

升级带动结构跃迁 业务改革持续提速

——顺鑫农业 (000860.SZ) 首次覆盖报告

食品饮料/白酒

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

大众消费龙头，地产拖累下业务聚焦于白酒和猪肉。公司早期业务繁杂以猪肉和饮品、种植等农业类为主，2014 年开始剥离整合，目前白酒、猪肉业务营收占比 90%以上、白酒占公司营收近 7 成。地产 16 年至今连续亏损，拖累上市公司利润表现。

大单品辉煌彰显强大运营能力。牛栏山陈酿作为公司大单品，高峰时期 2019 年销量超过 46 万吨，成为公司白酒业务销量和营收的主力，也成为 10-20 元价格带销量和品牌标杆。同时，公司“高毛利+大商制+深度分销”模式成功在光瓶酒市场得到验证，彰显公司强大的品牌打造、渠道扩张的运营能力。以商为主、政策驱动下的一地多商+一商多地的经销商体系在光瓶酒领域现阶段仍具有强大生命力，高毛利高周转带动渠道活力、深度分销构建高覆盖率的壁垒优势。

2019 年后进入价格驱动增长阶段，中高档酒收入占比快速提升。公司 03-12 年白酒营收增速均大于 20%，10 年启动全国化布局，19 年进入百亿俱乐部。12-19 年销量、吨价 CAGR 分别为 22.8%、-3.9%，量增带动公司收入增长。19-22 年销量、吨价 CAGR 分别为 -11.6%、+4.5%，公司转入吨价驱动收入和利润增长阶段。中高档酒 20 年后毛利率逐年回升，其中高档酒 2020-2022 年两年间提升 12.41pct、中档酒 2020-2022 年两年间提升 11.5pct。22 年中高档酒销售占比超过 25%，金标带动下中档酒占比同比快速提升增加 3.97pct。

本次金标陈酿升级与以往不同，有望带动公司整体结构跃迁。金标陈酿 22 年首年突破 200 万箱，23 年规划 500 万箱，25 年目标实现 1500 万箱销售，打造 30-40 元价位第一大单品。本次金标升级与以往不同在于，杜绝了以往节奏过快、同步推多品情况，本次厂家重视、经销商重视、覆盖面广且在白牛二承压的情况下进行产品升级。目标清晰、培育力度大，已产生良好的返单效果，可实现公司主销价位带跃迁。

白酒回升、地产逐步剥离，基本面向好下利润弹性可期。22 年下半年主力产品陈酿止跌回升，23Q1 白酒业务正增长，金标在成熟市场价格阶梯坚实、接受度高、回转良好，全年 500 万箱可带动中档酒高增提升白酒利润贡献。去年同期地产亏损及减值损失不利影响消除下全年利润高增无虞。

投资建议：预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 138.87、160.97、176.64 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 6.48 亿元、9.16 亿元和 11.74 亿元，每股收益分别为 0.87 元、1.23 元和 1.58 元，对应 PE 分别为 36.30X、25.71X 和 20.04X。地产剥离、酒肉业务回升，价位跃迁利于公司利润高弹，给予 2023 年 42 倍 PE，目标价格 37 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：盈利预测中假设偏离真实情况的风险、金标陈酿销售不及预期的风险、竞争加剧的风险、消费复苏不及预期、地产剥离不及预期的风险

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14,869.38	11,678.34	13,886.91	16,097.28	17,664.05
增长率 (%)	-4.14%	-21.46%	18.91%	15.92%	9.73%
归母净利润 (百万元)	102.30	-673.23	648.47	915.51	1,174.30
增长率 (%)	-75.64%	-758.08%	196.32%	41.18%	28.27%
净资产收益率 (%)	1.32%	-9.51%	11.05%	13.70%	15.49%
每股收益(元)	0.14	-0.91	0.87	1.23	1.58
PE	230.09	-34.96	36.30	25.71	20.04
PB	3.03	3.33	4.01	3.52	3.11

资料来源：公司财报，申港证券研究所

评级

买入（首次）

2023 年 07 月 10 日

汪冰洁

分析师

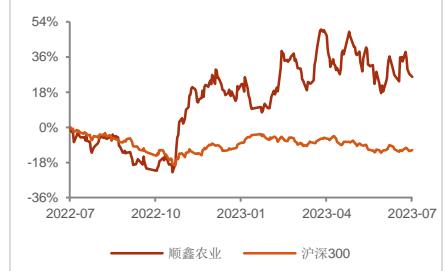
SAC 执业证书编号：S1660522030003

交易数据

时间 2023.7.10

总市值/流通市值 (亿元)	259.32/259.32
总股本 (万股)	74,176.7
资产负债率 (%)	58.77
每股净资产 (元)	9.98
收盘价 (元)	34.96
一年内最低价/最高价 (元)	39.09/19.16

公司股价表现走势图



资料来源：wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 大众消费龙头 聚焦酒肉业务	4
1.1 早期产业繁杂 历经整合完善	4
1.2 地产拖累 聚焦酒肉业务	6
1.3 国资控股 管理层励精图治	7
2. 大单品辉煌彰显企业强大运营力	9
2.1 牛栏山全国化发展的三个主要阶段	10
2.2 产品高周转高毛利与大商制完美匹配	15
2.2.1 一地多商+一商多地的经销商体系	15
2.2.2 高毛利高周转保障渠道推力 深度分销保证覆盖率	17
2.3 央视建立背书 终端氛围带动动销	18
3. 金标陈酿承担升级责任	19
3.1 公司增长驱动力由量增转到价增	19
3.2 本次升级与此前多次调结构不同	23
3.3 光瓶扩容 金标享价位段优势	24
4. 地产剥离加速 各业务修复向上	26
4.1 地产项目去化处于后期 整体剥离加速	26
4.2 猪肉业务以屠宰为主 盈利稳定	28
5. 盈利预测	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司不同时期营收构成 (亿元)	6
图 2: 顺鑫佳宇各年度营收及净利润	6
图 3: 公司收缩地产业务历程	7
图 4: 2018 年后公司酒肉业务占比超过 90%	7
图 5: 截止 22 年底公司股权结构	8
图 6: 2022 年各主要产品销量占比	10
图 7: 全国化三个主要阶段	10
图 8: 公司白酒销量和吨价情况	11
图 9: 2013-2014 及 2016-2019 年京外增速超过 20%	13
图 10: 牛栏山市场板块布局	14
图 11: 公司近年白酒毛利率有所修复	14
图 12: 2022 年中档酒收入占比提升迅速	15
图 13: 公司历年产销量及库存量	15
图 14: 受模式影响销售人员数量较少	16
图 15: 公司实行京内平台商京外区域大商为主布局	16
图 16: 视频号大 V 推广	19
图 17: 主要产品销量及增速情况 (万千升)	19
图 18: 金标宣传主画面	20
图 19: 金标产品营销打法	21
图 20: 2020 年后中高档酒毛利率逐年提升低档有所修复	22
图 21: 金标在内的中档酒收入占比提升较快	22
图 22: 金标外包装拥有良好的产品辨识度	24
图 23: 金标主题品鉴会	24
图 24: 金标终端陈列	24
图 25: 2013-2024 年中国光瓶酒市场规模和增速	24
图 26: 2020 年中国光瓶酒市场格局	24
图 27: 截止 23Q1 顺鑫农业合计长短期借款约 46 亿元	27
图 28: 22 年底母公司其他应收款 77 亿元	27
图 29: 近年财务费用在 1.6 亿元以上	27
图 30: 公司猪肉业务情况	28
图 31: 猪肉业务毛利情况	28
表 1: 公司管理层及简介	8
表 2: 牛栏山主要产品及详情	9
表 3: 牛栏山全国化发展阶段和策略	11
表 4: 02-09 年近占远养策略实现北京市场突破	11
表 5: 公司不同时期的区域战略	13

表 6: 公司 2012-14 年间对前五大客户销售情况.....	16
表 7: 截止 2022 年 8 月底覆盖 253.41 万家在册活跃终端.....	18
表 8: 白酒新旧国标定义	20
表 9: 2019 年前量增驱动增长之后价增驱动增长.....	22
表 10: 光瓶酒市场分类和主要参与者	25
表 11: 公司地产在售项目及进度.....	26
表 12: 主要项目开发情况	26
表 13: 累计土地储备情况	26
表 14: 公司业务拆分及盈利预测	30
表 15: 可比公司估值: 低于平均水平	30
表 16: 公司盈利预测表.....	32

1. 大众消费龙头 聚焦酒肉业务

北京顺鑫农业股份有限公司于 1998 年 11 月 4 日在深圳证券交易所挂牌上市，是北京市第一家农业类上市公司。牛栏山酒厂的前身是 1952 年 10 月 26 日正式成立的河北省人民政府工业厅酒业生产管理局国营牛栏山制酒厂。目前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。公司现已形成以白酒、猪肉为主的两大产业。

白酒产业的主要产品以牛栏山和宁诚为代表，牛栏山目前拥有经典二锅头、传统二锅头、百年牛栏山、珍品牛栏山、陈酿牛栏山五大系列产品。公司种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工业务产品，主要包括小店牌种猪及商品猪、鹏程牌生鲜及熟食制品。

牛栏山酒厂致力于打造百年牛酒，拥有成为中国最具影响力的民酒集团的战略愿景。二锅头具备广泛的认知基础，已经成为民酒典型的品类代表，这与二锅头品类的包容性基因，决定了牛栏山产品的价格宽度和市场广度，决定了牛栏山的全国化营销格局和产品结构调整的空间。

二锅头作为京酒的代表，已有八百多年的历史。牛栏山酒厂是率先提出“传承链”概念的中华老字号企业，首次举办了“京城酒脉百载传承”的拜师封酒大会；也是率先将工艺“二锅头标准”纳入国家标准的白酒企业，其“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，也被列入国家级非物质文化遗产名录。“正宗二锅头，地道北京味”的品牌诉求深入人心，成为二锅头品类代表和百姓心目中的亲民品牌，同时也是代表北京地域文化的一张名片。牛栏山酒厂所在的北京顺义荣获“世界美酒特色产区”称号，牛栏山特色的品牌和文化进一步得到认可。

1.1 早期产业繁杂 历经整合完善

公司上市时间较早，发展早期旗下产业繁杂，公司母公司和子公司合计经营范围一度涉及肉制品、白酒、种业、淡水养殖、水利与建筑工程、药品、市场管理与服务、旅游观光度假、房地产开发等领域。

早期以肉、菜、种、饮等农业类业务为主，2002 年开始明确业务组合战略。2002 年公司确立了壮大主业、精心打造四条产业链的宏观战略思路，形成了以载体型公司为框架的“4+2”战略，即完善四条产业链：一是不断壮大饮料、饮品产业链；二是发展种猪繁育、肉食品加工产业链；三是发展农副产品物流配送产业链；四是发展生态观光农业产业链；发展两个行业，即稳定和拓展白酒业、适度发展房地产业。

2006 开始机遇性介入地产和建筑施工，反哺主业。

- ◆ 2006 年在 5 年发展战略中明确提出：围绕大农业概念，以农产品加工为主体，物流配送为平台，做强做大主业，打造集生产、加工、物流、销售为一体的农产品加工产业链。同时，把握房地产开发和水利施工及建筑施工业发展机遇，全力培育农业旅游观光业务。
- ◆ 2007 年提出把握房地产开发产业和水利施工及建筑施工产业的机遇，发挥优势，不断发展，作为强化企业核心竞争力的辅助系统，实现反哺主导产业。同年增

