

信义山证汇通天下

证券研究报告

白酒

顺鑫农业 (000860.SZ)

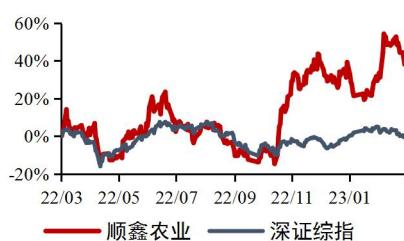
增持-A(首次)

坚定聚焦白酒猪肉业务，产品结构升级打开新篇章

2023年3月16日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



投资要点：

➤ **聚焦白酒+猪肉业务，主营业务逐步凸显。**顺鑫农业1998年在深交所挂牌，北京市顺义区国资委为公司实际控制人。2013年公司提出“主业突出、清晰业务、同业整合、价值实现”战略，非主要业务的剥离陆续开展。目前公司业务板块包括白酒、种猪、食品加工和房地产业务等。2020年以来受全国疫情反复，消费场景缺失的影响，白酒收入有所承压，2021年白酒全年实现收入102.25亿元，同比增长0.40%；同时受猪肉价格下行影响，全年猪肉业务（养殖+屠宰）实现收入36.02亿元，同比下降22.31%。白酒和猪肉业务仍然是公司主要的两个业务板块，21年白酒/猪肉收入占总营业收入分别为68.77%/24.22%。

➤ **光瓶酒行业龙头，竞争优势明显。**近年来，光瓶酒的年复合增长率快速回归，市场规模从2014年约400亿元增长至目前约1000亿元（按规模以上企业营收计）。我们预计2022-2024年复合平均增速在15%-20%之间，至2024年，中国光瓶酒市场规模预计将超过1500亿元。公司“白牛二”产品在早期通过顺应香型发展趋势及时推出浓香酒，后期引领光瓶酒价格带升级，并凭借高性价比(产品力)、高铺货率(渠道力)、名酒基因营销(品牌力)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，成为低端光瓶酒行业的领军者，近年其在光瓶酒行业市占率接近14%，稳居榜首。

➤ **白酒业务长期增长可期，地产业务加速去化。**过去十年低端酒销量快速增长是拉动公司营收的主要动力。2009-2019年十年间白酒销量复合增速均在20%以上。未来光瓶酒行业在消费者迭代和消费升级的推动下，30-50元价格带将呈现巨大潜力。2022年以来公司积极应对白酒新国标，推出固态纯粮新品金标陈酿，定位为引领结构升级的战略大单品。在经历2020-2021调整年之后，公司未来将以传统陈酿与金标陈酿为核心塔基，继续引领产品结构升级，提升品牌高度，助力后续持续增长。渠道端，公司采取大商制合作模式，高利润、快周转、低库存，低端快消属性下渠道壁垒有望成为制胜关键。同时在完成泛全国化布局基础之上，未来区域发展动力将由扩张过渡到深耕，渠道下沉与样板市场同步发力。近年来地产业务正在加速去化，预计2-3年内公司将完成房地产业务剥离，聚焦主业发展。

➤ **传统&金标双轮驱动，边际改善值得期待。**公司未来将持续推进传统陈酿、金标陈酿两大核心单品共同发力，实现“新工艺白酒”与“纯粮固态白酒”的双轮驱动，在稳固传统陈酿大单品的市场地位同时，为下一个战略单

市场数据：2023年3月15日

收盘价（元）：	31.39
总股本（亿股）：	7.42
流通股本（亿股）：	7.42
流通市值（亿元）：	232.84

基础数据：2022年9月30日

每股净资产（元）：	10.50
每股资本公积（元）：	3.54
每股未分配利润（元）：	4.83

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.xom

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



品金标陈酿的升级提供基础支撑，从而进一步树立牛栏山“纯粮、陈酿、更地道”的品牌和品质标杆。公司白酒主营业营收增长有望触底回升，长期聚焦主业，期待下一步结构升级与市场精耕取得新成效，新五年有望持续实现稳步增长。同时前两年疫情之下结构升级节奏放缓，短期毛利率承压，后续在战略大单品逐步放量增长后盈利改善也值得期待。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 117.70/136.55/158.51 亿元，同比-20.8%/+16.0%/+16.1%，实现归母公司净利润-5.20/6.46/9.36 亿元，同比-608.1%/+224.2%/+45.0%，对应 EPS 为 -0.70/0.87/1.26 元，对应 3 月 15 日收盘价 PE 为-45/36/25 倍，首次覆盖给予“增持-A”投资评级。

风险提示：国内疫情反复并严重，影响白酒整体动销；光瓶酒行业竞争加剧，战略单品铺市及动销不达预期；产品升级不达预期；食品安全问题等。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,511	14,869	11,770	13,655	15,851
YoY(%)	4.1	-4.1	-20.8	16.0	16.1
净利润(百万元)	420	102	-520	646	936
YoY(%)	-48.1	-75.6	-608.1	224.2	45.0
毛利率(%)	28.4	27.9	30.7	34.0	35.7
EPS(摊薄/元)	0.57	0.14	-0.70	0.87	1.26
ROE(%)	5.5	1.4	-7.4	8.4	10.9
P/E(倍)	55.4	227.6	-44.8	36.1	24.9
P/B(倍)	3.0	3.0	3.2	3.0	2.7
净利率(%)	2.7	0.7	-4.4	4.7	5.9

数据来源：最闻，山西证券研究所



目录

1. 聚焦白酒+猪肉，主营业务逐步凸显.....	7
1.1 公司股东构成.....	7
1.2 不断聚焦白酒和猪肉， 白酒业务营收高增.....	7
1.2.1 前期尝试多元化经营， 后期逐步聚焦白酒和猪肉.....	7
1.2.2 白酒业务营收高增， 占比持续提升.....	8
1.3 牛栏山酒厂发展历程.....	9
1.3.1 2002 年以前：知名民酒品牌， 销售承压.....	9
1.3.2 2003-2011 年：开启追赶之路， 进入快车道.....	10
1.3.3 2012-至今：全国化布局持续推进， 白酒收入整体实现高增.....	10
2. 光瓶酒行业规模增长， 牛栏山竞争优势凸显.....	11
2.1 光瓶酒行业趋势及竞争格局.....	11
2.1.1 光瓶酒行业规模增长， 面临消费升级趋势.....	11
2.1.2 光瓶酒行业具备类快消品商业模式.....	13
2.1.3 新国标正式落地， 催化光瓶酒开启高线高端繁荣期.....	14
2.2 牛栏山在光瓶酒行业竞争优势凸显.....	16
2.2.1 牛栏山知名民酒， 具有品牌优势.....	16
2.2.2 打造同价位带优质性价比， 消费者认可度高.....	16
2.2.3 依靠“大商制”开拓市场， 渠道粘性相对较高.....	18
3. 牛栏山白酒业务长期增长仍可期.....	19
3.1 产品结构不断升级， 营收增长新动能.....	20
3.1.1 过去以陈酿大单品为主， 实现营收高增.....	20
3.1.2 未来营收主要增长动能来源于产品结构升级.....	20
3.1.3 与主要竞品之间差异化发展.....	22
3.2 样板市场树立及全国化布局再进阶.....	23
3.2.1 2012-2018 年全国化布局初具成效.....	23
3.2.2 2019 年以后渠道下沉&深度分销， 不同区域仍有增长空间.....	24



4. 其他业务稳健发展或逐步剥离.....	26
4.1 猪肉业务总体稳健发展，短期成本端承压.....	26
4.2 房地产业务逐步剥离，期待加速去化.....	27
5. 传统&金标双轮驱动，边际改善值得期待.....	28
5.1 新国标落地&疫情常态化后，传统陈酿有望企稳回升.....	28
5.2 金标陈酿有望成为下一个战略大单品，引领牛酒升级之路.....	28
6. 盈利预测及估值分析.....	29
6.1 盈利预测.....	29
6.2 估值分析.....	30
7. 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 顺鑫农业股权结构示意图.....	7
图 2： 2021 年顺鑫农业各业务收入占比.....	9
图 3： 2021 年顺鑫农业各业务毛利占比.....	9
图 4： 2010-2021 年顺鑫农业主要业务收入构成.....	9
图 5： 牛栏山酒厂发展历程回顾.....	10
图 6： 2014-2024 年我国光瓶酒行业市场规模及预测.....	11
图 7： 我国光瓶酒消费结构.....	11
图 8： 2021 年中国光瓶酒行业市场份额.....	12
图 9： 2011-2020 年高中低端白酒毛利率比较.....	13
图 10： 2021 年白酒上市公司销量统计.....	13
图 11： 2011-2021 年高中低档白酒企业收入增长率比较.....	14



图 12: 光瓶酒发展趋势演绎图.....	16
图 13: 牛栏山品牌宣传深入人心.....	18
图 14: 2016-2021 年顺鑫农业研发投入占营收比例.....	18
图 15: 大商制渠道模式梳理.....	19
图 16: 2012-2019 年营收增长主要来自销量增长.....	20
图 17: 2012-2022 年牛栏山白酒单价走势.....	20
图 18: 牛栏山白酒二产品.....	21
图 19: 牛栏山金标陈酿产品.....	21
图 20: 牛栏山 2011-2021 年北京及外埠市场收入占比.....	24
图 21: 牛栏山 2003-2021 年全国化战略不断升级.....	25
图 22: 2010-2021 年顺鑫农业猪肉业务收入规模.....	26
图 23: 2010-2021 年顺鑫农业猪肉业务综合毛利率走势.....	27
图 24: 2013-2021 年顺鑫农业财务费用支出.....	27
图 25: 2016-2021 年顺鑫房地产业务收入及净利润.....	27
表 1: 2014 年至今资产剥离情况梳理.....	8
表 2: 顺鑫农业分/子公司主要经营范围.....	8
表 3: 光瓶酒五大阵营.....	13
表 4: 白酒新旧国标差异.....	15
表 5: 2000-2021 年牛栏山重要获奖情况梳理.....	17
表 6: 大商制优劣势比较.....	19
表 7: 牛栏山主要产品系列一览.....	22
表 8: 金标陈酿与玻汾主要对比.....	23



