：费用增加致业绩低预期，中长期成长逻辑仍在》 ——2020-11-02

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8797	7639	8201	8237	8742	营业收入	15511	14869	12584	13723	15300
应收款项	442	456	422	460	513	营业成本	11112	10720	8709	9100	9855
存货净额	7291	5509	5809	6102	6645	营业税金及附加	1508	1591	1346	1468	1637
其他流动资产	708	611	562	601	661	销售费用	979	867	931	1029	1117
<b>流动资产合计</b>	<b>17238</b>	<b>14216</b>	<b>14993</b>	<b>15400</b>	<b>16561</b>	管理费用	800	864	871	934	1007
固定资产	3257	3205	2927	2645	2366	研发费用	15	33	38	41	46
无形资产及其他	723	702	675	648	621	财务费用	243	169	129	125	115
投资性房地产	456	1269	1269	1269	1269	投资收益	2	8	7	6	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(146)	(70)	(104)	(107)	(94)
<b>资产总计</b>	<b>21673</b>	<b>19392</b>	<b>19865</b>	<b>19963</b>	<b>20817</b>	其他收入	(10)	(33)	(38)	(41)	(46)
短期借款及交易性金融负债	4525	4327	4609	4487	4474	营业利润	715	563	463	924	1437
应付款项	284	1233	486	597	782	营业外净收支	(14)	(2)	(6)	(6)	(6)
其他流动负债	6413	3472	4681	4946	5382	<b>利润总额</b>	<b>701</b>	<b>562</b>	<b>457</b>	<b>919</b>	<b>1431</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11222</b>	<b>9032</b>	<b>9775</b>	<b>10030</b>	<b>10638</b>	所得税费用	275	456	231	523	900
长期借款及应付债券	2679	2546	2546	2546	2546	少数股东损益	6	3	2	5	8
其他长期负债	0	22	(356)	(697)	(696)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>420</b>	<b>102</b>	<b>224</b>	<b>390</b>	<b>523</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2679</b>	<b>2568</b>	<b>2190</b>	<b>1849</b>	<b>1851</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13901</b>	<b>11600</b>	<b>11965</b>	<b>11879</b>	<b>12488</b>	<b>净利润</b>	<b>420</b>	<b>102</b>	<b>224</b>	<b>390</b>	<b>523</b>
少数股东权益	31	23	18	7	(10)	资产减值准备	53	(76)	1	(6)	(7)
股东权益	7741	7770	7882	8077	8339	折旧摊销	245	267	333	354	366
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21673</b>	<b>19392</b>	<b>19865</b>	<b>19963</b>	<b>20817</b>	公允价值变动损失	146	70	104	107	94
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	财务费用	243	169	129	125	115
每股收益	0.57	0.14	0.30	0.53	0.71	营运资本变动	43	(997)	(129)	(342)	(40)
每股红利	0.59	0.44	0.15	0.26	0.35	其它	(53)	69	(7)	(5)	(10)
每股净资产	10.44	10.47	10.63	10.89	11.24	<b>经营活动现金流</b>	<b>854</b>	<b>(564)</b>	<b>526</b>	<b>499</b>	<b>925</b>
ROIC	3.64%	0.82%	2%	3%	4%	资本开支	0	(48)	(133)	(146)	(146)
ROE	5.43%	1.32%	3%	5%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	28%	28%	31%	34%	36%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(48)</b>	<b>(133)</b>	<b>(146)</b>	<b>(146)</b>
EBIT Margin	7%	5%	5%	8%	11%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	8%	11%	13%	负债净变化	823	(633)	0	0	0
收入增长	4%	-4%	-15%	9%	11%	支付股利、利息	(441)	(330)	(112)	(195)	(262)
净利润增长率	-48%	-76%	119%	74%	34%	其它融资现金流	(900)	1379	281	(122)	(13)
资产负债率	64%	60%	60%	60%	60%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(135)</b>	<b>(546)</b>	<b>169</b>	<b>(317)</b>	<b>(274)</b>
股息率	2.0%	1.5%	0.5%	0.9%	1.2%	<b>现金净变动</b>	<b>719</b>	<b>(1158)</b>	<b>562</b>	<b>36</b>	<b>505</b>
P/E	51.8	212.6	97.0	55.7	41.6	货币资金的期初余额	8079	8797	7639	8201	8237
P/B	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6	货币资金的期末余额	8797	7639	8201	8237	8742
EV/EBITDA	26.5	31.4	33.0	22.3	17.1	企业自由现金流	0	(629)	412	362	787
						权益自由现金流	0	117	629	186	732

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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