资顺鑫佳宇地产公司。

2009 年提出突出猪肉和饮品主导产业，发展地产和建筑等辅助产业。

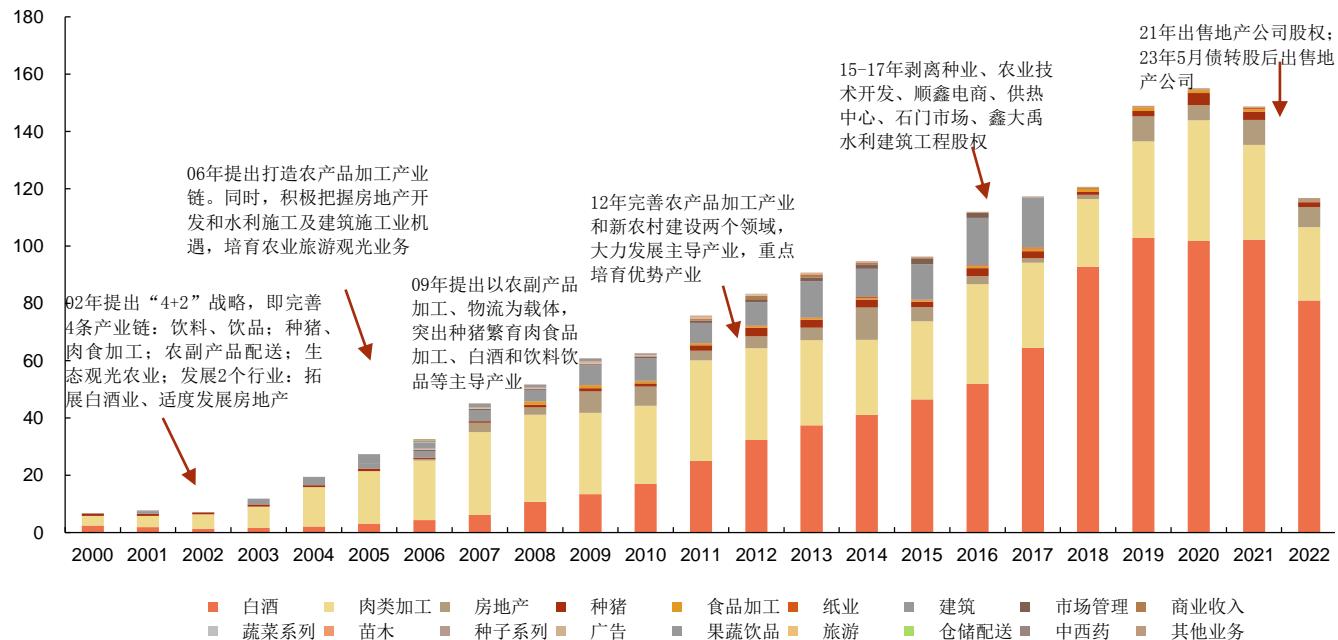
- ◆ 2009 年，围绕大农业概念，以农产品加工为主体，物流、配送为平台，做强做大主业，打造集生产、加工、物流、销售为一体的现代大农业产业链。公司将充分发挥自身优势，积极把握发展机遇，坚持资本经营和产业经营协调促进的发展方式，以农副产品加工、物流为载体，突出种猪繁育肉食品加工产业、白酒产业和饮料饮品产业等主导产业，加大投资，优化产业布局，通过终端网络拉动，增强盈利能力，提升品牌价值；把握房地产开发产业和水利施工及建筑施工产业的机遇，发挥优势，不断发展，作为强化企业核心竞争力的辅助系统，实现反哺主导产业。通过做强做大主导产业，发展辅助产业。
- ◆ 2012 年提出公司战略“植根农业发展，立足企业使命，完善农产品加工产业和新农村建设两个领域，坚持资本经营与产业经营并举，大力发展战略性新兴产业，重点培育优势产业，加快培育和形成产业集群”。

2015-17 年逐步收缩非主导产业，进行产业剥离和整合。

- ◆ 2015 年按照“做强做大主业、收缩非主营业务”的发展思路，先后剥离了耘丰种业分公司、北京顺鑫国际种业有限公司、顺科农业技术开发分公司、北京顺鑫国际电子商务有限公司及杨镇供热中心资产或股权，进一步明晰了公司主业。
- ◆ 2016 年公司出售旗下控股子公司石门农产品批发市场股权，主业聚焦再下一城。
- ◆ 2017 年公司出售旗下控股子公司北京鑫大禹水利建筑工程有限公司股权，公司不再涉及水利建筑工程施工业务。

2021 年开始出售地产业务，进一步聚焦酒肉业务。

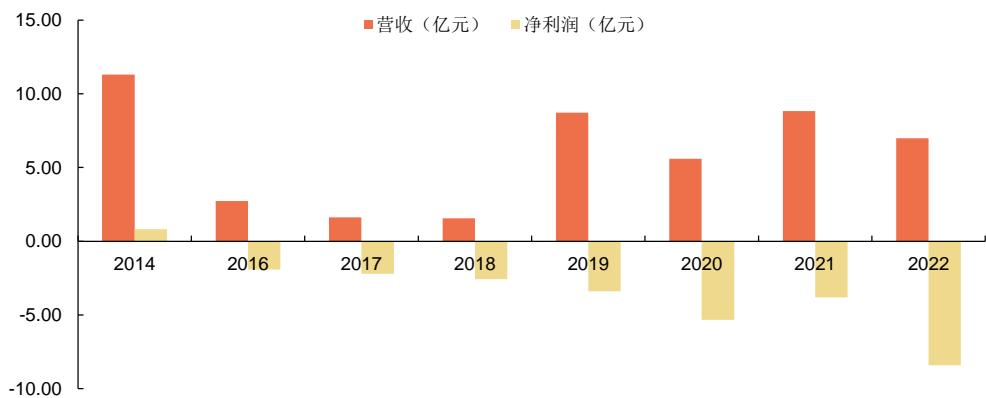
- ◆ 2021 年 12 月挂牌出售旗下地产公司顺鑫佳宇 100% 股权，未成功售出。
- ◆ 2023 年 5 月公告，拟债转股后出售顺鑫佳宇地产公司全部股权。

图1：公司不同时期营收构成（亿元）


资料来源：wind，公司02、06、07、09、12、15-17年度年报，公司公告《20211201 关于预挂牌转让全资子公司股权的公告》《20230512 关于对全资子公司增资的公告》，申港证券研究所

1.2 地产拖累 聚焦酒肉业务

公司地产业务主要有旗下全资子公司顺鑫佳宇房地产开发公司运营，顺鑫佳宇2014年营收11.32亿元，当年盈利0.82亿元。2016年开始持续亏损且影响上市公司净利润在10%以上，至2022年的7年间累计亏损达27.63亿元，主要为地产下行销售不振、高额负债带来的财务费用、开发成本及开发产品的存货减值损失。公司2022年计提资产减值损失6.40亿元，预计主要为房地产公司的在建和土地等资产。且地产公司与母公司存在借款，母公司22年其他应收款为77.19亿元。

图2：顺鑫佳宇各年度营收及净利润


资料来源：公司14-22年年报，申港证券研究所（注：2015年对上市公司净利润影响在10%以下未披露具体额，2015年报表示地产业务当年贡献营收及净利润较2014年减少）

自2014年开始，公司总体战略将房地产业务调整为逐步进行收缩性调整的定位，2015年没有新开盘项目，后期坚持存量房产去化和项目整体处置同步推进，加快回笼资金。2020年处置海南文昌和山东曲阜的地块处置，2021年12月公告拟挂牌转让顺鑫佳宇股权，最终未完成交易。在2023年5月公告拟对顺鑫佳宇债转股

增资后 100% 转让其股权，退出地产业务。按照公司战略规划，公司将主业定位为公司未来将进一步聚焦白酒和猪肉主业，地产业务有望被剥离。

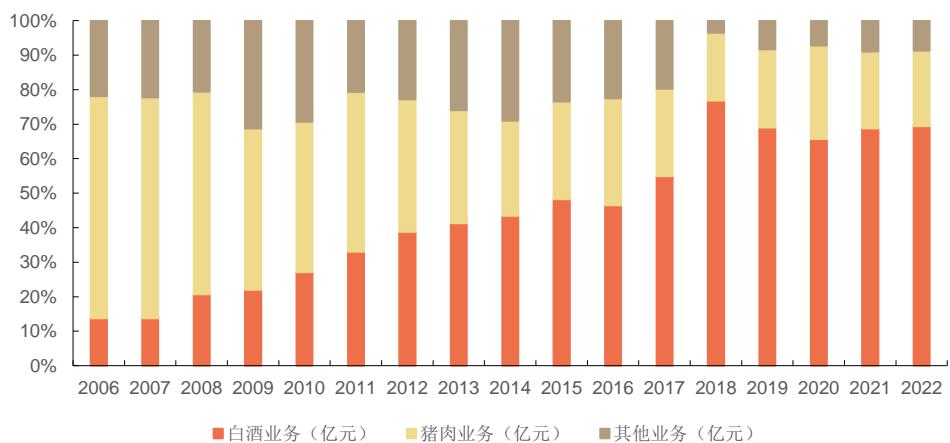
图3：公司收缩地产业务历程



资料来源：公司 14、15、19、20 年报，公司公告《20211201 关于预挂牌转让全资子公司股权的公告》《20230512 关于对全资子公司增资的公告》，申港证券研究所

2018 年后，除酒和猪肉业务外其他业务快速收缩，占比持续低于 10%，公司呈现主业以白酒和猪肉业务为主的经营格局。

图4：2018 年后公司酒肉业务占比超过 90%

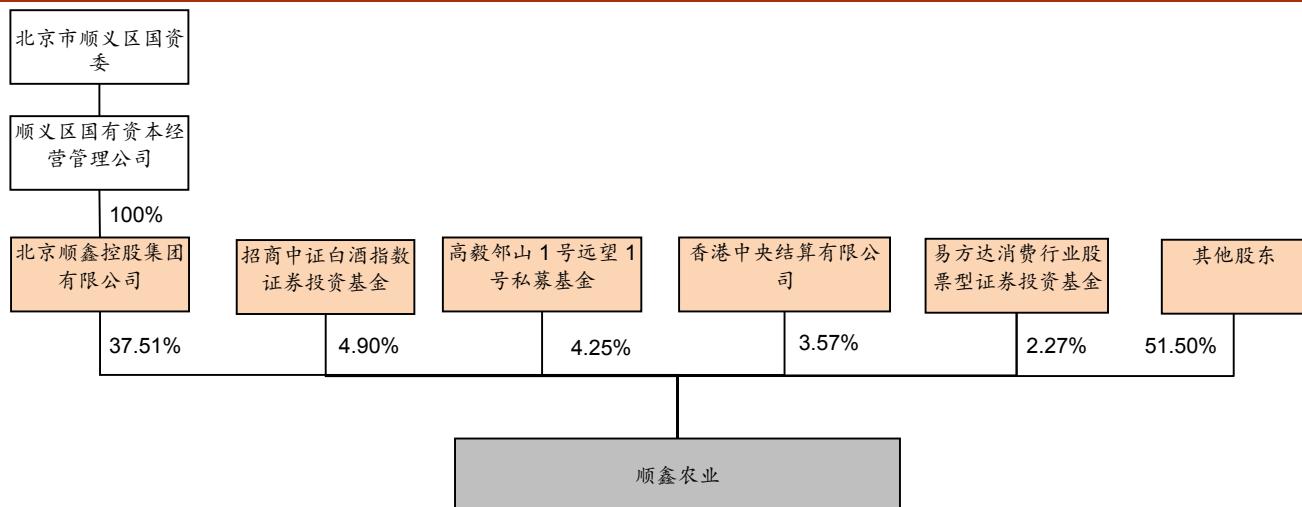


资料来源：wind，申港证券研究所

1.3 国资控股 管理层励精图治

控股股东为北京顺鑫控股集团有限公司，持股占公司总股本的 37.51%，实际控制人为顺义区国资委，股权结构稳定。

图5：截止 22 年底公司股权结构



管理层新老搭配、持续赋能公司经营和改革。公司董事长李颖林曾于顺义区国有资本经营管理中心，牛栏山酒厂厂长宋克伟在公司深耕多年、经验丰富，经历了牛栏山京内外大发展的时期。公司2022年进行了管理层的新任和补充，2022年6月24日，总经理李秋生及其他三位副总经理董文彬、和法文、康涛任职，新任管理层年富力强、新老搭配持续赋能公司经营和改革。