表 9: 2019-2022 年牛栏山提价统计 29

表 10: 顺鑫农业主营业务收入预测 (百万元) 30

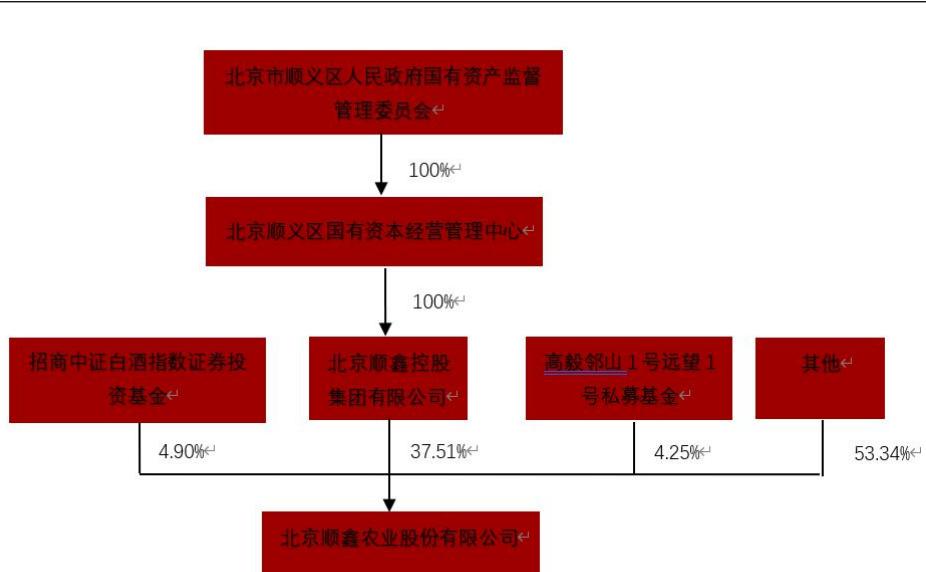
表 11: 同行业部分公司相对估值比较 31

1. 聚焦白酒+猪肉，主营业务逐步凸显

1.1 公司股东构成

顺鑫农业 1998 年 11 月在深交所挂牌，是北京第一家农业类上市公司，控股股东为顺鑫控股集团有限公司，目前持股比例为 37.51%。北京市顺义区国资委通过顺义区国有资本经营管理中心间接持有顺鑫控股集团 100% 股权，为公司实际控制人。

图 1：顺鑫农业股权结构示意图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

1.2 不断聚焦白酒和猪肉，白酒业务营收高增

1.2.1 前期尝试多元化经营，后期逐步聚焦白酒和猪肉

公司曾尝试多元化经营，涉及白酒、肉类加工及种猪业务等多项业务。2013 年王泽董事长上任，之后公司提出“主业突出、清晰业务、同业整合、价值实现”的战略，非主要业务的剥离陆续开展，分别将广告、苗木、花卉种子、市场管理、水利建筑等业务进行剥离。2018 年李颖林出任董事长，公司继续坚持上述战略及目标，并在当年实现总营收 120.74 亿元，其中白酒营收贡献近 77%，已成为公司的核心业务及增长的主要动力。

目前公司业务板块包括白酒、种猪、食品加工和房地产业务等，2019 年公司提出聚焦白酒和猪肉业务，预计近几年房地产业务也将逐步剥离。母公司主要经营牛栏山酒厂、小店种猪场、鹏程食品（肉加工）和

创新食品（食品加工），宁城老窖、部分肉加工、房地产和其它业务由子公司经营。

表1：2014年至今资产剥离情况梳理

时间	剥离资产事件	受让方
2014年3月25日	北京顺鑫明珠文化发展有限公司6.4%股权	顺鑫控股
2014年9月30日	北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司51%股权	顺鑫控股
2015年1月13日	北京顺鑫国际种业有限公司100%股权	顺鑫控股
	耘丰种业分公司全部资产	顺鑫控股
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
	北京顺鑫国际电子商务有限公司100%股权	顺鑫控股
2015年12月25日	子公司顺鑫佳宇部分资产（杨镇供热中心资产）	顺鑫控股
	北京顺鑫创新国际物流有限公司100%股权	顺鑫控股
2016年1月12日	子公司顺鑫佳宇持有的顺鑫天宇1.01%股权	顺鑫控股
2016年11月12日	北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司87.08%股权	顺鑫控股
2017年9月1日	北京鑫大禹水利建筑工程有限公司85.43%股权	顺鑫建设科技

资料来源：Wind，山西证券研究所

表2：顺鑫农业分/子公司主要经营范围

主要经营业务范围	公司名称	所属
白酒	牛栏山酒厂	分公司
	宁城老窖	子公司
屠宰加工	鹏程食品	分公司
	汉中鹏程、达州鹏程	子公司
食品加工	创新食品	分公司
	小店种猪场	分公司
种猪养殖	海口小店、滦平小店、阳高小店、 肃宁小店、兴隆小店	子公司
房地产	顺鑫佳宇	子公司
纸业	腾飞纸制品	子公司
商贸	鹏程商贸	子公司

资料来源：公司公告，山西证券研究所

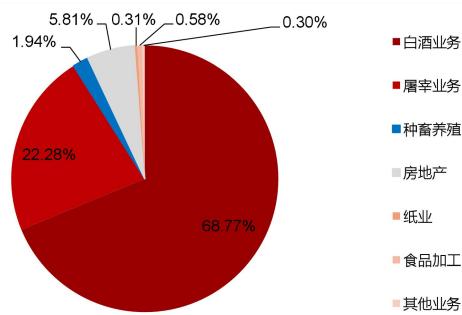
1.2.2 白酒业务营收高增，占比持续提升

2019年之后，牛栏山的市场布局进一步深度扩张，并提出了“深分销、调结构和样板”三大转变任务。在目前业务板块中，白酒业务贡献主要收入和毛利，近年来保持较快增速，占比持续提升。2012-2021年公司白酒业务收入复合增速达19.30%。2020年以来受全国疫情反复，消费场景缺失的影响，白酒收入有所承压，2021年公司白酒全年实现102.25亿元，同比增长0.40%。同时受猪肉价格下行影响，全年猪肉业务（养殖+屠宰）实现收入36.02亿元，同比下降22.31%。其中屠宰业务实现收入33.13亿元，同比下降21.29%；种畜养殖业务实现收入2.89亿元，同比下降32.40%。白酒和猪肉业务仍然是公司主要的两个业务板块，21



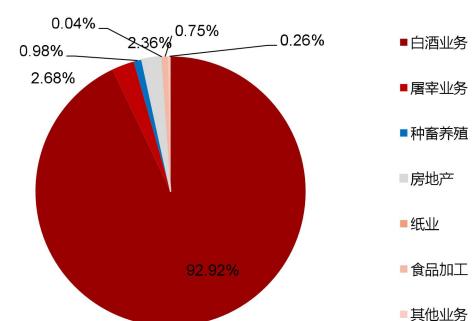
年白酒收入占总营业收入 68.77%，同比上升 3.11pcts；猪肉收入占总营业收入 24.22%，同比下降 5.67pcts。

图 2：2021 年顺鑫农业各业务收入占比



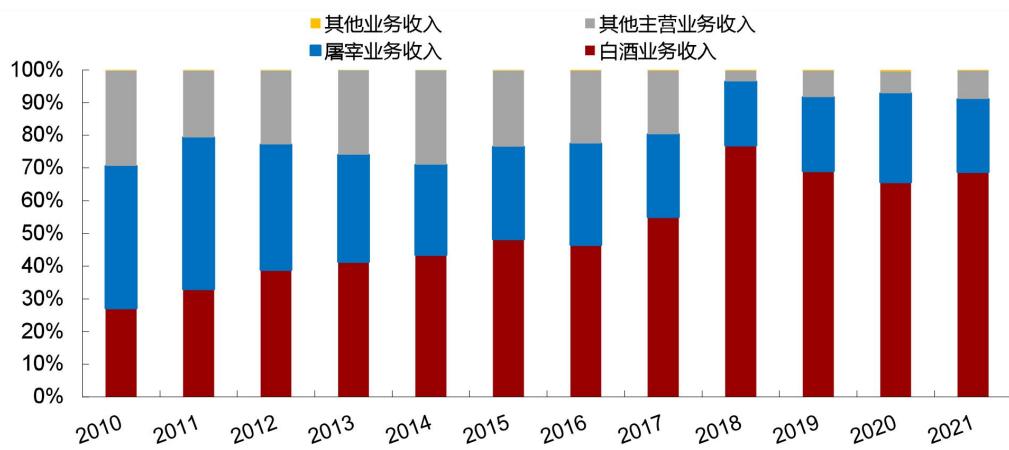
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 3：2021 年顺鑫农业各业务毛利占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 4：2010-2021 年顺鑫农业主要业务收入构成