表1：公司管理层及简介

职务	姓名	年龄	简介
董事长	李颖林	51	研究生学历，中共党员，1996年参加工作，曾任顺义区国有资本经营管理中心党委委员、副经理，北京顺义金融控股有限责任公司董事、副经理，顺鑫控股集团监事会主席，北京综合保税区开发管理有限公司监事会主席，现任公司董事长，顺鑫控股集团党委副书记、董事、经理
董事兼总经理	李秋生	55	研究生学历，中共党员。1991年参加工作，曾任顺鑫农业副总经理、财务总监，现任顺鑫农业董事、总经理、北京顺鑫鑫源食品集团有限公司董事长
董事兼副总经理	林金开	45	研究生学历，中级经济师。曾任顺鑫农业投资管理部部长，现任顺鑫农业董事、副总经理，顺鑫农业鹏程食品分公司经理，顺鑫农业小店畜禽良种场经理，北京顺鑫鲲鹏食品有限公司董事长、经理，北京市顺义区肉类联合加工厂有限公司董事长、经理，顺鑫控股集团董事
副总经理兼牛栏山酒厂厂长	宋克伟	57	本科学历，水电站动力设备专业，高级营销师。曾任顺鑫农业牛栏山酒厂设备科副科长、灌装车间主任、副厂长、顺鑫农业董事，现任顺鑫农业副总经理、顺鑫农业牛栏山酒厂厂长
副总经理	秦龙	52	本科学历，中共党员。曾任顺鑫农业经理办公室主任，经理助理，顺鑫农业董事，现任顺鑫农业董事、副总经理，北京鑫鸿城运营管理有限公司党总支书记、董事长，北京顺正资产管理有限责任公司联合党支部书记、董事长
副总经理、财务总监	董文彬	43	本科学历，中共党员。曾任顺鑫农业风险管理部经理，顺鑫控股集团计划财务部经理，资产管理部经理，牵手果蔬饮品公司董事，顺鑫建筑规划设计研究院监事会主席，现任顺鑫农业副总经理、财务总监，顺鑫建设科技集团有限公司董事，顺鑫国门置业投资有限公司董事，北京人寿保险股份有限公司董事，顺鑫控股集团监事，北京世欣顺达小额贷款有限公司监事，北京顺鑫鑫悦面粉有限公司监事，上海影邑数码科技有限公司监事
副总经理	和法文	40	研究生学历，临床兽医学专业。最近五年历任顺鑫农业办公室主任、信息化管理部经理、战略投资部经理，北京顺鑫国际种业集团有限公司董事，北京福通互联科技集团有限公司董事，现任顺鑫农业副总经理
副总经理兼董事会秘书	康涛	48	本科学历，中共党员。曾任顺鑫农业战略投资部经理，北京福通互联科技集团有限公司副经理，现任顺鑫农业董事、副总经理、董事会秘书，北京福通互联科技集团有限公司党支部委员、董事

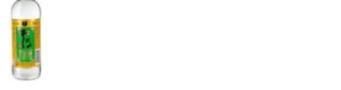
资料来源：wind，申港证券研究所

2. 大单品辉煌彰显企业强大运营力

牛栏山产品线在高端表现为大单品策略，品项较少，主力产品为黄龙、青龙、三牛。在低端光瓶市场表现为“群狼战术”，积极开发新品、大胆创新。

目前公司产品组合清晰，魁盛号致力于打造成清香型高端形象，经典二锅头为清香型中高端产品，百年牛栏山为浓香型中端商务化产品，陈酿系列为中国民酒，传统二锅头为传统清香大众消费等。

表2：牛栏山主要产品及详情

系列名	主要产品	香型	规格	售价 (元)	示意图
魁盛号	大师级手工原浆樽玺	清香	55 度 618ml	1598	
	大师级手工原浆	清香	53 度 618ml	798	
经典二锅头	经典二锅头 (黄龙)	清香	52 度 500ml/45 度 500ml	485/438	
	珍品三十年 (青龙)	清香	53 度 500ml/46 度 500ml	254/235	
珍品牛栏山	珍品 20	清香	52 度 450ml	73	
	珍品 15	清香	45 度 400ml	62	
百年牛栏山	百年陈酿 (三牛)	浓香	52 度 500ml/36 度 500ml/42 度 400ml	133/128/137	
	百年红 8 年	浓香	52 度 500ml	69.2	
	百年红 10 年	浓香	52 度 500ml	99.8	
	百年红 12 年	浓香	53 度 500ml	214	
传统二锅头	牛栏山二锅头	清香	56 度 500ml	18.3	
	牛栏山二锅头净爽	清香	53 度 500ml	17.7	
陈酿系列	陈酿	浓香	42 度 500ml/52 度 500ml/42 度 265ml	17.1/17.9/14.9	
	新一代陈酿	浓香	43 度 500ml/43 度 330ml	24.1/14.5	
	珍品陈酿	浓香	52 度 500ml/43 度 500ml/39 度 500ml	29.9/29.9/32.3	
	珍品陈酿 20 (土豪金)	浓香	42 度 500ml/52 度 500ml	71/75.5	
	金标陈酿	浓香	42.3 度 500ml	46.5	
牛栏山壹号	壹号特酿	清香	52 度 500ml	68	
	壹号特酿精品黄金型	清香	52 度 500ml	138	
	壹号特酿尊品鉴藏型	清香	52 度 600ml	318	

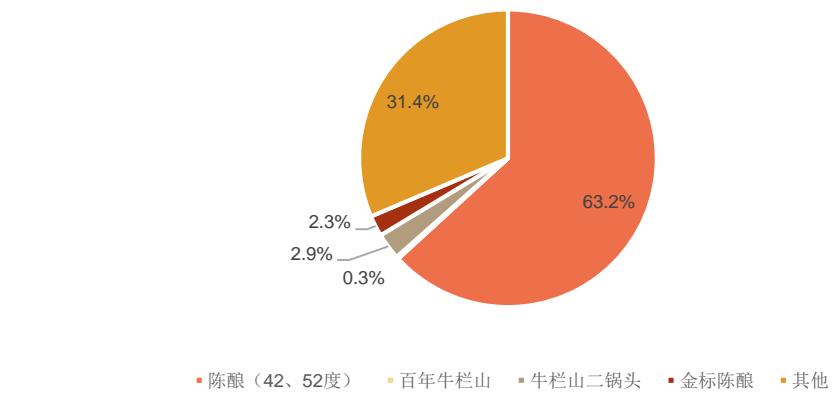
资料来源：牛栏山酒厂公众号，长江酒道《牛栏山的核心产品有哪些？》，牛栏山京东自营旗舰店，牛栏山旗舰店，牛栏山直供旗舰店，申港证券研究所（部分产品按线上销售整箱价格折算单瓶售价）

根据公司年报披露，公司 04-12 年白酒营收增速均大于 20%，2009 年开始，北京区域开始放量，进一步影响京津冀区域，2010 开始全国化布局、全国招商，步入高速增长期，2019 年进入百亿俱乐部。

成功打造陈酿大单品，高毛利+大商制+深度分销的营销管理模式得到验证。牛栏山陈酿 (白牛二) 系列，主要涵盖 42 度 500ml/52 度 500ml/42 度 265ml 三种规格，以固液法添加食用香料勾调而成，因其价廉物美深受广大普通百姓宠爱，消费人群广泛。在牛栏山全国化发展和营销模式的支撑下，成长为全国化大单品。根据年报销售数据测算，到 2019 年达到销售高峰、年销 46 万吨，成为公司白酒业务销量和营收的主力，也成为 10-20 元价格带销量和品牌标杆。2022 年陈酿酒销量占全公司销量比重在 63.2%，牛栏山二锅头和金标陈酿销量占比分列二三位、

为 2.9%、2.3%。同时，公司“高毛利+大商制+深度分销”模式成功在光瓶酒市场得到验证，彰显公司强大的品牌打造、渠道扩张的运营能力。

图6：2022年各主要产品销量占比



资料来源：公司2022年报，申港证券研究所

2.1 牛栏山全国化发展的三个主要阶段

牛栏山白酒实现从北京走向全国主要经过三个阶段：09年前借助中高档产品和渠道改革实现的北京市场突破；10-15年依靠大单品放量、调整区域布局实现的泛全国化发展，实现环北京辐射；以及16年之后持续市场蔓延、构建经销体系，大单品进一步上量和补充渠道的深度全国化过程。

图7：全国化三个主要阶段



资料来源：wind，申港证券研究所

表3：牛栏山全国化发展阶段和策略

阶段	发展布局	策略构建
第一阶段 02年-09年	区域发展	突破北京：聚焦北京市场，并取得突破，外埠市场多品多商，摸索模式
	产品发展	形成产品势能：中高端产品在北京取得优势，低端产品牛栏山陈酿放量，形成向外辐射之势，树立全国化信心
第二阶段 10年-15年	区域发展	环北京辐射：以北京为中心的浪潮式蔓延，向华北、东北蔓延，随后向南、西不断蔓延；从1+4+5市场到2+2+6市场布局，外埠市场份额持续增长
	产品发展	聚焦大单品：外埠市场聚焦牛栏山陈酿，构建全国化大单品
第三阶段 16年以来	区域发展	构建大板块：持续向华东、华中、西北蔓延，以构建西北、东北、长三角、珠三角等区域大板块市场为目标；优化模式，推动地级总代、城区直营、取消分销等模式落地
	产品发展	产品家族构建：以牛栏山陈酿为超级单品，构建陈酿家族，即以陈酿为基础升级为新一代、珍品、金标等系列产品

资料来源：公司各年度年报，申港证券研究所

(1) 02-09年：近占远养、北京市场突破

2002年厂长宋克伟上任后，对产品、渠道做出调整，产品聚焦主推清香型牛栏山二锅头和百年牛栏山二锅头两个系列，并在2005年推出牛栏山酒厂“经典二锅头”、“经典百年”两个高端系列产品；渠道按流通、商超和餐饮划分，最初流通以终端为主，商超以北京朝批为主，餐饮终端先靠直营。

2003年制定321发展战略，摆脱低迷状态，当年的利润已有大幅的回升。推出以“珍品二锅头”、“百年牛栏山”为代表的中高档产品，扩大了高档产品在北京市场的占有率，带动周边省市销售量。

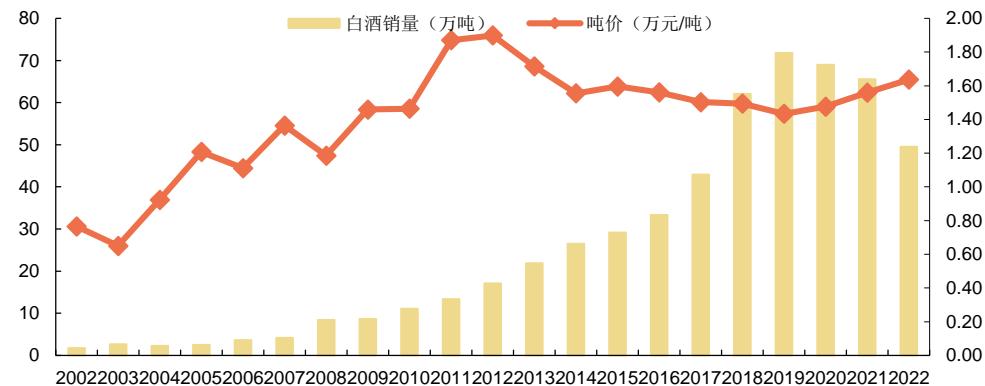
表4：02-09年近占远养策略实现北京市场突破

产品开发与新品推出	渠道端重要变化	产品结构等指标
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 03年推出以珍品二锅头、百年牛栏山为代表的中高档产品 ◆ 05年推出经典二锅头和经典百年两个高端系列 ◆ 07年，经典二锅头、珍品三十年等五个产品进入外交部采购名录，成为部委等社交专用酒 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 02年对渠道按照流通、商超和餐饮划分，餐饮终端先靠直营 ◆ 03年建立专卖店、加大对高档终端开发力度，扩大高档产品北京市场的占有率，通过北京带动周边省市如天津、河南、山东等 ◆ 04年确立北京先县区后市区策略，取消餐饮直营改为经销商开发 ◆ 04年签约创意堂主攻分销和餐饮 ◆ 05年强化深度分销，建立北京市区办事处，餐饮终端800余家 ◆ 06年新增高中档酒店和商超等经销网点800多家，确立“一城二洲三区”的发展战略 ◆ 07年建立北京市区直营团队，进入3000家北京高档餐饮 ◆ 08年，强化深度分销，加强终端服务 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 02-09年白酒营收复合增速38.9% ◆ 02-09年白酒吨价复合增速10.6% ◆ 中高档占比由03年的21%提高到09年的54% ◆ 09年北京市场收入达到9.5亿，收入占比71%，外埠市场收入3.9亿，占比29%

该阶段重点：发展中高档产品、确立先县区后市区的北京市场策略，加大餐饮投入力度、逐步建立市区办事处和直营团队

资料来源：公司02-09年报，佳酿网，申港证券研究所

图8：公司白酒销量和吨价情况



资料来源：公司 02-22 年报，申港证券研究所（注：2002-08 及 10 年未披露销量，考虑当时为公司快速发展阶段，以公司实际披露的产量近似替代销量）

2004 年确立农村包围城市战略，先从北京周边县区入手最终占领北京。取消餐饮直营，改由经销商开发。签约创意堂，主攻北京分销渠道和酒店餐饮。调整产品结构，压缩低档产品的比率，中高档由 03 年的 21% 提高到 32%，销售增长 86.9%。

2005 年，“经典二锅头”、“经典百年”两个高端系列推向市场。强化深度分销运作，北京餐饮终端达到 800 余家。加大百年牛栏山、精品二锅头等中高档产品销售力度，加强以商超为重点的网点铺设，主营业务收入同比增长 51.50%。2005 年，建立北京市区办事处，完善销售体系和销售团队。

2006 年确立“一城二洲三区”的发展战略，开始规划全国化图景。新增高中档酒店和商超等经销网点 800 多家，三星百年牛栏山等高档产品销售比重不断加大。

2007 年选择王刚做代言人，在北京建立 100 多人的直营队伍，北京市场发展强劲，产品进入北京高档餐饮终端达 2000 余家，长江、珠江三角洲地区销售额增幅在 50% 以上。与外交部成功签约，经典、珍品三十年等 5 产品入选外交部采购名录，成为我国 247 个驻外机构的特供酒。中高档酒销售占比 52%。

2008 年，强化渠道建设、进行深度分销，加强人员培训和终端服务。北京市场全年销售收入增长 56%，餐饮市场的终端餐饮店发展到 3400 多家，中高档酒销售额占总销售额的 57%。长三角洲和珠三角洲市场销售同比增长 46% 和 52%。东北、华北和西北市场铺货率均大幅提高。

2009 年在“近占远养”的市场开发策略引导下，加快北京核心市场向基础市场转变的步伐，北京市场收入达到 9.5 亿，收入占比 71%。北京城区销售同比增长 35.3%，新设扬州、镇江办事处，长三销售同比增长 25.9%，珠三角加强终端网络建设、销售同比增长 56.2%。华北、西北地区销售分别同比增长 45%、73%。2009 年销售网络覆盖整个北京地区，产品继续升级，以经典二锅头黄瓷为代表的高档酒在北京站稳脚跟。

(2) 10-15 年：以北京为中心的泛全国化

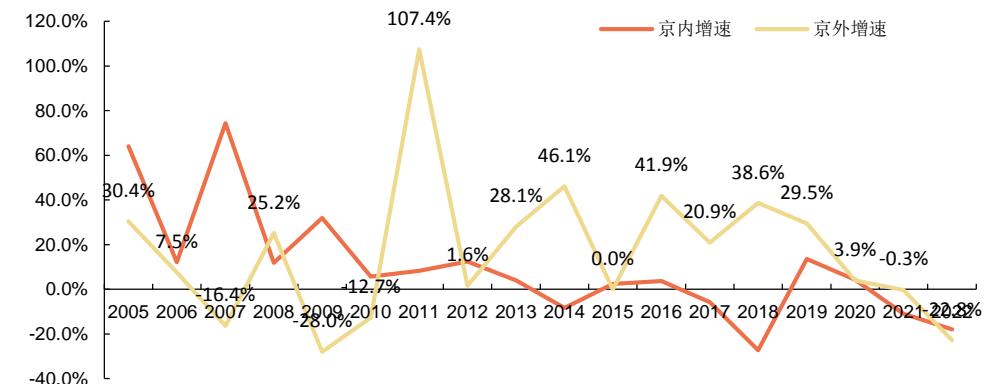
根据公司年报，2010 年，公司围绕“北京根据地市场的巩固提升+外埠市场的战略扩张”，实施“一区一策”市场开发策略，加大销售渠道的精细化，巩固北京市场领先地位。牛栏山陈酿快速放量，带动公司实现跨越式发展。据《全国酿酒行业信息》统计，2011 年 1-3 季度公司白酒产量行业第 3，市场竞争力显著提升。

2011 年坚持北京和外埠市场共同发展、落实亿元板块联动战略，全年北京市场销售收入同比增长 7%，呼市、保定、天津、沧州等外埠市场销售收入同比增长 37.5%、77%、76%、135%。

2012 年对“一城两洲三区”进行了升级细化，制定“1+4+5”亿元板块联动战略，实现亿元板块联动。当年白酒销售收入突破 30 亿。

2013 年持续开展区域扩张之路，运用“普通推广+免费陈列”的营销手段，主要发力三四线城市。加速对外埠重点市场的开发，呼市、天津、山西、河南、山东、辽宁等市场销售收入大幅增长。2013-14 年及 16-19 年，公司京外增速超过 20%，外埠市场收入占比 2010-2015 年间由 12.7% 提高到 32.5%。

图9：2013-2014 及 2016-2019 年京外增速超过 20%



资料来源：wind，申港证券研究所

2014 年牛栏山深挖“1+4+5”亿元市场，逐渐向长三角、珠三角乃至海外等更广阔的区域延伸。强化产品动销监控，精耕北京市场，深入推进全蒙战略。

2015 年区域策略从“1+4+5”升级为“2+6+2”，销售收入接近 50 亿元，外埠市场是成为增长的主要来源，牛栏山陈酿和百年牛栏山两大品牌正在快速全国化。

根据公司 2015 年报，外埠市场白酒销售超过北京市场，实现泛全国化市场布局。

表5：公司不同时期的区域战略

时间	区域战略	具体内容
2006	一城、两洲、三区为依托的营销战略格局	一城为北京，二洲为以江苏为代表的长江三角洲、以广东为代表的珠江三角洲，三区为西北、东北、华北
2012	1+4+5	以北京市场为核心，将天津、保定、呼市、唐山打造成 4 个亿元市场，将山东、河南、山西、内蒙、辽宁培育成 5 个省级亿元市场
2015	2+6+2	2 是指北京、天津两个直辖市，6 是指山东、山西、河南、河北、辽宁、内蒙 6 个省级板块市场，2 是指长江三角洲、珠江三角洲市场
2019	1+4+N	在已形成的北京为中心，以初具样板模式的南京、长春、东莞、苏州为多核的基础上，打造未来多个外埠样板市场为多点的一心多核多点的标准化、规范化的样板市场格局，提供可复制、可推广的样板营销模式，形成规模化示范效应

资料来源：公司 06 年报，12 及 15 半年报，19 年报，申港证券研究所

(3) 2016 年以来：深度全国化

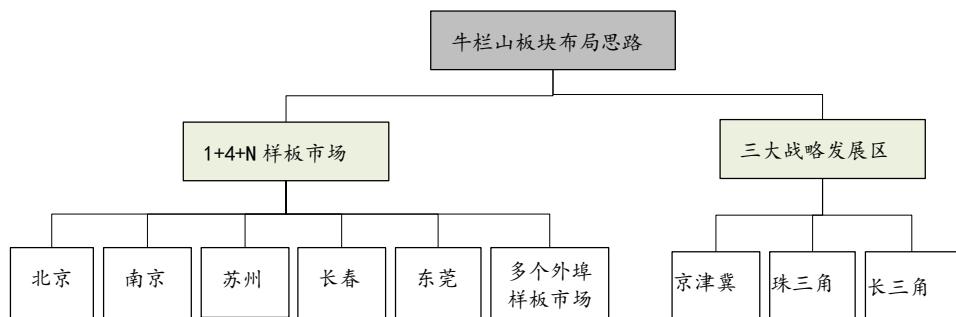
2016 年行业逐步回暖，公司新增湖南、江西、湖北、黑龙江、陕西五个亿元省级市场，省级亿元市场达到 10 余个，外埠市场销售收入占比逐年提升。重点打造的长江三角洲市场，销售收入将近翻一番，全国化市场战略迅猛推进。

2017 年继续深耕全国市场，推进全国化市场布局，外埠市场销售收入占比稳步提升。截止 2017 年公司已在河北、内蒙、江苏等 18 个省级区域形成亿元级市场。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，全国化布局收效显著。

2018 年，成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方赞助商，进一步提升公司的品牌知名度和影响力。

2019 年公司山西吕梁基地挂牌成立，公司北京总部基地+三大外埠生产基地的布局完成，为全国化战略建立产能支撑。当年白酒产业销售收入突破百亿达到 102.89 亿元，同比增长 10.90%，1+4+N 样板市场培育成果显现。

图10：牛栏山市场板块布局



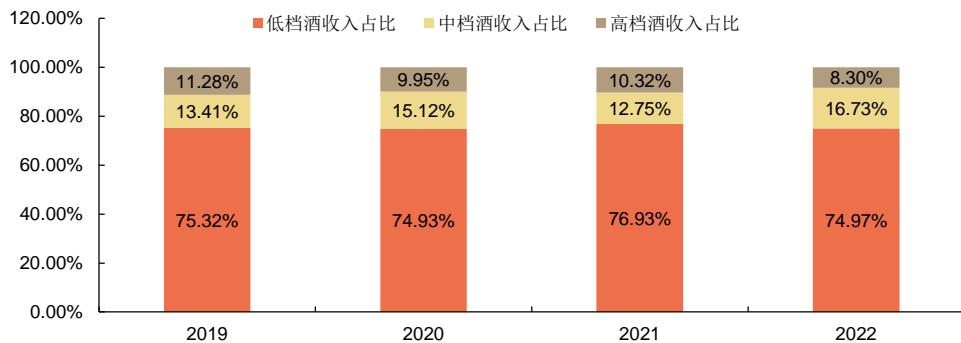
资料来源：2019 年报，申港证券研究所

2020 年至今以产品更新迭代和深度全国化布局为抓手，持续提升产品结构，推动新品升级换代及高端产品销量增量，2019-2021 年公司高档酒收入和占比齐升。

图11：公司近年白酒毛利率有所修复

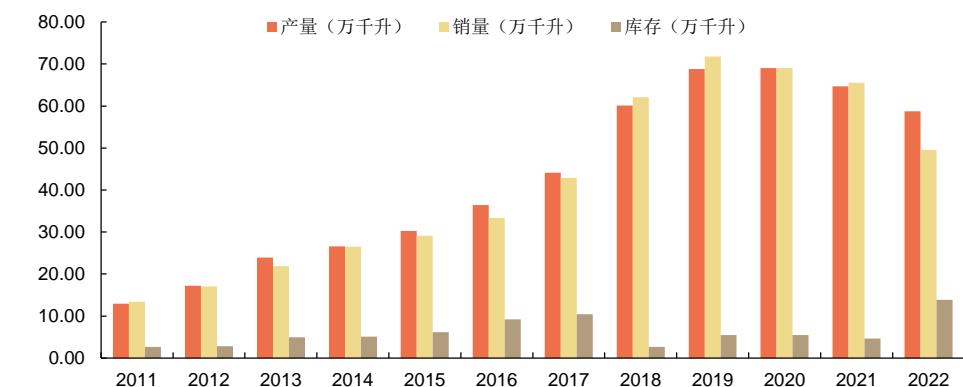


资料来源：wind，申港证券研究所

图12：2022年中档酒收入占比提升迅速


资料来源：公司20-22年年报，申港证券研究所（注：2019年收入数据由2020年收入数据及同比增速倒算得出）

北京+三大外埠基地构建全国化产能支撑。公司除了北京本厂，还在河北香河、四川成都、山西吕梁建立了三家生产基地。2019年牛栏山山西吕梁生产基地挂牌，至2020年公司牛栏山酒厂整体设计产能跃升到81万千升。生产部门根据销售部门提供的订单或市场需求预测，结合公司产能制定年度和月度生产计划。生产部门根据生产计划和库存情况实施生产任务。

图13：公司历年产量及库存量


资料来源：公司12、14、16、18、20、22年度年报，申港证券研究所

2.2 产品高周转高毛利与大商制完美匹配

2.2.1 一地多商+一商多地的经销商体系

公司实行北京市场深度绑定平台商、外埠市场区域大商模式。公司白酒销售主要采用经销模式，牛栏山酒厂在北京市场与平台商深度绑定，外埠市场主要采用区域大商模式开拓市场。区域大商负责区域的商超、餐饮和流通全渠道销售。