资料来源：公司公告，山西证券研究所

1.3 牛栏山酒厂发展历程

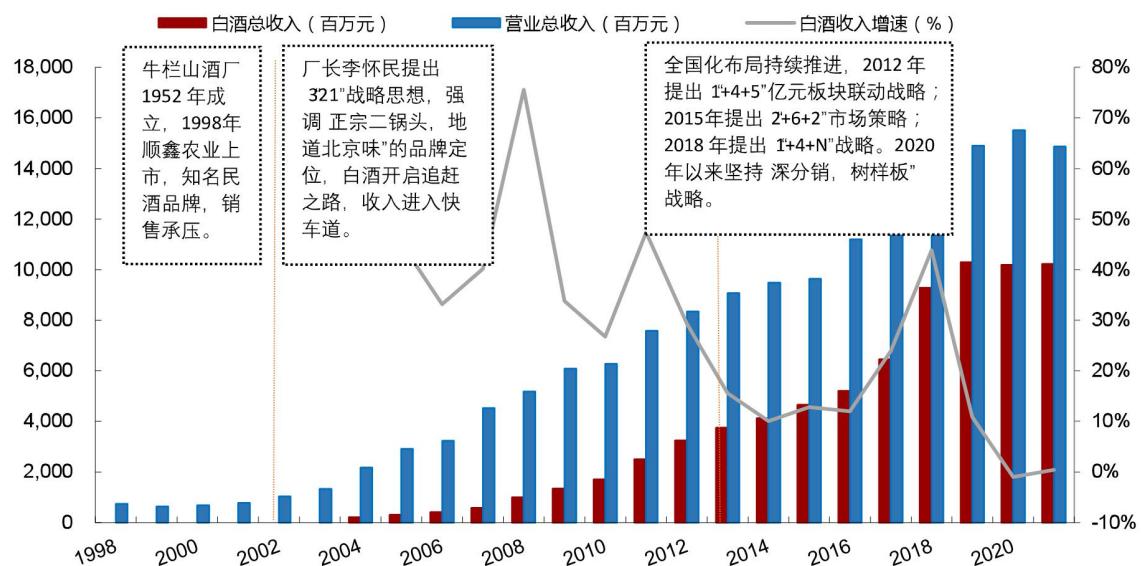
1.3.1 2002 年以前：知名民酒品牌，销售承压

顺鑫农业旗下白酒品牌牛栏山是全国知名品牌，因依傍牛栏山而得名，酒文化最早可以追溯到 3000 年前的周初时期。300 年前二锅头酒在牛栏山镇开源立宗，口碑日隆。牛栏山酒厂早在 1952 年由顺义地区四家著名的老烧锅公利号、富顺成、魁盛、义信合并而成，1998 年顺鑫农业股份公司成立，是北京市第一家农业类上市公司。但牛栏山酒厂在 2002 年之前发展面临较大困难，截止 2002 年销售额不足 2 亿元，产



品覆盖面主要集中在河北地区。2002年白酒业务在顺鑫农业公司营收占比仅为12.91%。同时期，红星品牌宣传较早，北京地区主要以红星为主，规模超越牛栏山。2003年开始，牛栏山酒厂在产品、品牌、渠道等多方面进行改善，不断将牛栏山的历史文化和民酒品牌影响进行扩大宣传。

图5：牛栏山酒厂发展历程回顾



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

1.3.2 2003-2011年：开启追赶之路，进入快车道

面临企业困难，时任牛栏山酒厂厂长李怀民先生提出“321”战略思想：“1”是打造牛栏山一个品牌，“2”是充分利用“中华老字号企业”和“地理标志保护产品”两个优势，“3”是集中做好市场营销中的三件事：引入竞争机制，调整产品结构，狠抓核心市场的终端建设。同时公司在深度调研市场和消费者习惯后大力对产品进行销售改革。2006年，牛栏山以“一城两洲三区”战略开启区域扩张；2008年，牛栏山销量已经追平红星二锅头。这期间白酒业务实现了跨步式增长，从2003年的1.7亿元增长至2011年25亿元，CAGR高达40%。同时品牌建设方面，强调“正宗二锅头，地道北京味”的品牌定位，聚焦二锅头品牌优势。

1.3.3 2012-至今：全国化布局持续推进，白酒收入整体实现高增

随着牛栏山在北京销售体量扩大、市占率持续提升，酒厂增速逐步放缓，2011年全年增长率仅为7%。2012年公司提出“1+4+5”亿元板块联动战略，以北京为中心，主力发展河北市场，辐射东北、西北市场，



进行初期全国化市场开拓。2015年，公司深化全国化布局，提出涉及面更广的“2+6+2”市场策略，营销重点放在长三角和珠三角，2015年长三角销售额超过2亿元。2018年，公司提出“1+4+N”战略，全国化市场格局更加清晰，即以北京为核心，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布局。2019年，顺鑫农业白酒业务首次突破百亿，营业收入为102.89亿元，营收占比达69%，牛栏山销售过亿的市场已达25个。2020年之后在新冠疫情反复&白酒“新国标”影响之下，公司深分销进度有所放缓，但公司“深分销、树样板”的战略没有变化，截止2021年公司白酒收入仍在百亿规模，同时外埠市场占比已达67%左右。

2. 光瓶酒行业规模增长，牛栏山竞争优势凸显

2.1 光瓶酒行业趋势及竞争格局

2.1.1 光瓶酒行业规模增长，面临消费升级趋势

光瓶酒定义：光瓶酒又称裸瓶酒，即没有任何包装盒，消费者可直接能看到瓶子的白酒。光瓶酒的价格平均分布在15-100元不等，主要针对低端白酒（0-150元）市场，更契合大众消费者的日常饮酒需求。2012年我国光瓶酒行业发展进入快车道，在持续的反腐倡廉限制“三公”消费、环保政策趋严等因素的影响下，白酒消费逐渐趋于理性消费，为具有刚需性强、价格实惠特点的光瓶酒市场提供了良好的市场发展空间。以牛栏山、老村长酒为代表的白酒品牌2018年光瓶酒营收突破百亿元，并且江小白等品牌推出的小光瓶酒受到了年轻群体的热捧，光瓶酒市场再次焕发活力。

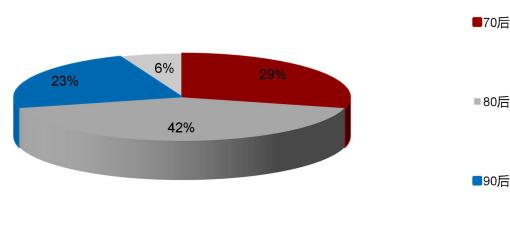
图6：2014-2024年我国光瓶酒行业市场规模及预测

图7：我国光瓶酒消费结构

测



资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所

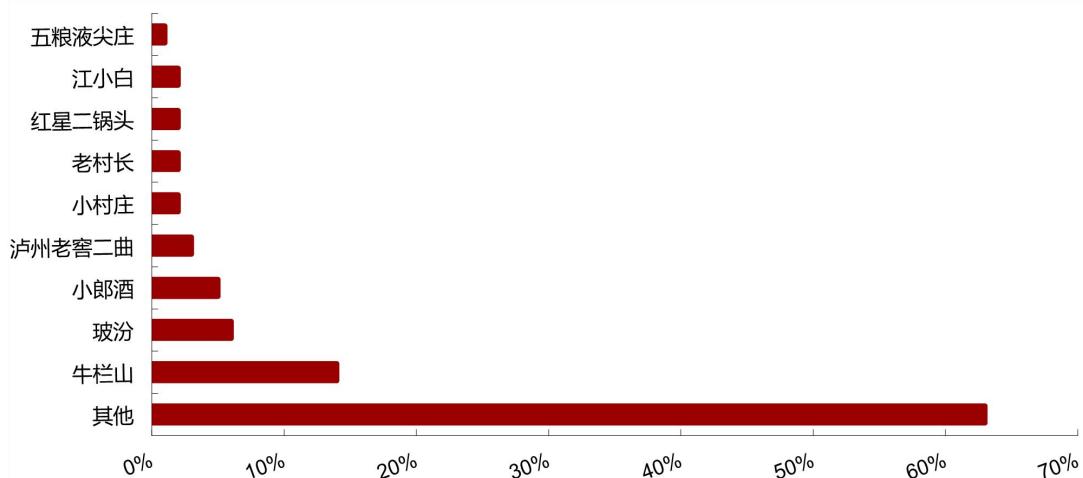


资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所



近年来，光瓶酒的年复合增长率快速回归，市场规模从 2014 年约 400 亿元增长至目前约 1000 亿元（按规模以上企业营收计）。我们预计 2022-2024 年的复合平均增速大致在 15%-20% 之间，至 2024 年，中国光瓶酒市场规模预计将超过 1500 亿元。

图 8：2021 年中国光瓶酒行业市场份额



资料来源：酒业家，山西证券研究所

目前我国光瓶酒主要分为五类阵营：一是以玻汾、五粮液为代表的名酒光瓶酒，二是以江小白、小郎酒等为代表的新兴光瓶酒，三是以牛栏山、红星等为代表的京味二锅头，四是以老村长、龙江家园等为代表的东北光瓶酒，五是以小角楼、汾阳王等为代表的地产酒。不同类型的光瓶酒各有所长，形成自己的优势市场。然而市场规模较大、实际动销较好的主要企业仍然以牛栏山、玻汾、尖庄、老村长和红星等为主，其中牛栏山依靠接近 14% 的市占率稳居榜首。

虽然目前 5/10/15 元价格带的量为主流价格带，但是伴随消费群体年轻化以及消费升级，20/30/40 元价格带的高线光瓶酒也出现了高速增长。2016-2019 年，中高价光瓶酒代表玻汾的营收复合平均增速高达 40% 以上。同时 2020 年新冠疫情的发生也使得更多企业关注到光瓶酒行业的发展潜力，重新聚焦光瓶酒市场，在 50-100 元价位带，仍存在增长空间。名酒企纷纷入驻光瓶酒领域，并培育 50-100 元的高线价格带产品。泸州老窖推出黑盖，剑指国民光瓶酒；剑南春工农酒卡位 50 元价格带；古井贡酒重启老瓷贡和乳玻贡等等，也充分证实了这一行业变化的趋势。



表 3：光瓶酒五大阵营

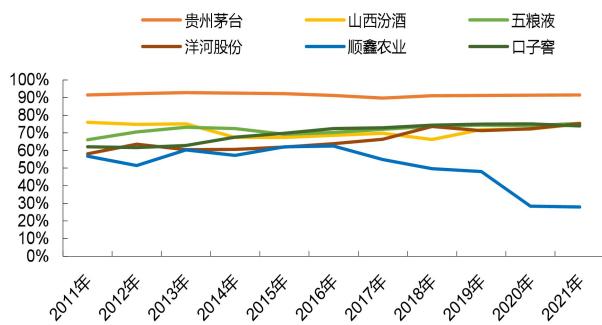
品类	代表品牌	主要价格区间	优势	重点消费区域/群体
名酒光瓶酒	玻汾、五粮液黑盖等	50-100元	名酒基因，知名度高	全国、城市低收入家庭
新兴光瓶酒	江小白、小郎酒等	30-50元	个性时尚，颜值较高	全国、新型农民工、年轻群体
京味二锅头	牛栏山、红星等	15-30元	品质突出，性价比高	源自北京，全国扩张、新型农民工、城市居民
东北光瓶酒	老村长、龙江家园等	15-30元	高渠道占有，高频促销	源自东北，局部扩张、农民工、城郊结合部居民
地产酒	小角楼、汾阳王等	15元及以下	价格便宜	当地市场、农民工、农村居民

资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所

2.1.2 光瓶酒行业具备类快消品商业模式

光瓶酒在白酒行业中属于低端酒。低端酒具备低毛利、高周转、高销量，类似快消品的商业模式。低端酒与中高端酒商业模式不同：中高端酒单价高，单瓶利润高达几百元至上千元，但销量较小，盈利模式以赚取高毛利为主；低端酒单价低，单瓶利润仅为几元至几十元，但周转快、销量大，盈利模式以走量为主。在我国白酒市场上，低端酒销量占比约为 80%，2021 年顺鑫农业在全部白酒上市公司中销量占比近 40% 以上。因此，低端酒商业模式更类似于快消品，与功能性饮料、乳品、啤酒等具备一定可比性。

图 9：2011-2020 年高中低端白酒毛利率比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：2021 年白酒上市公司销量统计



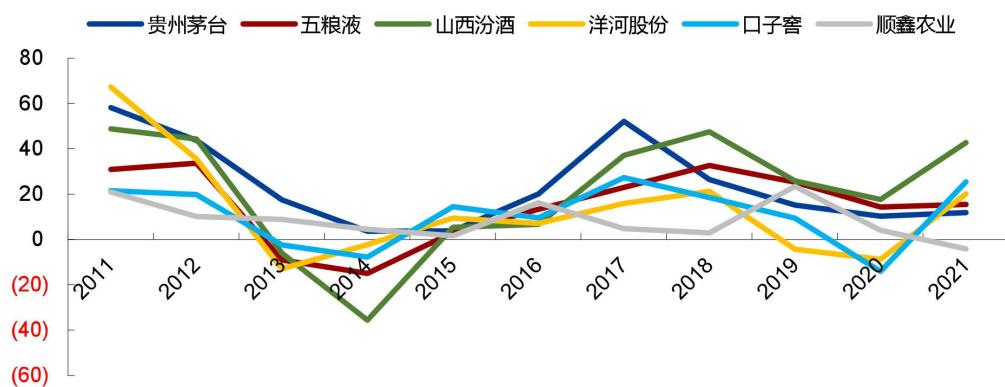
资料来源：Wind，山西证券研究所

同时，快消品具有刚需属性，保障业绩穿越周期。光瓶酒消费人群以农村居民、城市外来务工人员等



低收入者为主，消费场景以宴席与自饮为主，这些消费者对白酒的需求量大而且基本不受经济放缓的影响，因此具备刚需属性，周期波动性弱。在 2013-2014 年行业调整期，牛栏山收入和毛利仍保持正增长，而其他中高端酒企业业绩则出现明显下滑，表明光瓶酒需求对宏观经济变动不敏感，业绩在一定程度上能够穿越周期。

图 11：2011-2021 年高中低档白酒企业收入增长率比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.1.3 新国标正式落地，催化光瓶酒开启高线繁荣期

2021 年 5 月，市场监管总局发布《白酒工业术语》与《饮料酒术语和分类》两项国家标准，这两项国家标准被视为白酒行业的“新国标”，于 2022 年 6 月 1 日正式实施。其对白酒产品品质提出了更高要求，并对白酒、调香白酒等做出准确定义。新国标则明确规定，白酒不得使用食品添加剂；同时将所有添加食品添加剂的调香白酒归属为配制酒，与白酒类别明显区分开来。一些小酒厂在此政策下将面临着较大的压力，行业进入壁垒也越来越高，具有品牌品质和先发优势的一些白酒企业，有望获得更大的竞争优势和市场份额。

具体到光瓶酒市场，此前消费者对光瓶酒的普遍认知是“低价”、“低端”、“接地气”，对光瓶酒品牌的认知和忠诚更像是一种习惯性和便利性选择，消费场景多为自饮，社交属性和“面子消费”较弱。“新国标”的正式实施为消费者提供了清晰、直观的品质评判标准，把白酒与粮食画上等号，“光瓶酒不等于低端酒”、“光瓶酒也有好品质”有了参照依据。同时“新国标”落地之后，光瓶酒品类整体提升，有足够的空间赋予光瓶酒“新内涵”，刺激着差异化、个性化的新消费，光瓶酒社交属性将会逐步加强。

表 4：白酒新旧国标差异

类别	白酒工业术语 (GB/T15109-2021)	白酒工业术语 (GB/T15109-2008)
固态法酒	以粮谷为原料,以大曲、小曲、麸曲等为糖化发酵剂,采用固态发酵法或半固态发酵法工艺所得基酒,经陈酿、勾调而成的,不直接或间接添加食用酒精及非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质,具有本品固有风格特征的白酒。	以粮食为原料,采用固态(半固态)糖化、发酵、蒸馏,经陈酿、勾兑而成,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。
液态法酒	以粮谷为原料,采用液态发酵法工艺所得的基酒,可添加谷物食用酿造酒精,不直接或间接添加非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质,精制加工而成的白酒。	以含淀粉、糖类的物质为原料,采用液态糖化、发酵、蒸馏所得的基酒(或食用酒精),可用香醅串香或食用添加剂调香味调香,勾调而成的白酒。
固液态法酒	以液态法白酒或以谷物食用酿造酒精为基酒,利用固态发酵酒醅或特制香醅串蒸或浸蒸,或直接与固态法白酒按一定比例调配而成,不直接或间接添加非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质,具有本品固有风格特征的白酒。	以固态法白酒(不低于30%)、液态法白酒勾调而成的白酒。

资料来源：中国酒业协会，山西证券研究所

在这两方面影响之下,光瓶酒也将从过去的偏低端价位带向全价位带发展,逐渐形成10-30元的大众消费段、30-50元的提升价位段、50-100元的中高端价位段,甚至300或500元以上的高端和超高端价位带光瓶开始出现。光瓶酒容量将加速扩容挤占低端盒装酒市场份额,迎来大品类繁荣期,而这一周期的最重要的特征就是光瓶酒进入“名优新”时代。

1) 高线光瓶酒名酒化

名酒品牌做高线、高端光瓶产品具有品质和品牌的天然优势,由于高线光瓶自身的产品属性,是高品质、高性价比、高饮用感的全方位组合。名酒品牌深厚的文化沉淀和技艺沉淀,将对于高线光瓶的品质需求形成强大的品牌背书,未来名酒高线光瓶将形成头部阵营,例如玻汾、牛栏山、西凤375、泸州老窖黑盖等名酒光瓶。

高线光瓶的名酒化,也将有助于名酒企业的品牌延伸,品牌保护和产能释放,未来名酒企业将逐渐重视到高线光瓶产品对整体产品线的重要补充作用,并战略布局高线光瓶,形成高线光瓶的阵营规模化。

2) 光瓶酒优质化

在品质回归时代,高线光瓶酒产品在诸多产品属性中,优性价比是高线光瓶的核心品质驱动力。在满足老一代消费者的同时,契合年轻一代的消费群体,提倡产品的优质化,不仅是追求产品品质的高颜值,同时也要香型、口感、包装、附加文化等全方位的高价值提升。在市场推广上,从传统的渠道促销推广向多平台、多维度的互动平台转变,重视内容制造和互动,提升消费者的信息共鸣和品牌认可。

图 12：光瓶酒发展趋势演绎图



资料来源：酒业家，山西证券研究所

3) 光瓶酒消费年轻化

光瓶酒的高线价值需要文化承载撑起价格，从中国本土文化、地域文化、国潮文化进行挖掘，契合中国文化审美的流行、文化自信，如状元红的新国潮产品就是此类。同时新品类光瓶酒（如老白干冰峰等），聚焦新人群的光瓶品牌（如江小白），都迎合了新消费趋势，给光瓶酒发展提供了更加丰富的发展方向。

2.2 牛栏山在光瓶酒行业竞争优势凸显

2.2.1 牛栏山知名民酒，具有品牌优势

牛栏山品牌历史悠久，是目前光瓶酒行业唯一的上市公司。近年来牛栏山逐步打造成二锅头第一品牌，同时打造“第一民酒”的品牌形象。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。“正宗二锅头，地道北京味”，牛栏山的品牌传播可谓耳熟能详。从 2003 年以来，“牛栏山”品牌的核心定位一直没有改变，且早已深入人心。“牛栏山”品牌将二锅头、牛栏山、北京三者之间紧密地联系起来，形成了有效的品牌联想。伴随销量的增长和市场影响力的不断扩大，牛栏山品牌价值逐年提升。2022 年，牛栏山荣登《2022 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》，其品牌价值达 713 亿元。

2.2.2 打造同价位带优质性价比，消费者认可度高

在消费分级趋势下，百元以下盒装酒性价比差、品质一般、品牌力不强的不足点逐渐显现，光瓶酒没有外壳包装、售价更低，性价比优势明显。优质性价比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、返利等因素。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。