一地多商及一商多地策略：

一地多商模式：畅销产品分区域代理，开发产品分品项代理、全区域运营。

- ◆ 牛栏山主要在北京区域采用一地多商模式。

- 在各地多商的管理中，非畅销产品按产品进行代理，经销商可向北京市场所有网点供货；畅销产品分区域进行代理，只能在所辖区域内销售。

一商多地模式：多地的各区域之间独立运营核算，优质经销商带动核心区域产品氛围。

- 经销商可以一商多地运营，但经销商在各区域之间，需完全按独立市场运作。
- 各市场单独成立组织，单独计算回款年任务，独立计算市场费用，产品各区域采用不同批号，各区域之间产品不得互通。
- 经销商需同时在年底完成各市场的销量目标，未完成的情况下，将会出让部分市场代理权。

在北京深度绑定创意堂、丰祖园、京柳、朝批等平台商和渠道大商，按照公司2012-2013年报及2014年半年报，创意堂商贸作为其第一大客户占公司营收比例分别为7.82%、6.64%、6.02%。鑫合必成、朝批双隆、京柳商贸、丰祖园也名列其不同时期前五大客户中。

表6：公司2012-14年间对前五大客户销售情况

	2012	2013	2014上半年	
	客户名称	占营收比例	客户名称	占营收比例
1	北京创意堂 酒业	7.82%	北京创意堂 酒业	6.64%
2	北京朝批双 隆酒业	2.65%	北京朝批双 隆酒业	2.84%
3	北京京柳商 贸	1.92%	北京鑫合必 成商贸	2.56%
4	北京稻香春 食品	1.88%	北京丰祖园	1.85%
5	北京通福威 商贸	1.46%	北京稻香春 食品	1.77%
	合计	15.72%		15.66%
				14.84%

资料来源：公司12-13年年报，14年半年报，申港证券研究所

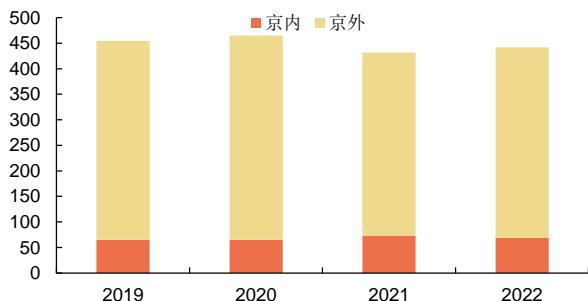
公司整体五大客户占比14-16%，白酒近年在21-24%之间。根据公司年报披露，2018-2022年公司整体业务中前五大客户的占比一直稳定在14-16%之间。白酒业务2020-2022年前五大客户占白酒业务营收比例在22.34%（22.75亿元）、23.78%（24.32亿元）、21.36%（17.32亿元）。其中21-22年增速6.9%、-28.78%。大商22年下滑比例大于白酒整体比例，预计主要与北京等市占率较高的较成熟市场为大商制而市占率高容易在下滑中回落的原因。

图14：受模式影响销售人员数量较少

图15：公司实行京内平台商京外区域大商为主布局



资料来源：wind，申港证券研究所



资料来源：公司20及22年报，申港证券研究所

2.2.2 高毛利高周转保障渠道推力 深度分销保证覆盖率

- ◆ 价格体系制定实行高渠道毛利率

低价产品具有渠道各环节中价格小幅增加但是毛利率体现较大比例的优势，公司渠道毛利率优于很多次高端和高端品牌。对于价位相对更高的产品、新品、开发产品等渠道毛利空间更高。

- ◆ 销售过程管理保障价格体系落地

牛栏山利润空间较高的原因在于：

- ① 控制出货价格：渠道直营，价格统一，减少二批商对价格的损伤。
- ② 控制销售价格：勤拜访，及时制止终端低价行为。
- ③ 控制压货：少压货，通过提升拜访频次增加终端进货频次。
- ④ 控制活动力度：成熟产品陈酿等保持低力度。

经销商利润空间较高，高利润引发经销商高积极性，市场运作主动性较强。

- ◆ 低价光瓶起量离不开深度分销的高覆盖率、产品力带来的自点率

陈酿产品在市场起量的过程中，“深度分销”和“产品力”是两个核心要素。

深度分销解决了产品在终端的覆盖率与生动化氛围的问题，做好深度分销，切实掌控终端，才能在终端中使产品获得高于竞品的面市和陈列等氛围，产品氛围是光瓶酒形成口碑传播和消费的基础。

产品力代表消费群体对产品的认可，消费者觉得口感好、物美价廉才有了后续消费的保证。用户品鉴是核心的消费者培育动作，坚持让消费者喝起来、从而带动品牌在消费群体中的口碑效应，形成自点率。

经销商最低层级为县区级，实行区域直营。截止2022年底，牛栏山全国有经销商442名，已完成全国化布局，最低层级为县级代理商。经销商采用区域直营模式，直供终端网点，全国范围内开展深度分销模式，直接服务终端进行铺货和动销动作。截止2022年8月底覆盖253.41万家在册活跃终端，在白酒行业较为领先。

表7：截止 2022 年 8 月底覆盖 253.41 万家在册活跃终端

终端类型	覆盖数量（万家）
流通店（便利店、小超市）	145.51
名烟名酒店	14.77
餐饮店	88.55
KA 类商超	4.58
合计	253.41 万

资料来源：牛栏山博物馆，申港证券研究所

◆ 渠道策略总结：大商制、高毛利、高周转创造持续渠道驱动力

光瓶酒的主销渠道为流通、餐饮渠道，其中流通主要包含商超、烟酒专卖店、食杂店等终端。其中餐饮渠道多为区域经销商直营管理，商超渠道分为全国性连锁与区域性连锁，分别由个别大商与区域经销商负责进货销售。

由于牛栏山现阶段采用大商直营模式，由经销商直控终端、部分区域设置二级商覆盖终端。其中大商等省级代理可招市级代理商或县级代理商（市级代理商不得再招县级代理商），大商等省级代理发货至市级代理商，市级代理商再发货至终端。

各区域经销商现阶段的渠道销售占比中，流通渠道占比通常超过餐饮渠道销售占比，根据区域的不同有稍许差异。新品导入通常由餐饮渠道进行消费者培育和试饮，再在流通渠道铺货放量。

牛栏山大商及区域经销商的积极性较高，根本原因在于通过价格体系和销售管理保障渠道高额利润、并以此刺激和绑定经销商。市场运作过程中，充分放手和接纳经销商意见，以经销商为主进行市场运作。同时总结优秀经验进行复制，对一线团队培训等动作标准化程度较高。

2.3 央视建立背书 终端氛围带动动销

利用央视建立品牌背书，核心的品牌宣传造势，仍靠终端氛围来支撑。牛栏山广告传播主要体现在三个层面：依托央视广告及北京卫视进行背书、火车站等围绕北京的交通枢纽塑造正宗北京二锅头品类关联、以终端氛围建设区域品牌认证和拉动能销。

投放策略中，很少使用地方卫视、户外等高竞争品宣渠道。一方面在资源有限情况下，集中资源塑造终端氛围，避免与区域酒企在高竞争广宣渠道中正面对抗。另一方面，终端氛围是光瓶酒建立品牌认知最有效的途径。另外，与公司的渠道体系匹配，地方广告投入多数情况下由经销商自主负责。

启动全国化布局以来，牛栏山在央视的广告持续投放，随着央视广告的投放销售额也在持续增加，央视广告的投入帮助牛栏山建立品牌与品质背书。

另外，随着短视频崛起，牛栏山作为大众光瓶代表，也获得了很多大 V 的测评和推广，给予了较多的网络流量曝光，对产品终端销售持续拉动。

图16: 视频号大V推广

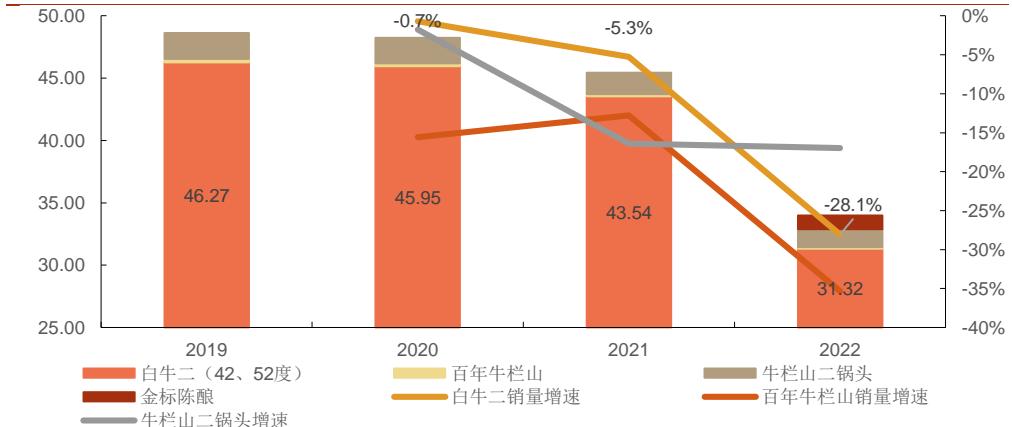


资料来源：微信黄石阿毛，牛栏山品鉴馆，酒的那些事，辉月有话说视频号，申港证券研究所

3. 金标陈酿承担升级责任

牛栏山陈酿 19 年达到顶峰后销售承压、近年出现一定程度的下滑。主要原因：1、公共卫生事件期间工地开工、人员流动及餐饮业受限严重；2、新国标 21 年开始影响市场、未正式出台前已对渠道进货和销售积极性有影响，对白牛二的推广不利；3、公司主动战略调整，希望用纯粮产品部分替代，22 年金标上市前已于 21 年进行部分区域的试销，对牛栏山陈酿政策及费用投入力度减少，渠道考核重心相应转移到纯粮新品。

图17: 主要产品销量及增速情况 (万千升)



资料来源：公司 20-22 年报，申港证券研究所（注：2019 年数据由 2020 年数据及同比增长情况倒算得出）

3.1 公司增长驱动力由量增转到价增

新国标发布实施，牛栏山顺势升级。2021 年国家市场监督管理总局发布《白酒工业术语》(GB/T15109-2021) 及《饮料酒术语和分类》(GB/T 17204-2021) 两项国家标准，并于 2022 年 6 月 1 日正式实施。新国标对白酒、调香白酒等做出准确定义，只有粮谷酿造、无添加的白酒才能在瓶身或商标标明“白酒”二字。将调香白

酒从白酒分类中剔除，明确其属于配制酒。这一规定，规范了市场上白酒的质量定义，低价位配制酒则出现了提质提价、结构性升级的机会。

表8：白酒新旧国标定义

类别	新规定义	旧规定定义
固态法白酒	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的基酒，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。
液态法白酒	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），可用香醅串香或用食品添加剂调味调香，勾调而成的白酒。
固液法白酒	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：中国质量新闻网，申港证券研究所

2022 年，牛栏山推出纯粮升级产品金标陈酿，是公司在总结传统陈酿超级大单品经验的基础上，基于新国标研制的纯粮固态升级产品。

- ◆ **工艺技术方面**，金标陈酿有机融合了传统酿造工艺与现代微生物发酵技术，固态法基酒进一步提升了酒体的醇厚度，地域独有的发酵菌群、发酵环境和历经岁月积淀的发酵设施，使其具备牛酒特色的浓郁窖香。
- ◆ **饮用体验方面**，金标陈酿充分继承了传统陈酿适口性强、饮后舒适度高的优良特性，入口柔顺不辣喉，饮后过劲儿快，具有牛栏山特色的淡雅浓香风格。
- ◆ **外观设计方面**，金标陈酿瓶身通体透明澄澈，贴标左下角醒目位置是识别纯粮固态发酵白酒的“金标”标志，极具识别度。