表 5：2000-2021 年牛栏山重要获奖情况梳理

年份	获奖情况
2003年	“牛栏山”珍品二锅头获食品工业协会颁发的白酒典型风格金杯奖。
2004年	“百年牛栏山”获第五届葡萄酒及烈酒评酒会特别金奖。
2006年	被认定为中国白酒清香型（二锅头工艺）代表，成为首批“中华老字号”。
2008年	“北京牛栏山二锅头酒酿制技艺”正式被列入非物质文化遗产名录蒸馏酒传统酿造技艺项目。
2009年	“牛栏山”首次以35.09亿元品牌价值荣登“2009中国500最具影响力品牌”榜。
2012年	“百年红”系列荣获北京特色都市工业品类优秀奖。
2014年	醇和 50%获 2014 年度中国白酒国家评委感官质量奖。
2016年	牛栏山二锅头被认定为首届中国地域文化标志酒。
2018年	牛栏山二锅头酒荣获中国白酒大师荣誉称号；“牛栏山开坛至尚”荣获 2018 中国酒业京津冀创新产品奖。
2019年	53%vol牛栏山二锅头白酒（开坛至雅）斩获第 20 届比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛的最高奖项大金奖。
2020年	牛栏山珍品二锅头在首届中国酒业青云奖评比中获年度大众畅销产品大奖。
2020年	牛栏山酒55度 618ml 魁盛号白酒获2020年度“青酌奖”酒类新品奖项。

资料来源：中国酒业协会，酒业家，山西证券研究所

产品力方面，牛栏山二锅头具有自己独特的传统酿酒工艺，包括对原料、水源、发酵工艺和勾调工艺的认识和掌握，通过师承关系数代相传得以传承至今，确保了牛栏山二锅头酒的风味特点和优良品质。传统的酿造工艺有对原料的控制，对水源的控制和制曲、立米查、发酵等一系列传统的二锅头酿造工序。原料为顺义本地区的优质高粱；水源为区域性优质地下水；酿造工序的各项技艺为历代酿酒师总结、积累、沉淀的丰富经验及得心应手的熟练掌握。因此，所生产的二锅头其酒液无色清亮透明、清雅柔和。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；二是饮完以后身体没有太大的不适；三是喝完后第二天，不上头不口干。

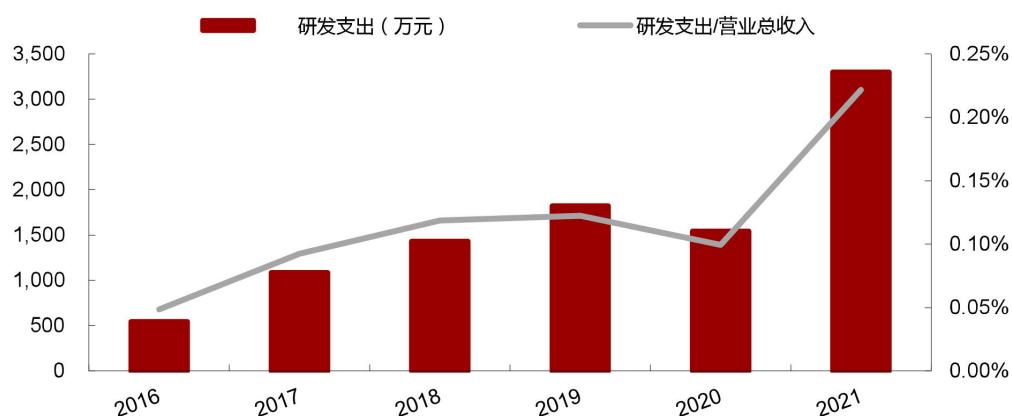
研发储备方面，牛栏山连续和中科院、江南大学等院所、高校合作，研究行业相关技术课题，尤其是对二锅头品类发展的研究专注而深入。从 CNAS 检测分析实验室到微生物实验室，再到博士后工作站的建立，最近几年，牛栏山用于科研方面的投入累计达到 2 亿多元人民币，2020 年由于疫情及宏观环境影响，公司研发投入略有下降；但 2021 年在“新国标”出台背景下，公司研发投入实现大幅增加，研发费率在 2021 年也得到明显提升。一系列关于二锅头菌种培育、发酵规律、品质安全等研究成果，已经得到转化，并有效地促进了牛栏山酒品的工艺提升和品质提升。

图 13：牛栏山品牌宣传深入人心



资料来源：京东网，山西证券研究所

图 14：2016-2021 年顺鑫农业研发投入占营收比例

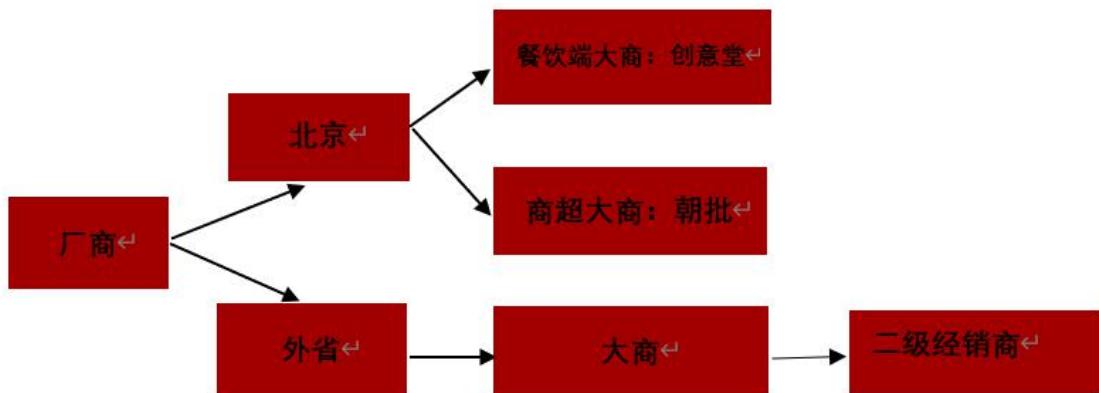


资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2.3 依靠“大商制”开拓市场，渠道粘性相对较高

牛栏山和大部分经销商都有着多年稳定的合作关系，有的甚至长达 20 年以上，并且大部分经销商只做“牛栏山”一个白酒品牌，头部大商规模较大，前五大客户销售规模占比超过 20%。

图 15：大商制渠道模式梳理



资料来源：山西证券研究所

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。经销商的高忠诚度得益于牛栏山持续倡导的“和谐共生、合作共赢”的人文营销理念。牛栏山的渠道利润率较高，终端动销快，周转率高（2-4周），因此渠道和终端利润充足。

表 6：大商制优劣势比较

	优势	劣势
大商制	经销商利润较高	终端一般由经销商负责，厂商对于终端掌控力度偏小
	单个经销商覆盖范围较大，规模大。	由于掌控力度小，容易产生渠道混乱局面
	初期扩张速度较快，便于打开市场局面	

资料来源：山西证券研究所

3. 牛栏山白酒业务长期增长仍可期

牛栏山从大单品陈酿 2003 年上市到 2009 年放量经历六年，泛全国化扩展节奏以点带面，以面带板块稳健发展。牛栏山每一个发展阶段都一贯秉承公司“系统规划、稳扎稳打”的重要理念。目前，牛栏山基本完成了产品结构与泛全国化布局，未来成长路径已经切换，产品结构升级是未来发展的主要战略，渠道端从区域扩张走向纵深发展，短期升级之路伴随投入加大，盈利相对承压。同时 2019 年在牛栏山酒厂提前完成



百亿目标后，接踵面临新冠疫情及白酒新国标之考验，公司业绩短期出现回落。2022年以来公司积极应对白酒新国标，推出固态纯粮新品金标陈酿，定位为引领结构升级的战略大单品。在经历2020-2021调整年之后，公司未来将以传统陈酿与金标陈酿为核心塔基，继续引领产品结构升级，提升品牌高度，公司提出的“五·五”战略白酒主业改善值得期待，长期发展逻辑依旧清晰。

3.1 产品结构不断升级，营收增长新动能

3.1.1 过去以陈酿大单品为主，实现营收高增

过去十年销量快速增长是拉动公司营收的主要动力。2009-2019年十年间白酒销量复合增速均在20%以上，而白酒销售单价整体呈下降趋势，主要是由于公司在全国化扩张时以陈酿大单品等低价酒打开市场，低端酒销量占比提升所致，2020年低端酒销售额占比达70%左右，2011-2020年间，白酒均价从18.7元/升降至14.8元/升。2020年之后虽然受疫情影响，公司在初步完成泛全国化后，产品升级节奏虽稍显缓慢，但总体仍在升级通道中，2021年公司白酒单价为15.6元/升，同比上升5.70%。

图 16：2012-2019年营收增长主要来自销量增长

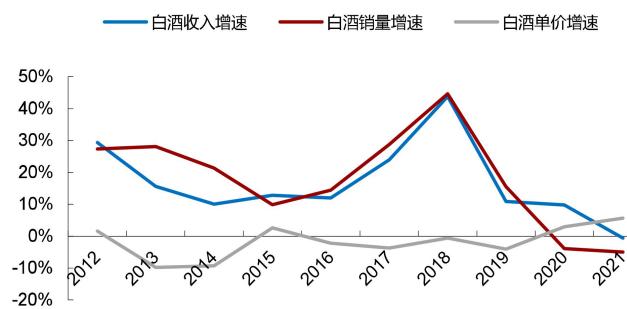
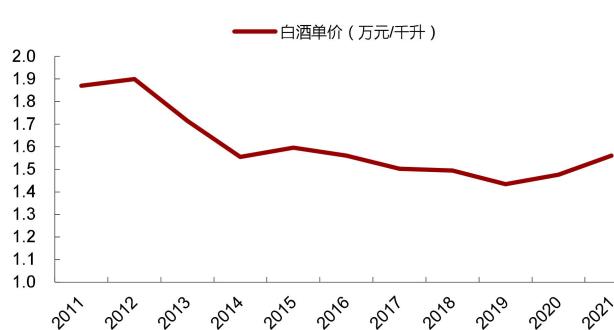


图 17：2012-2022年牛栏山白酒单价走势



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

3.1.2 未来营收主要增长动能来源于产品结构升级

1) 光瓶酒行业消费升级

过往，县乡村市场、城乡结合部居民、城市农民工群体是传统光瓶的主流消费群体。未来光瓶酒的主要消费人群是80后、90后的年轻人群，随着年轻一代收入的增加以及新鲜思维的营销，消费者对消费品的价格不再敏感，更加注重品质消费和价值消费。在消费者迭代和消费升级的催动下，30-50元价格带将呈现巨大潜力。而高线光瓶的主要消费群体在一二线城市居民，在国家产业结构调整的大背景下，城市中等收入人群快速增加，城市居民的年轻群体和白领群体，更加注重生活的品质化、轻奢化，消费观念大幅拔高。

高线光瓶的高颜值和高品质更加贴近城市消费群体的品质消费理念，城市将成为高线光瓶培育发力的主要市场。

图 18：牛栏山白酒二产品



资料来源：京东，山西证券研究所

2015-2020 年，中高价光瓶酒代表玻汾的营收复合平均增速高达 40%；2019 年牛栏山珍品陈酿增速也超 50%，充分证实行业变化趋势。

2) 公司产品结构升级，谋求长线布局

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。同时近十年来，相对于大部分名优酒企的聚焦大单品策略，公司更加关注单品的研发和培育，产品种类从 100 个扩展到 700 个。虽然产品较多，但总体来看繁而有序，一个品牌，两条产品线使消费者对公司产品认知较为明确，且销量主要集中在陈酿、三牛、二锅头等几大品类，目前来看，公司近年来的成长主要是以最低价格的 42 度陈酿打开市场，吨酒价格在 2021 年之前基本没有提升。

未来公司仍将坚持培育单品的策略，提出“民酒不等于低端酒，民酒不等于光瓶酒，光瓶酒不等于低端酒”，将围绕“民酒概念”推出新品、推动结构升级。由于牛栏山的消费者大多为价格敏感型，公司计划不以提升现有产品价格为主要手段提高吨价，而是根据不同地区的喜好推出年限、度数不同的新品。如 2018 年，经销商面向江苏市场定向开发中国牛系列产品，三款新品分别定价 200+/500ml、300+/500ml、400+/元 /500ml，通过市场精准营销，仅一年时间在江苏市场实现超 20 万箱的销量。由于“白牛二”等产品具有较大刚需，虽然 2021 年底白酒新国标出台后，短期销量受到冲击，2022 中期之后需求基本盘基本稳定恢复，因此预计未来公司不会以新品替代现有的畅销产品，而是以畅销产品继续开拓市场的同时，通过市场细化进行结构升级，既可短期稳健成长，又不断培育未来中高端市场，逐渐转化为后续增长动力。例如为顺应消费升级趋势，2019-2020 年间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 30 元（精制）—50 元（珍品十五）—55 元（蓝花瓷）—70 元（土豪金）—128 元（陈酿三牛）—268 元（珍品三十）等。

图 19：牛栏山金标陈酿产品



资料来源：京东，山西证券研究所

等。

2021年“新国标”出台，公司便积极应对变化，打造固态发酵纯粮酿造产品金标陈酿，已于2022年5月下旬正式推出，凭借牛栏山庞大扎实的经销渠道快速铺货、推广，包装上添加识别纯粮固态发酵白酒的“金标”标志，销售推广中以“喝粮食酒、选金标”来吸引消费者、建立消费者认知。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7：牛栏山主要产品系列一览

定位	产品	规格	价格（元）
低端	绿瓶二锅头 46度（绿牛二）	500ml	13
	绿瓶二锅头 56度（绿牛二）	500ml	14
	陈酿 42度（白牛二）	500ml	15
	陈酿 52度（白牛二）	500ml	16
	精制陈酿 43度	500ml	20
	精制陈酿 52度	500ml	30
中端	金标陈酿 42.3度	500ml	38
	典藏15 42度	500ml	44
	珍品十五年 45度	400ml	48
	蓝花瓷 45度	500ml	58
	百年红8 38度	500ml	60
	珍品二十 52度	450ml	64
	牛栏山一号	500ml	69
高端	百年 和之牛	500ml	80
	百年陈酿三牛 36度	400ml	128
	百年陈酿三牛 52度	400ml	130
	青花瓷 52度	500ml	190
	典藏珍品 42度	500ml	248
	珍品三十青龙 46度	500ml	258
	经典黄龙 52度	500ml	558
	魁盛号大师级手工原浆 53度	618ml	798
	魁盛号樽玺大师级手工原浆 53度	618ml	1598

资料来源：京东，山西证券研究所（备注：价格以京东2022年11月23日价格为准）

3.1.3 与主要竞品之间差异化发展

1) 牛栏山相对红星的竞争优势可以持续

红星早在2000年左右就进军北京外阜地区，分别打开西北、东北市场，进入广州、上海、福建等地，较牛栏山更早地进行了全国化布局，但由于红星二锅头香型限制以及品牌建设多变且混乱等原因，整体产品定位不清晰，导致外省消费者对品牌接受度不高，市场规模达到瓶颈后较难提升。牛栏山则依靠强大的文化宣传逐步抢占消费者心中二锅头第一的位置，全国化扩张下浓香清香齐发力，规模迅速超过红星。

当前来看，牛栏山相对红星的竞争优势可以持续：A) 牛栏山上市公司管理机制相对红星更加灵活；B) 产品线来看，牛栏山布局10元左右低端酒至几百元盒装酒，产品系列完善，红星则更多依靠大单品的发力

产品品牌面临老化问题；C) 从香型来看，牛栏山浓香清香齐发力，红星则主要以清香型为主，早期全国化扩张之后增长逐步疲软，虽有浓香光瓶酒布局但主要在省外代工生产，终端接受程度较弱；D) 考核管理方面，牛栏山对经销商考核要求较小，主要是严格把控价格体系，而早期红星对销售团队以利润考核为主，量增放缓情况下对产品不断提价，严重影响经销商和消费者情绪；E) 品牌定位方面，牛栏山宣传口号持续稳定，抢占二锅头第一高地，红星宣传定位相对不清晰，影响品牌力。

2) 牛栏山和玻汾错位竞争，两者整体价格带定位不同

由于低端酒价格带密集，消费升级时间较长且一般以 5-10 元为基数进行，牛栏山此前 15 元大单品、跟玻汾不构成直接竞争关系。同时在 30-40 元价格带上，2022 年以来牛栏山战略产品调整为金标陈酿，当前主要布局在北京、山东、新疆、江浙沪等规模较大省份，23 年收入目标为 10 亿左右。玻汾 19 年以来采取“小步快跑”的涨价策略，19 年和 20 年均对部分地区产品价格进行调整，终端价格目标价占位 50-60 元，我们认为远期来看两者将逐步错位，直接竞争性弱化。A) 香型对比：牛栏山主打浓香型，玻汾属于清香型，香型上形成差异化竞争。相对而言浓香型在各地接受度更高，浓香型在白酒市场中占比 70% 左右。B) 品牌力对比：汾酒作为老八大名酒，品牌力优于牛栏山无可质疑，但是牛栏山在 40 元以下价格带积累的好口碑为其产品升级打下良好的消费者基础。

表 8：金标陈酿与玻汾主要对比

	香型	工艺	价格带	2022年营收	战略定位	渠道
金标陈酿	浓香型	固态法	30-40元	5亿元左右	公司未来战略单品，资源重点倾斜，提高公司产品结构。	大商制
玻汾	清香型	固态法	50-60元	70亿元左右	定位为培育消费者排头兵，总体控制玻汾的增长速度。公司资源更倾向于高端产品青花系列，旨在提升整体品牌质量。	省内直销模式；省外采用 1+N 模式

资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.2 样板市场树立及全国化布局再进阶

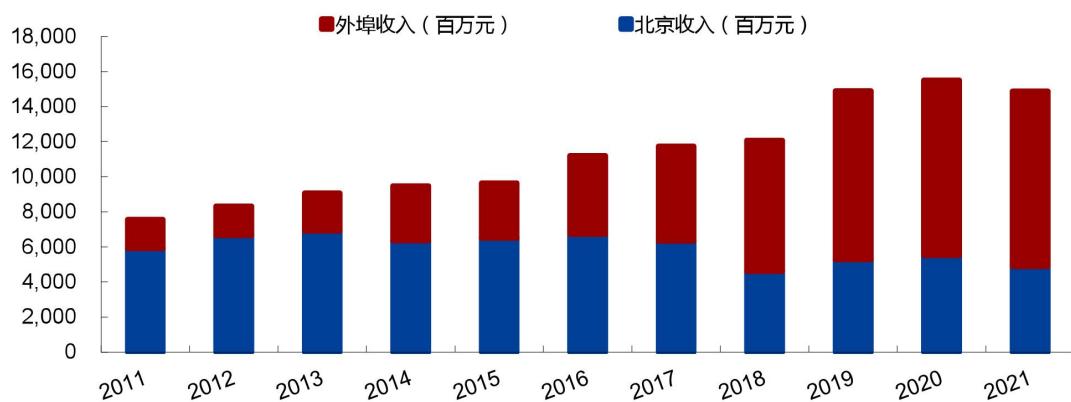
3.2.1 2012-2018 年全国化布局初具成效

2012 年牛栏山开启泛全国化市场布局，公司提出“1+4+5”亿元板块联动战略。1 个核心：北京市场；4 个亿元市场：天津、保定、呼和浩特、唐山；5 个省级亿元市场：山东、河南、山西、内蒙、辽宁；对

“一城两洲三区”进行升级和细化；2014 年外埠收入占比外达到 56%，首次超过北京市场；2015 年，在“1+4+5”战略实现后提出“2+6+2”的新目标。2 个核心：北京和天津；6 个重点省级市场：山东、山西、河南、河北、内蒙古、辽宁；2 个洲：长江、珠江三角洲；重点着力长江三角洲与珠江三角洲市场，长三角以江苏为代表战区，主要依靠渠道深耕和牛栏山 42 度陈酿的知名度抢占市场。

2018 年，牛栏山重新调整了营销战略，提出以北京为核心，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“1+4+N”战略布局。2019 年牛栏山亿元以上省级销售市场已超过 25 个，截止 2021 年外埠市场占比达 67% 左右。