针对金标陈酿的战略推进，公司提出了“**纯粮陈酿更地道**”的响亮口号。

- ◆ “**纯粮**”是金标陈酿的醒目标签，代表了其两谷（高粱、小麦）三米（大米、糯米、玉米）的优质原料和固态发酵的酿造工艺。
- ◆ “**陈酿**”是指在贮酒容器中贮存一定时间，使酒体协调、口感柔和的白酒生产中必要的工艺过程。
- ◆ “**地道**”既是指牛栏山品牌所蕴含的京味文化价值取向，也代表了牛酒以厚德包容满足最广大消费者多元化与价值最优化消费需求的精神内核。

图18：金标宣传主画面

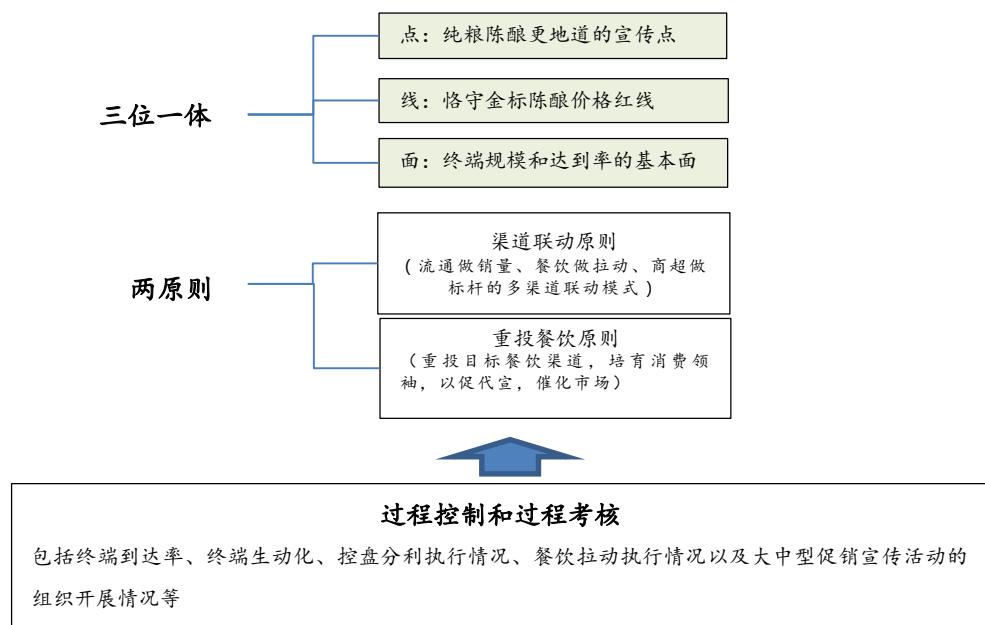


资料来源：《华夏酒报》/中国酒业新闻网，申港证券研究所

金标陈酿产品 22 年突破 200 万箱，25 年目标实现 1500 万箱销售，打造 30-40 元价位第一大单品。公司在 21 年部分区域试验销售的基础上，在 22 年 9 月开始全国推进升级产品金标陈酿的铺货销售，22 年公司实现 200 万箱铺货，并制定了 23 年 500 万箱，24 年 1000 万箱，25 年 1500 万箱的目标。力争把金标陈酿培养成 30-40 元价位的第一大单品。

三位一体两原则营销打法推动金标陈酿的培育和全国化推广。通过“三位一体两原则”的营销打法，在流通领域不断完善渠道的作用，即点、线、面三位一体进行更细致化的营销部署。其中，点是纯粮陈酿更地道的宣传点，线是恪守金标陈酿的价格红线，面是终端规模和到达率的基本面。两个原则是渠道联动原则和重投餐饮原则。在过程管理方面，牛栏山要求各市场强化执行力，全面加强过程控制和过程考核，包括终端到达率、终端生动化、控盘分利执行情况、餐饮拉动执行情况以及大中型促销宣传活动的组织开展情况等。

图19：金标产品营销打法



资料来源：酒说《4 年目标 1500 万箱，牛栏山新超级单品启航》，申港证券研究所

2019 年后公司成长由此前的量增转变为价增驱动。从公司吨价走势来看，2012-2019 年，随着公司泛全国化发展、牛栏山陈酿的快速上量，公司白酒吨价小幅下滑至 2019 年达到 1.43 万元/吨，此阶段销量由 17.05 万吨增长到 2019 年最高的 71.76 万吨，量增带动公司收入增长。2012-19 年，公司销量、吨价 CAGR 分别为 22.8%、-3.9%。2019 年公司平均吨价到 1.43 万元/吨后逐年提升、至 2022 年达到 1.64 万元/吨，2019-22 年，白酒业务销量、吨价 CAGR 分别为 -11.6%、+4.5%，公司转入吨价驱动收入和利润增长阶段。

表9：2019 年前量增驱动增长之后价增驱动增长

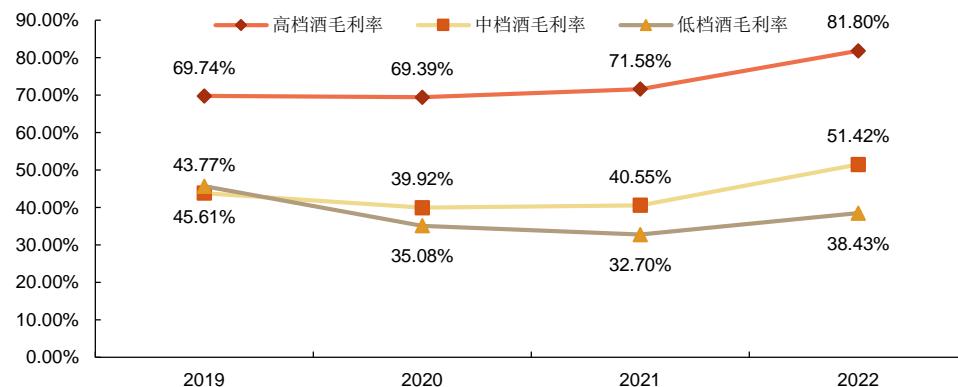
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
白酒营收 (亿元)	25.04	32.38	37.44	41.20	46.48	52.04	64.51	92.78	102.89	101.85	102.25	81.09
白酒销量 (万吨)	13.39	17.05	21.84	26.50	29.13	33.34	42.93	62.10	71.76	69.01	65.55	49.55
吨价 (万元/吨)	1.87	1.90	1.71	1.55	1.60	1.56	1.50	1.49	1.43	1.48	1.56	1.64

12-19 年销量/吨价 CAGR 分别为 22.8%、-3.9%；19-22 年分别为 -11.6%、4.5%

资料来源：公司 11-22 年报，申港证券研究所

近年中高档酒毛利率逐年提升，金标起量带动中档酒收入占比快速提升。2020 年后，高档酒及中档酒毛利率逐年提升，其中高档酒 2020-2022 年两年间提升 12.41pct、中档酒 2020-2022 年两年间提升 11.5pct、低档酒 2022 年有所回升相比 2020 年提升 3.35pct。

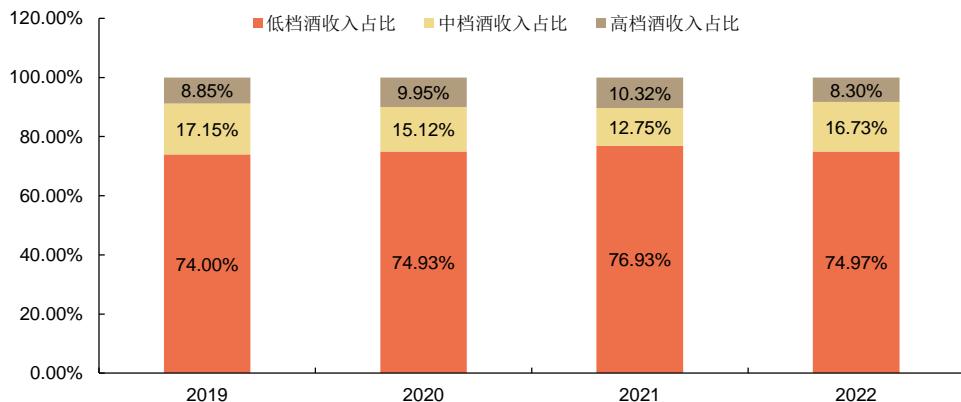
图20：2020 年后中高档酒毛利率逐年提升低档有所修复



资料来源：公司 20-22 年报，申港证券研究所（注：2019 年数据由 2020 年数据及同比变动情况倒算得出）

中档酒收入占比 2022 年同比快速提升 3.97pct 至 16.73%，其中中档酒主要有珍品陈酿、金标陈酿和牛栏山 1 号等产品，金标当年 1.12 万吨销量占年度销量比重至 2.27%，带动中档酒收入未出现与低档酒同步的营收下滑。

图21：金标在内的中档酒收入占比提升较快



资料来源：公司 20-22 年报、申港证券研究所

3.2 本次升级与此前多次调结构不同

本次金标升级与以往不同在于，厂家重视、经销商重视、覆盖面广且在白牛二承压的情况下进行产品升级。

以往升级出现节奏过快、同步推多品情况，分散资源和精力不利于突破。牛栏山近年来一直在做产品结构升级的策略，产品结构从陈酿到新一代，再到二锅头系列，再到如今的珍牛，对于牛栏山来说，产品升级确实是必须迈出的一步，但产品升级节奏相对过快，从而造成经销商在市场培育中出现原品项尚未培育成功，新品项又需开始培育的情况出现。

牛栏山在 2014 年推出新一代产品，当时牛栏山陈酿正处于全国市场放量的阶段，很多外埠经销商还处于刚接手牛栏山代理权，正在区域推广陈酿阶段，所以暂未开始新一代的推广工作。在 2016 年经销商销量基本稳定后，厂方开始大力推广新一代产品，经销商也了解牛栏山结构升级的必要性，故也很配合厂家进行新品推广。

在新一代推广两年左右的 2018 年，新一代销量已达到一定占比情况下，牛栏山酒厂在 2019 年初开始着重推广 38 元左右珍牛产品，从而造成部分市场出现新一代、珍牛同步推广情况出现，对于牛栏山来说，结构升级的步骤相对过快，新一代培育初步起成效后，在还未巩固的情况下，便开始全国推行珍牛产品，实际上是对区域市场的消费者认知提升了难度。

同时过快的新品推广速度，占用了较多的经销商业务人员的推广精力，也模糊了消费者对产品的认知。

在消费者对牛栏山的主流认知仍是陈酿的情况下，未经过沉淀便加速多支新品推广，极有可能将以前新一代产品的推广效果付诸东流。同时，产品外包装此前同质化，陈酿、新一代、珍牛，在产品的包装上，区别不甚明显，多支产品同时摆放在终端陈列的情况下，消费者也难以辨别具体品项，也不利于对产品认知的提升，再加上各个市场均有很多的替代产品（如牛栏山二锅头系列等），更容易模糊消费者对新品的印象。

金标陈酿酒精度为 42.3 度，瓶标左下角醒目位置有“纯粮固态发酵白酒”标志，极具识别度。产品特点酒体窖香悦人、口感柔顺、醇厚饱满、柔甜爽净、香味谐调，

具有牛栏山特色的淡雅浓香风格。

图22：金标外包装拥有良好的产品辨识度



资料来源：酒说《牛栏山金标陈酿，在千亿光瓶酒主航道上疾驰！》，申港证券研究所

给与金标陈酿资源倾斜，加大过程管理力度。顺鑫农业为金标陈酿设置了市场分级和奖励机制，根据微酒公众号报道，公司在2022年阶段性以地级市为单位，对过程管理达标、且销售量达到2万箱以上的经销商，额外增加100万元的宣传费用等支持。

图23：金标主题品鉴会



资料来源：点酒到公众号《牛栏山酒厂申总一行莅临安徽远景指导工作，助力“京味时尚·金标陈酿”主题品鉴会（肥东站）》，申港证券研究所

图24：金标终端陈列



资料来源：点酒到公众号《牛栏山酒厂申总一行莅临安徽远景指导工作，助力“京味时尚·金标陈酿”主题品鉴会（肥东站）》，申港证券研究所

3.3 光瓶扩容 金标享价位段优势

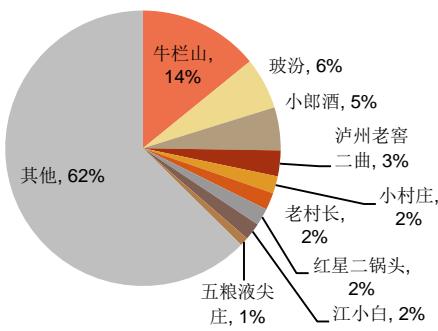
光瓶酒增速超过行业平均，作为性价比之选具有逆周期属性。据中国酒业协会统计数据显示，光瓶酒市场规模自2013年的352亿元增长至2021年的988亿元，复合增速高达13.8%。2022年至2024年，光瓶酒预计将保持16%的年增长速度，2024年市场规模将超过1500亿元。