图 20：顺鑫农业 2011-2021 年北京及外埠市场收入占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.2.2 2019 年以后渠道下沉&深度分销，不同区域仍有增长空间

2019 年之后牛栏山渠道发展从区域拓展到纵向深耕，持续下沉、深度分销。在完成泛全国化布局基础之上，未来区域发展动力将由扩张过渡到深耕，一方面进一步强化渠道下沉，例如 2020-2022 年疫情期间持续推进下沉工作，从市一级下沉到县一级、甚至乡级地区，渠道力量持续壮大。另一方面，继续培育“1+4+N”样板市场，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”样板市场。

1) 北京市场规模增长主要依靠结构升级

北京市场为牛栏山大本营，产品认可度较高，中高端产品占比也较高。根据渠道调研，低端酒铺货率超过 95%，渠道主要以流通及商超为主。20 元以下价格带占比 25-30% 左右，20-50 价位占比 25-30%，50 元以上占比 40%。经过十几年百年系列、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。2021-2022 年在新冠疫情及北京封控反复影响下，由于消费场景的缺失，高端产品的销售

有所承压。之后伴随消费场景的修复，公司高端产品有望恢复到正常增速。同时 2022 年 5 月以来，公司推出战略单品金标陈酿，据渠道调研，北京市场铺货率 35%左右，22 年在疫情反复扰动之下，动销反馈良好；今年在消费场景逐步恢复后，金标的铺货率将逐步提高，动销有望保持良好增速。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 21：牛栏山 2003-2021 年全国化战略不断升级



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2) 华东及山东等相对成熟市场，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 10 亿元，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。

2020 年新冠疫情爆发以来，受消费场景缺失的影响，公司在成熟市场的产品升级进度有所放缓。伴随后续疫情防控常态化，同时当前随着新一代金标陈酿、牛栏山一号等战略产品的持续导入，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。以山东市场为例，根据草根调研，2020 年从其产品结构来看，预计 20 元以下价格带占比 65-68%左右，其中陈酿占比 50%左右；20-40 元价位带占比 20%；高价位产品占比 15%左右。22 年金标陈酿上市以来，目前铺市率 30%左右，预计未来 3 年其铺市率有望进一步提升至 70%。另外新疆市场 2022 年 5 月份以来，即使在疫情反复影响之下，金标陈酿的销售势头良好，据渠道反馈，部分终端返单率达 30%以上。

3) 新兴地区升级产品培育仍需时间，具备增长空间

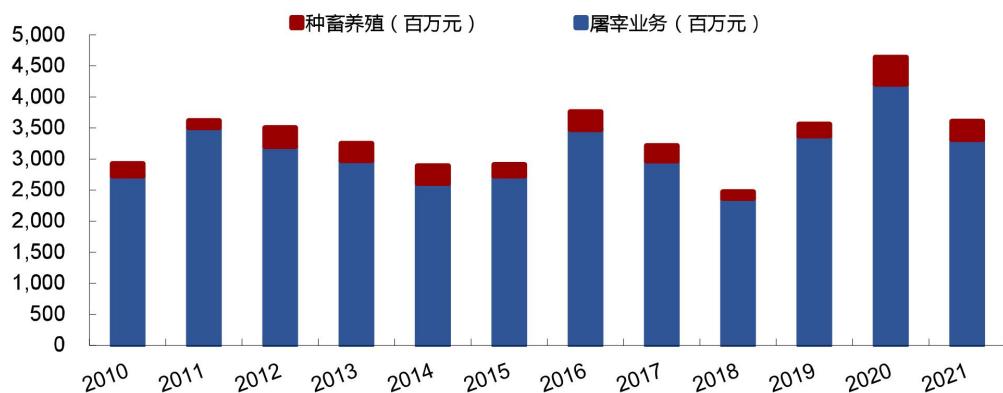
牛栏山 2021 年全国范围过亿市场有 25 个左右，公司在过亿地区以及刚切入的新兴地区当前仍处于渠道铺货阶段，产品上主要以白牛二为主，后续新兴地区有望复制山东或华东等地区的成功经验，在渠道深耕、品牌宣传、价格体系维护等方面逐步完善，仍具备增长空间。

4. 其他业务稳健发展或逐步剥离

4.1 猪肉业务总体稳健发展，短期成本端承压

猪肉业务是公司的第二大业务，近年来整体收入规模在 30 亿元上下波动。2021 年，猪肉板块实现收入 36.02 亿元，占总收入比重约 24.2%。北京为该业务的主要市场，市占率约为 40%，有较强的地域优势。公司拥有集“种猪繁育—生猪养殖—屠宰加工—肉制品加工—冷链配送”于一体的全产业链条，以屠宰为主，种猪和肉制品加工业务营收占比较小，对猪周期有一定的防御能力。

图 22：2010-2021 年顺鑫农业猪肉业务收入规模



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

鹏程食品是北京地区最大的安全猪肉生产基地，单厂屠宰量位居全国前列，屠宰用猪以外购为主，屠宰能力 400 万头/年，实际屠宰量为 150 万头左右。开展种猪繁育、生猪养殖的子公司主要为小店种猪场，品牌为中国驰名商标，拥有国家级种猪培育场。2022H1 由于疫情影响生猪调运，叠加养殖成本居于高位及产能去化速度放缓等因素，猪肉业务整体承压，其中屠宰加工收入同比-23.20%至 10.6 亿元；种猪收入同比-57.02%至 0.97 亿元，整体猪肉业务毛利首次出现亏损，一定程度上拖累了公司整体业绩。在此背景之下，公司积极应对，采取各种有效措施：例如调整猪群结构，整合顺义双龙猪场，推进河北蔚县原种场及陕西种猪选育公司原种猪选育场建设；生鲜及肉食品加工业务通过调整产品结构，开拓新销售渠道，稳定产品市占率等，从而促进猪肉业务逐步良性发展。



图 23: 2010-2021 年顺鑫农业猪肉业务综合毛利率走势



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所

未来随着生猪养殖成本逐步下降, 叠加生猪价格回升及需求回暖, 公司猪肉业务反转可期。猪肉加工业务毛利率与猪价负相关, 种猪业务毛利率与猪价正相关。长期来看公司逐步完善全产业链布局, 有益于抵抗猪价周期波动, 助力猪肉业务毛利率常年相对稳定, 稳健发展。

4.2 房地产业务逐步剥离, 期待加速去化

公司房地产业务主要由子公司顺鑫佳宇负责, 由于房地产项目面临地产调控压力, 资金需求大, 回款周期长, 公司通过高负债来解决资金需求, 高负债产生的财务费用高企, 从而近年来房地产业务从 2011 年开始便开始亏损, 2016-2021 年地产业务累计亏损 19.22 亿元, 对白酒主业利润侵蚀较为明显。截至 2022Q1, 公司商品房项目主要有北京地产、包头及海南项目。

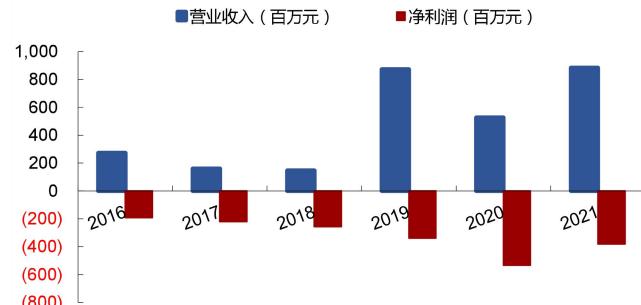
图 24: 2013-2021 年顺鑫农业财务费用支出



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所

其中, 北京站前街 GBD 项目资产规模约为 20 亿元, 体量较大, 仍需后续运作; 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; 包头、海南商品房项目除剩余商业配

图 25: 2016-2021 年顺鑫房地产业务收入及净利润



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所

套外，已基本清盘；牛栏山下坡屯项目实际可出售面积为 17-18 万平方米，该项目有地理位置优势，一期基本清盘、二、三期正在通过开发产品加速去化，若项目成功回款将帮助公司解决部分资金压力。

公司长期去地产化发展思路明确，2020-2022 年积极去化地产，期待公司在 2-3 年内尽快完成房地产业务剥离，聚焦主业发展。

5. 传统&金标双轮驱动，边际改善值得期待

公司未来将持续推进传统陈酿、金标陈酿两大核心单品共同发力，实现“新工艺白酒”与“纯粮固态白酒”的双轮驱动，在稳固传统陈酿大单品的市场地位同时，为下一个战略单品“金标陈酿”的升级提供基础支撑，从而进一步树立牛栏山“纯粮、陈酿、更地道”的品牌和品质标杆。

5.1 新国标落地&疫情常态化后，传统陈酿有望企稳回升

22 年 5 月底上海逐步解封，据动态跟踪，阶段性报复消费致上海周边有些区域白牛二出现缺货现象，一定程度上体现出新国标出台后，对定位低端光瓶酒的白牛二影响有限：1) 白牛二主流消费者购买其逻辑基础没有发生改变（高性价比，品牌及口味）；2) 新国标仅对白牛二品类划分有所影响，其根本的工艺和品质没有发生变化；3) 新国标出台的目的是明晰白酒定义，并非限制和杜绝偏低端的配制酒消费。根据近期与各区经销商走访交流，伴随新包装全部替换上架，同时疫情防控常态化，消费场景逐步恢复，预计白牛二销量有望企稳回升。

5.2 金标陈酿有望成为下一个战略大单品，引领牛酒升级之路

22 年 5 月公司推出战略新品金标陈酿，该产品被公司寄予厚望，有望成为下一个战略单品：一是为顺应新国标，金标陈酿采用固态发酵工艺，为公司 40 元以下唯一一款固态法白酒；二是金标陈酿终端定价 38 元/瓶，填补公司浓香型 40 元价位带空白，承接白牛二向上的结构升级需求，有望增厚企业盈利。根据渠道调研反馈，公司提出计划在 2022-25 年该产品销量达到 200、500、1000、1500 万箱，有望为公司未来 3-5 年贡献重要业绩增量。