图25：2013-2024年中国光瓶酒市场规模和增速

图26：2020年中国光瓶酒市场格局



资料来源：中国酒业协会，华经产业研究院，申港证券研究所



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

光瓶酒主流价位随着消费力而趋势性上移。根据微酒数据，2013年，老村长以10元左右的主销产品，创造了60亿元以上的销售业绩，成为第一代光瓶酒龙头。2019年，牛栏山以15-20元的主销产品，创造百亿销售规模，成为第二代光瓶酒龙头。2021年，玻汾快速崛起，在50元价格带成为第三代光瓶酒龙头。玻汾已成为近百亿单品，引领着光瓶酒价格带上移。

近年来，光瓶酒的主流价格带逐年攀升，从过去的10-20元逐渐升级到2022年的30-50元。随着我国居民人均收入和消费力不断提高，对于光瓶酒有更高的消费追求，未来主流价位带将继续攀升，30-60元的光瓶酒将成为热销产品。

表10：光瓶酒市场分类和主要参与者

主流价位	主要参与者	参与目的及竞争要点	代表性产品
高端光瓶 80-200元	全国名酒企业	立体化产品布局、丰富产品线、品牌和推广	泸州老窖高光、黑盖、李渡高粱、金种子头号种子
高线光瓶 40-60元	区域酒企的传统光瓶、专业光瓶酒品牌、新锐光瓶酒企	培育增长点、培育腰部价格带、以品质为导向	汾酒玻汾、五粮液尖庄、沱牌舍得T68、六粮、古井贡酒老瓷贡、绿脖西凤
大众光瓶 10-30元	光瓶酒起家的酒企	业务基本盘及升级的基础、性价比导向	牛栏山白牛二、珍品陈酿、金标陈酿、红星二锅头、老村长、龙江家园

资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

从价位看，光瓶酒呈现高中低并行态势，其中百元及以上主要以品牌为竞争导向，使消费者喝到大品牌的倾向得到满足，40-80元价格带则以品质为导向让消费者喝上好酒、对30元以下中低价格带则以性价比导向。

从光瓶酒参与对手来看，金标在30元价位拥有广泛的渠道和产品推力的比较优势。按照光瓶酒赛道主要参与者可以分为全国名酒企业、区域地产酒企及光瓶起家酒企三类。全国名酒企业多以丰富产品线、寻找增长点为目的参与竞争，其渠道体系决定其运营成本较高，在低价位盈利的边际贡献不大，且多数企业考核产品结构，对光瓶产品并未足够重视。区域地产酒也类似，很多情况下是中低价位的盒装酒面临被取代情况下才开始开发和销售光瓶产品。我们认为，在30价位光瓶市场，只有铺货广、渠道推力强劲才能胜出，牛栏山广泛的终端网点和较好的产品

口碑，可以构建最好的先发优势和竞争壁垒。在产品升级中，品牌力也很好赋能产品培育和结构提升。

顺鑫农业发展光瓶酒过程中，与光瓶酒相匹配的大商制和深度分销的渠道优势、以及品牌知名度和美誉度。在金标所在的 30-40 元没有明显的竞争对手，全国性光瓶酒玻汾实际成交价在 50 元以上，且不断提价，拉升金标所在的中档价位价格空间。

2022 年金标推广符合预期，全年完成 200 万箱铺货，且有一部分终端产生回单。市场推广符合预期。在金标陈酿的市场推广过程中，营销端积极响应、下沉一线，在江苏、广东、安徽、新疆等多省市场表现亮眼，全国化推广符合公司预期。

4. 地产剥离加速 各业务修复向上

4.1 地产项目去化处于后期 整体剥离加速

截止 22 年底，公司累计土地储备面积 59.49 万平米，在开发中项目 1 个，下坡屯开发项目规划建筑面积 50.1 万平米、完工进度 72%。在销售项目 4 个，在售项目合计去化比例在 67.7%。

表11：公司地产在售项目及进度

	可售面积 (m ²)	累计结算面积 (m ²)	进度
站前街商业金融二期项目	131783.33	65870.82	50.0%
望潮苑项目	150970.47	109,435.98	72.5%
富海家园项目	93969.7	77279.67	82.2%
牛栏山下坡屯项目	352428.42	241408.05	68.5%
合计	729151.92	493994.52	67.7%

资料来源：公司 2022 年报，申港证券研究所

表12：主要项目开发情况

项目名称	土地面积 (m ²)	规划建筑面积 (m ²)	累计竣工面积 (m ²)	预计投资总额 (万元)	累计投资额 (万元)
北京下坡屯项目	232732.5	500816.33	358779.24	550000	501561.82

资料来源：公司 2022 年报，申港证券研究所

表13：累计土地储备情况

项目/区域名称	总占地面积 (万平米)
GBD 三期项目	1.47
小店项目	26.46
山东鑫泽园项目	26.70
海南项目	4.86
总计	59.49

资料来源：公司 2022 年报，申港证券研究所

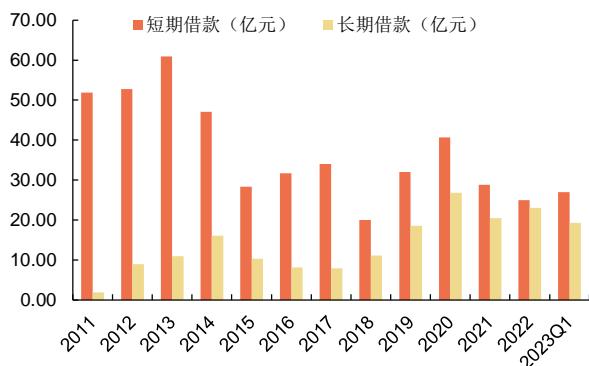
房地产业务贡献利润仍在亏损中。根据公司 2022 年报，公司 2022 年房地产开发业务实现营收 7.00 亿元，净利润亏损 8.42 亿元。在 2023 年 5 月公司公告拟对顺

鑫佳宇债转股增资后 100%转让其股权，退出地产业务。按照公告，顺鑫佳宇净资产为负且存在应付顺鑫农业债务 49.74 亿元，公司以债权对顺鑫佳宇增资人民币 49.74 亿元，本次增资资金全部计入顺鑫佳宇的资本公积，不增加顺鑫佳宇的注册资本。

债转股后顺鑫佳宇资产负债率降低，顺鑫农业债权转为长期股权投资，顺鑫佳宇仍为公司全资子公司，合并报表层面预计对利润表基本无影响。根据公司公告的 23 年 1-4 月顺鑫佳宇财报审计报告，顺鑫佳宇母公司 2023 年 1-4 月实现营收 11.26 亿元，实现营业利润 4.97 亿元、净利润 3.73 亿元，如剔除公司债转股获得的 5.07 亿元资产处置损益，则顺鑫佳宇母公司仍未盈利。

房地产业务剥离可节约上市公司财务费用，对利润弹性形成支撑。根据公司财报数据，顺鑫农业截止 2022 年底短期借款 24.95 亿元、长期借款 23.10 亿元，合计约 48 亿元，23Q1 合计约 46 亿元。21-22 年度财务费用有所回落但也在 1.60 亿元以上。22 年度母公司资产负债表中其他应收款 77 亿元，合并报表中其他应收款 0.3 亿元。子公司减少这部分借款可节约公司对外财务费用，贡献较好的利润弹性。

图27：截至 23Q1 顺鑫农业合计长短期借款约 46 亿元



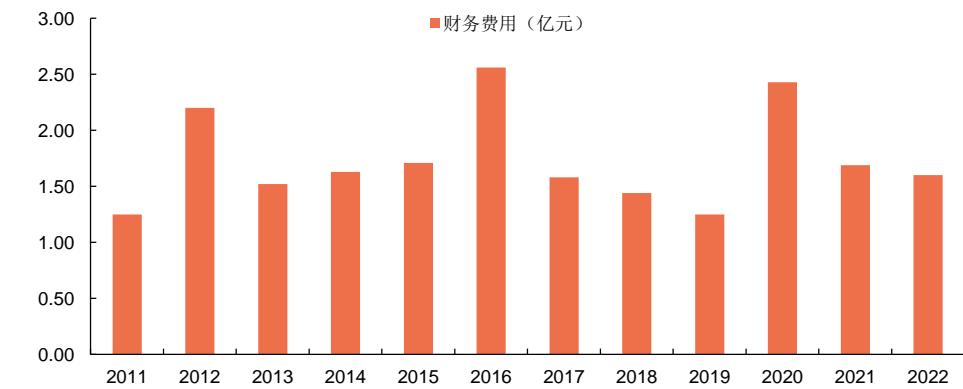
资料来源：wind，申港证券研究所

图28：22年底母公司其他应收款 77 亿元



资料来源：wind，申港证券研究所

图29：近年财务费用在 1.6 亿元以上

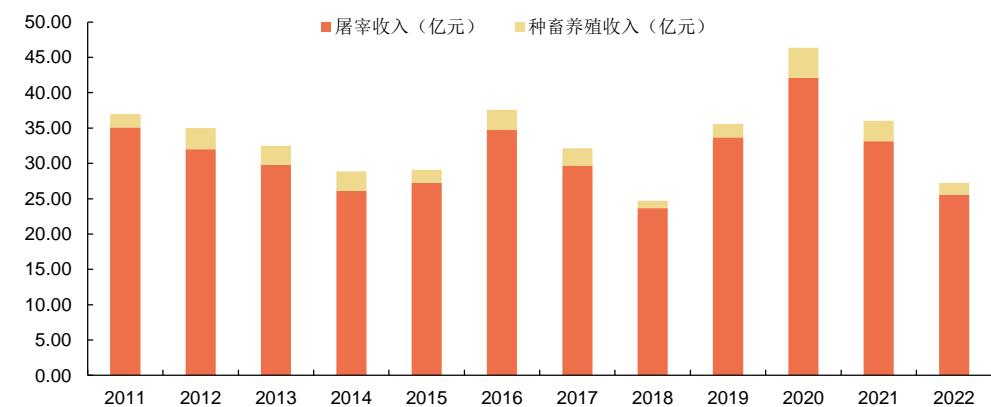


资料来源：wind，申港证券研究所

4.2 猪肉业务以屠宰为主盈利稳定

公司猪肉产业拥有集种猪繁育、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。公司在北京拥有单厂 300 万头的屠宰能力和单体 4 万吨的冷库储藏能力，规模优势明显，在北京地区产销量处于领先地位。公司凭借完整的产业链和科学的食品安全控制管理体系，是北京菜篮子工程重要组成部分和重大赛事活动的猪肉产品供应商，生鲜产品供应量位于北京市场领先地位。“鹏程”品牌不仅获得北京消费者的信任和青睐，也是中国受消费者喜爱的十大猪肉品牌之一。

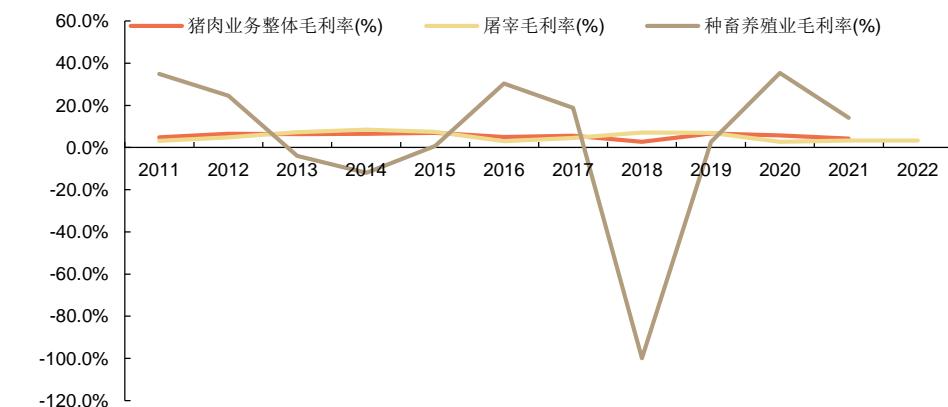
图30：公司猪肉业务情况



资料来源：wind，申港证券研究所

猪肉业务以外购生猪屠宰为主，盈利稳定、毛利率在小个位数。猪肉业务是公司营收占比第二大业务，2022 年，猪肉板块实现收入 27.23 亿元，占总收入比重约 23.3%，其中屠宰占猪肉业务比 93.9%。公司屠宰业务以外购生猪为主，赚取加工毛利费，盈利稳定在小个位数，对猪周期有一定防御能力。该业务主要以北京为主要市场，有较强的地域优势。