同时，公司其他产品也在有序推进升级，从而提升牛栏山整体品牌价值。2020 年 1 月，牛栏山上调包括百年红珍品陈酿在内的 7 大中高端产品价格，根据渠道反馈，终端提价效果良好，“拉升价格区间”成效显著。此后，2021、2022 年分别提价两次，针对低端清香、浓香光瓶及高端三牛、百年等产品，提价范围由过去的基础产品为主，扩大到高端产品同步提价，迎合消费升级，拉高品牌价值。

表 9：2019-2022 年牛栏山提价统计

年份	提价明细
2019年5月	小红牛、46度大牛、52度大牛、56 度大牛供货价上调6元/箱； 42度桶、56度桶供货价上调12元/箱； 100ML56度牛供货价上调8元/箱； 52度精品、200ML56度牛供货价上调18元/箱。
2020年2月	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；40 元/瓶（含）以上盒装酒：上调2元/瓶，40元/瓶以下盒装酒：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：400ML、500ML、1.5L上调10元/瓶；255ML：上调6元/瓶。
2021年2月	部分低价位二锅头系列光瓶产品：提价10%左右； 桶装产品及含精品系列在内盒装酒产品：提价10%左右。
2022年1月	42度500ml百年牛栏山（福牛）：上调20元/瓶； 42.6度500ml百年牛栏山（禧牛）：上调30元/瓶； 42.9度500ml百年牛栏山（国牛）：上调50元/瓶。
2022年11月	42度125ml、42度256ml、42度500ml、42度750ml、52度500ml以上5款牛栏山陈酿：上调6元/箱。

资料来源：公司公告，渠道整理，山西证券研究所

2020 年公司四五计划收官，未来“树样板、调结构、深分销”战略明确，新五年坚定聚焦主业，其中白酒业务规划预计整体以高质量增长为发展目标，期待下一步结构升级与市场精耕取得新成效，五五期间有望实现稳步增长。

6. 盈利预测及估值分析

6.1 盈利预测

1) 白酒业务：公司通过“白牛二”实现泛全国化布局，2019 年为顺应消费升级趋势，实现产品结构升级，加大了对高价位精品陈酿的市场投入，20 年受疫情影响，中高价位酒销量出现下降，结构升级略有放缓。21 年新国标政策落地，公司顺势积极打造“金标陈酿”、“牛栏山一号”等新品，布局低端纯粮酒。我们预计疫情之后公司 23-24 年白牛二销量企稳，以“金标陈酿”为代表的中档酒销量逐步实现较高增长。预计 2022-2024 年白酒板块销量增速分别为-15%、13%、13%。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。20-22 年低档酒及部分高档酒产品提价，吨价略有提升。预计公司近年产品结构提升叠加提价为发展主线，2022-2024 年白酒板块吨价增速分别为 1%、7%、5%。

同时伴随产品结构逐步升级，白酒业务毛利率水平触底回升，2022-2024年白酒板块毛利率能够重回40%以上水平。

表 10：顺鑫农业主营业务收入预测（百万元）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14869	11770	13655	15851
YoY	-4.14%	-20.84%	16.02%	16.08%
白酒业务收入	10225	8735	10562	12531
YoY	-0.62%	-14.58%	20.91%	18.65%
高档酒收入	1055	524	982	1253
高档酒/白酒收入占比	10.32%	6.00%	9.30%	10.00%
中档酒收入	1304	1485	1954	2506
中档酒/白酒收入占比	12.75%	17.00%	18.50%	20.00%
低档酒收入	7866	6726	7625	8772
低档酒/白酒收入占比	76.93%	77.00%	72.20%	70.00%
屠宰业务收入	3313	1971	2011	2172
YoY	-21.29%	-40.50%	2.00%	8.00%
种畜养殖收入	289	144	156	168
YoY	-32.40%	-50.00%	8.00%	8.00%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2) 其他业务：A) 猪肉业务：21-22 年猪价呈下降趋势，猪肉业务毛利率在 22 年上半年有所承压，但其整体利润贡献体量较小，长期来看整体相对稳定；
B) 地产业务：地产业务持续拖累业绩，21 年地产板块亏损 3 亿元左右，预计后续剥离速度加快，未来两年仍有 2-3 亿元的亏损缺口以及利息费用化的可能。

总体来看，我们预计公司 2022-2024 实现营业总收入 117.70/136.55/158.51 亿元，同比增速为分别为 -20.84%/+16.02%/+16.08%。

6.2 估值分析

公司作为光瓶酒行业龙头，享受行业扩容红利，同时公司在“白牛二”已实现泛全国化布局基础上，持续导入高价位产品以实现产品结构升级方式提升盈利能力。预计 2022-2024 年收入增速分别为 -20.84%/+16.02%/+16.08%，归母净利润增速分别为 -608.09%/+224.21%/+44.99%，EPS 分别为 -0.70/0.87/1.26 元；3 月 15 日收盘价对应 PE 分别为 -45/36/25 倍。我们采用相对估值法：

1) 我们选取白酒板块中，初步实现全国化、以及有一定中低档白酒占比的古井贡酒、老白干及伊力特作为可比公司；同时正文提到光瓶酒也具备快消品消费属性，我们也选取青岛啤酒、伊利股份作为可比公司。2) 猪肉业务选取双汇发展作为可比公司。3) 地产业务近期仍处于亏损状态，暂时不给予估值。基于

公司传统白牛二销量企稳回升，同时金标陈酿在30-40元价位带具备显著竞争优势，伴随铺市率不断提高，销售端逐步放量，其成长性值得期待。首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

表11：同行业部分公司相对估值比较

证券代码	证券简称	2021A	2022E	2023E	2024E	PE (TTM)
	平均值	42.87	38.84	31.38	24.85	40.20
000596.SZ	古井贡酒	56.13	47.19	37.04	29.92	48.39
600559.SH	老白干酒	64.41	45.01	42.44	31.91	46.11
600197.SH	伊力特	40.92	67.60	41.10	28.56	69.12
600600.SH	青岛啤酒	42.81	43.82	36.30	31.07	40.24
600887.SH	伊利股份	30.48	19.87	16.88	14.50	21.17
000895.SZ	双汇发展	22.46	15.56	14.50	13.15	16.18

资料来源：Wind，山西证券研究所（备注，以2023年3月15日收盘价计算）

7. 风险提示

国内疫情反复并严重，影响白酒整体动销；
光瓶酒行业竞争加剧，战略单品铺市及动销不达预期；
产品升级不达预期；
食品安全问题等。



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	17238	14216	12301	13036	13674
现金	8797	7639	7165	5292	6933
应收票据及应收账款	425	437	245	546	373
预付账款	230	124	156	169	209
存货	7291	5509	4237	6518	5658
其他流动资产	494	506	496	511	501
非流动资产	4436	5176	4213	4462	4721
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2977	2844	2039	2317	2608
无形资产	723	702	665	628	592
其他非流动资产	736	1631	1509	1517	1521
资产总计	21673	19392	16513	17498	18395
流动负债	11222	9032	7773	8509	8880
短期借款	4070	2880	2880	2880	2880
应付票据及应付账款	284	1233	279	995	447
其他流动负债	6868	4919	4614	4634	5552
非流动负债	2679	2568	1500	1104	685
长期借款	2679	2546	1479	1082	664
其他非流动负债	0	22	22	22	22
负债合计	13901	11600	9274	9613	9565
少数股东权益	31	23	8	27	54
股本	742	742	742	742	742
资本公积	2627	2627	2627	2627	2627
留存收益	4402	4431	3993	4537	5325
归属母公司股东权益	7741	7770	7231	7858	8776
负债和股东权益	21673	19392	16513	17498	18395

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15511	14869	11770	13655	15851
营业成本	11112	10720	8163	9007	10197
营业税金及附加	1508	1591	1259	1461	1696
营业费用	979	867	989	1024	1141
管理费用	800	864	820	793	921
研发费用	15	33	26	30	35
财务费用	243	169	254	303	337
资产减值损失	-147	-70	-647	-64	-75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	8	8	8	8
营业利润	715	563	-380	1109	1607
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	14	2	2	2	2
利润总额	701	562	-382	1107	1605
所得税	275	456	153	443	642
税后利润	426	105	-535	664	963
少数股东损益	6	3	-15	19	27
归属母公司净利润	420	102	-520	646	936
EBITDA	1115	971	-112	1364	1889

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	4.1	-4.1	-20.8	16.0	16.1
营业利润(%)	-39.7	-21.3	-167.6	391.4	44.9
归属于母公司净利润(%)	-48.1	-75.6	-608.1	224.2	45.0
盈利能力					
毛利率(%)	28.4	27.9	30.7	34.0	35.7
净利率(%)	2.7	0.7	-4.4	4.7	5.9
ROE(%)	5.5	1.4	-7.4	8.4	10.9
ROIC(%)	3.5	0.9	-1.8	5.5	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	64.1	59.8	56.2	54.9	52.0
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5
速动比率	0.8	0.9	1.0	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	30.7	34.5	34.5	34.5	34.5
应付账款周转率	40.2	14.1	14.1	14.1	14.1
估值比率					
P/E	55.4	227.6	-44.8	36.1	24.9
P/B	3.0	3.0	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	19.5	23.2	-187.7	16.5	10.9

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1546	-349	1084	-716	2900
净利润	426	105	-535	664	963
折旧摊销	254	296	251	227	264
财务费用	243	169	254	303	337
投资损失	-2	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	482	-1215	1121	-1902	1344
其他经营现金流	142	303	-0	-0	-0
投资活动现金流	-161	-119	721	-468	-515
筹资活动现金流	-719	-719	-2279	-690	-744
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.14	-0.70	0.87	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	-0.47	1.46	-0.96	3.91
每股净资产(最新摊薄)	10.44	10.47	9.75	10.59	11.83

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