图31：猪肉业务毛利情况



资料来源：wind、申港证券研究所

猪肉业务受益消费复苏、有望稳定发展，对公司盈利负向影响小。随着消费复苏和猪肉价格走高，生猪养殖成本下降，公司猪肉业务贡献更多盈利可期。屠宰业务盈利能力与猪价负相关，养殖业务盈利与猪价正相关。猪肉产业链布局健全，有益于抵抗猪价周期波动，支撑猪肉业务毛利率保持稳定。

5. 盈利预测

作为光瓶大众酒消费龙头，公司主要产品刚需属性强、与经济的关联度不大，预计持续受益场景复苏、开工及人员流动，23 年开始主要产品销售回升、公司继续延续 2019 年开始的价增取代量增成为增长的主要驱动力量。

对公司白酒业务未来经营情况假设如下：

成长性：

公司制定了 2023 年金标年销售 500 万箱规划目标，将继续推动中档白酒销售上量，预计中档酒在公司各价位带中弹性最高。牛栏山陈酿止滑回升，低档酒全年小幅增长。2023-25 年高档酒在重点市场北京等修复增长可期，中档酒在金标带动下贡献主要收入增量，低档酒主体白牛二量跌价升预计维持平稳增长。预计 2023-25 年高档酒营收分别为 8.95/10.03/11.03 亿元，中档酒 2023-25 年营收分别为 21.16/32.16/47.28 亿元，低档酒 2023-25 年营收 65.66/68.28/70.33 亿元。基于以上预测，整体白酒业务 2023-25 年可实现营收 95.77/110.47/128.64 亿元，分别增长 18.1%/15.4%/16.4%。

盈利能力：

1、毛利率：中档酒上量带动公司产品结构提升，以及牛栏山陈酿提价对整体白酒毛利抬升，预计 2023-25 年白酒毛利率 46.7%、48.8%、49.6%。

2、销售费用率：公司在金标培育上量时期，提出“三位一体两原则”的营销打法，目前在流通渠道和餐饮渠道推广力度大于竞品，销售费用或有所上升。另外，考虑地产和猪肉业务的开展实际，预计 2023-25 年销售费用率 9.5%/9.4%/9.2%。

3、管理费用率：满足公司国企改革所需，公司管理费用保持稳定，在 2022 年达高位后预计明后年费用率有所下降，2023-2025 年预计在 6.9%/6.8%/6.7% 水平。

屠宰业务和种畜养殖业务，预计 2023 年开始延续复苏，2023-25 年业务合计实现营收 27.6 亿元/35 亿元/38.5 亿元。

表14：公司业务拆分及盈利预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
高档酒	高档酒营收 (亿元)	10.55	6.73	8.95	10.03	11.03
	YOY	4.2%	-36.2%	33.0%	12.0%	10.0%
中档酒	中档酒营收 (亿元)	13.04	13.56	21.16	32.16	47.28
	YOY	-15.3%	4.0%	56.0%	52.0%	47.0%
低档酒	低档酒营收 (亿元)	78.66	60.79	65.66	68.28	70.33
	YOY	3.1%	-22.7%	8.0%	4.0%	3.0%
白酒业务合计	营收 (亿元)	102.25	81.09	95.77	110.47	128.64
	YOY	0.39%	-20.70%	18.10%	15.35%	16.45%
	成本 (亿元)	63.69	45.25	51.01	56.53	64.79
	毛利额 (亿元)	38.57	35.84	44.76	53.95	63.85
	毛利率	37.72%	44.20%	46.74%	48.83%	49.63%
猪肉业务	营收 (亿元)	36.02	27.24	27.60	35.00	38.50
	YOY	-22.3%	-24.4%	1.3%	26.8%	10.0%
公司整体	营收 (亿元)	148.69	116.78	138.87	160.97	176.64
	YOY	-4.14%	-21.46%	18.91%	15.92%	9.73%
	成本 (亿元)	107.20	79.72	91.57	103.96	110.64
	毛利额 (亿元)	41.50	37.06	47.30	57.01	66.01
	毛利率	27.91%	31.73%	34.06%	35.42%	37.37%

资料来源: wind, 估值模型, 申港证券研究所

投资建议: 预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 138.87、160.97、176.64 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 6.48 亿元、9.16 亿元和 11.74 亿元, 每股收益分别为 0.87 元、1.23 元和 1.58 元, 对应 PE 分别为 36.30X、25.71X 和 20.04X。地产剥离、酒肉业务回升, 价位跃迁利于公司利润高弹, 给与 2023 年 42 倍 PE, 目标价格 37 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表15：可比公司估值：低于平均水平

证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	PE			EPS		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
得利斯	5.84	37.19	42.14	26.95	18.55	0.14	0.22	0.31
龙大美食	8.12	87.63	59.05	34.26	24.17	0.14	0.24	0.34
金徽酒	23.52	119.31	29.31	22.28	17.92	0.80	1.06	1.31
老白干酒	24.48	223.93	30.43	22.14	16.40	0.80	1.11	1.49
金种子酒	25.17	165.57	374.55	63.46	27.20	0.07	0.40	0.93
伊力特	25.77	121.63	29.99	23.20	18.47	0.86	1.11	1.40
青岛啤酒	101.84	1,138.01	31.18	26.48	23.14	3.27	3.85	4.40
平均值	30.68	270.46	85.24	31.25	20.84	0.87	1.14	1.45
顺鑫农业	31.73	235.36	36.30	25.71	20.04	0.87	1.23	1.58

资料来源: wind、申港证券研究所 (除顺鑫农业外基于 wind 一致预期, 股价数据截止 2023 年 7 月 10 日收盘)

6. 风险提示

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。 我们对公司业绩的预测主要基于各类产品的营收增速。公司的实际经营成果可能不及我们的假设条件, 因此盈利预测与公

司未来的业绩可能出现一定偏差。对于 2023 年业绩：

- ◆ 如果公司高档酒营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-0.47%。
- ◆ 如果公司中档酒营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-0.44%。
- ◆ 如果公司低档酒营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-0.98%。

金标陈酿销售不及预期的风险。目前公司主要增长贡献在于以金标为代表的中档酒，公司给金标制定了详细的年度目标，我们据此进行了业绩预测，如果销售不及预期、无法完成年度目标，可能对公司营收增速和盈利水平造成拖累，盈利预测可能与实际销售出现一定偏差。

市场竞争加剧的风险。近年来，名酒企业开始进行价格带下移延伸介入光瓶酒销售，部分公司延伸到大众价位、金标陈酿价格区域竞争存在加剧的可能。虽然名酒企业未将该价位作为主要经营部分，但是光瓶酒增速高、板块景气度好，有吸引名酒企业加大该部分市场竞争的可能。将可能导致公司产品在渠道的竞争力受影响，从而影响公司盈利能力。

消费复苏不及预期、购买力下降的风险。白酒消费依赖于消费场景及居民收入增长，如经济复苏不及预期，社会交往活动、居民酒饮支出将可能受影响，从而影响公司产品销售和业绩表现。

地产业务剥离不及预期的风险。目前公司主动收缩房地产业务、土地储备有限，地产行业受国家宏观调控影响，顺鑫佳宇地产公司挂牌转让股权存在不能成功剥离的可能，自身经营受限情况下将持续拖累整体公司净利润表现。

表16：公司盈利预测表

利润表					资产负债表						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14869	11678	13887	16097	17664	流动资产合计	14216	15184	15333	18118	19391
营业成本	10720	7972	9157	10396	11064	货币资金	7639	8567	8661	10039	11016
营业税金及附加	1591	1363	1528	1825	1973	应收账款	29	22	26	30	33
营业费用	867	1024	1319	1513	1610	其他应收款	19	30	36	42	46
管理费用	864	859	958	1095	1183	预付款项	124	66	91	103	110
研发费用	33	33	31	36	32	存货	5509	5760	5661	6969	7128
财务费用	169	160	165	163	164	其他流动资产	487	594	581	673	739
资产减值损失	-70	-640	0	0	0	非流动资产合计	5176	5071	4832	4729	4522
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	8	2	5	3	4	固定资产	2826	3094	2877	2745	2558
营业利润	563	-374	769	1090	1668	无形资产	702	682	662	643	624
营业外收入	0	0	5	3	4	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	2	4	2	3	2	其他非流动资产	0	0	0	0	0
利润总额	562	-377	772	1090	1670	资产总计	19392	20256	20165	22847	23913
所得税	456	312	108	153	467	流动负债合计	9032	10345	11615	13463	13603
净利润	105	-689	664	937	1202	短期借款	2880	2495	3998	5625	5658
少数股东损益	3	-16	15	22	28	应付账款	1233	1637	1447	1642	1748
归属母公司净利润	102	-673	648	916	1174	预收款项	47	50	52	60	66
EBITDA	1681	731	1221	1554	2138	一年内到期的非流动负债	1447	1413	1413	1413	1413
EPS(元)	0.14	-0.91	0.87	1.23	1.58	非流动负债合计	2568	2826	2659	2659	2659
主要财务比率					长期借款	2046	2310	2310	2310	2310	2310
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	500	500	333	333	333
成长能力						负债合计	11600	13170	14273	16122	16262
营业收入增长	-4.14%	-21.46%	18.91%	15.92%	9.73%	少数股东权益	23	7	23	44	72
营业利润增长	-21.27%	-166.39%	-305.66%	41.74%	53.05%	实收资本(或股本)	742	742	742	742	742
归属于母公司净利润增	-75.64%	-758.08%	-196.32%	41.18%	28.27%	资本公积	2627	2627	1000	1000	1000
盈利能力						未分配利润	3574	2857	3139	3872	4597
毛利率(%)	27.91%	31.73%	34.06%	35.42%	37.37%	归属母公司股东权益合	7770	7078	5869	6680	7579
净利率(%)	0.71%	-5.90%	4.78%	5.82%	6.81%	负债和所有者权益	19392	20256	20165	22847	23913
总资产净利润率(%)	0.53%	-3.32%	3.22%	4.01%	4.91%	现金流量表					
ROE(%)	1.32%	-9.51%	11.05%	13.70%	15.49%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
偿债能力						经营活动现金流	-349	1450	825	215	1478
资产负债率(%)	60%	65%	71%	71%	68%	净利润	105	-689	664	937	1202
流动比率						折旧摊销	267	283	287	301	306
速动比率						财务费用	169	160	165	163	164
营运能力						应付帐款减少	18	7	-5	-4	-3
总资产周转率	0.72	0.59	0.69	0.75	0.76	预收帐款增加	-4	3	2	8	6
应收账款周转率	397	465	581	572	559	投资活动现金流	-119	-160	-45	-197	-96
应付账款周转率	19.61	8.14	9.01	10.42	10.42	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.14	-0.91	0.87	1.23	1.58	投资收益	8	2	5	3	4
每股净现金流(最新摊	-1.60	1.17	0.13	1.86	1.32	筹资活动现金流	-719	-422	-686	1360	-405
每股净资产(最新摊薄)	10.47	9.54	7.91	9.01	10.22	应付债券增加	500	0	-167	0	0
估值比率						长期借款增加	-633	264	0	0	0
P/E	253.52	-38.52	39.99	28.33	22.08	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	3.34	3.66	4.42	3.88	3.42	资本公积增加	0	0	-1627	0	0
EV/EBITDA	14.97	32.96	20.75	16.46	11.52	现金净增加额	-1187	868	94	1378	977

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相關服務。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上

中性 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间

减持 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上

增持 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间

中性 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间

减持 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上