

## 顺鑫农业 (000860.SZ)

大众酒升级势不可挡，

龙头牛栏山目标坚定静待花开

### 投资要点：

➤ **地产业务剥离，聚焦酒猪主业。**公司此前前三大主营业务分别是白酒/猪肉/房地产：白酒为公司核心业务，22年营收占比68.77%；屠宰为第二大板块，22年营收占比21.89%，业绩变化与猪周期关联较大；公司地产业务持续出现亏损，拖累公司业绩。2023年12月8日公司公告，以22.59亿元将地产业务剥离，地产业务剥离后公司聚焦白酒、猪肉主业，盈利能力和成长稳定性有望进一步改善。

➤ **需求端消费升级叠加供给端催化，大众酒价格带持续上移。**从行业整体看，百元以下低端酒市场近年来持续萎缩，但该部分份额是升级而不是真正的失去。百元以下的大众白酒与光瓶酒之间有较大的共同覆盖区间，光瓶酒市场不断升级，佐证了大众酒主流价格带在持续提升。新国标的推出、高端酒强化塔基布局、大众消费升级是当前驱动大众酒价格上移的核心因素。

➤ **全国化大众酒龙头，渠道布局较为成熟。**牛栏山的区域扩张经历了从“一城两洲三区”到“1+4+5”再演变为“2+6+2”战略，白酒业务围绕“深分销、调结构、树样板”的营销思路，一方面在大商模式下渠道下沉、提升区域效益，一方面复刻成功经验，全国化进行产品推广。成熟的经销商团队和终端网络有助于公司新品迅速铺货放量。

➤ **金标接替白牛二，产品结构升级。**公司坚持“民酒”定位，过去主要依靠量增驱动成长，白牛二凭借高性价比成为15元价格带代表性产品，至今仍为公司营收贡献最大的核心单品。随着消费升级，公司于22年推出战略大单品金标，同年完成200万箱的销售目标，承接原白牛二升级的消费需求，符合大众酒升级的长期趋势。

➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润为-3.10/5.25/9.52亿元，同比分别增长54%/270%/81%。给予公司35倍PE，对应目标价24.8元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**金标铺货不及预期，白牛二和金标动销不及预期，估值溢价风险等。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,869	11,678	10,830	10,922	12,530
增长率	-4%	-21%	-7%	1%	15%
净利润(百万元)	102	-673	-310	525	952
增长率	-76%	-758%	54%	270%	81%
EPS(元/股)	0.14	-0.91	-0.42	0.71	1.28
市盈率(P/E)	133	-20	-44	26	14
市净率(P/B)	2	2	2	2	2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 买入(首次评级)

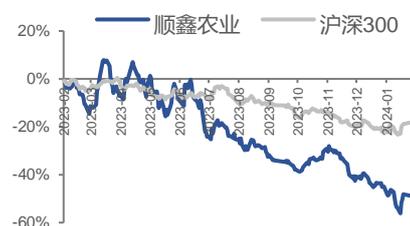
当前价格：18.3元

目标价格：24.8元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	742/742
总市值/流通市值(百万元)	13574/13574
每股净资产(元)	10.36
资产负债率(%)	58.69
一年内最高/最低(元)	26.18/10.64

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师 刘畅  
 执业证书编号：S0210523050001  
 邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪  
 执业证书编号：S0210523060001  
 邮箱：zdx30145@hfzq.com.cn

### 相关报告

## 投资要件

### 关键变量：

公司白酒业务基本盘稳固，白牛二经过多年加速放量，销量开始下降，但单价更高的金标快速放量驱动未来白酒业务实现高质量增长，预计 23-25 年公司白酒业务营收增速分别为-7%/6%/11%，产品结构升级带动毛利率分别增长至 47%/49%/54%。

屠宰业务方面，国内猪价持续低位运行，公司猪肉产业亏损较大，预计 23-25 年营收分别为 22.8/26.2/33.5 亿元，同比分别变化-11%/15%/28%，毛利率分别为-14%/-1%/5%。

其他业务方面，随着公司地产业务剥离，预计 23-25 年其他业务营收分别为 10.0/3.1/2.9 亿元，毛利率分别为 5%/5%/5%。

### 我们区别于市场的观点：

市场认为，牛栏山作为价格较低的光瓶酒，形象深入人心，升级缺乏品牌支撑。此外，牛栏山采取大商制，经销商的忠诚性一方面给予金标快速铺货的支撑，但另一方面经销商队伍缺乏新鲜血液和激励，或也将桎梏金标的成长。但我们认为，对于 50 元以下的低端酒而言，消费升级并非主要依靠酒企产品升级去培育，更多是基于宏观经济增长和全社会消费升级的带动。在疫后“K 形”消费复苏的背景下，50 元以下的低端酒消费者受损相对较小，随着通货膨胀、全社会经济发展，大众酒消费者仍在消费升级的途中。由于大众酒消费者的价格敏感性高，即使可支配收入提升，也不会白酒日常消费中快速显现，需要时间。企业在产品提价与升级的过程中主要起到催化进程的作用，渠道推力只要能够较好完成铺货目标，在消费者端持续深耕，更多需要静待花开。

大众酒消费端升级带动企业端的产品升级势不可挡，两者的进度类似追及问题，节奏步伐无法完全一致，或将导致公司短期经历阵痛，但在长期同向推进下，牛栏山作为首个跨入白酒百亿俱乐部的民酒品牌，持续引领大众酒阵营高质量成长可期。

### 股价上涨的催化因素：

金标动销超预期，经济增速上升带动消费景气度上行等。

### 估值与目标价：

公司是大众酒典范，因此选取同样主流产品价格较低的金徽酒、伊力特和老白干作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 29/21/17 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润为-3.10/5.25/9.52 亿元，同比分别增长 54%/270%/81%。考虑到公司地产业务剥离后，业务进一步聚焦，叠加公司对推动大单品金标放量目标坚定，给予公司 35 倍 PE，对应目标价 24.8 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 风险提示：

金标铺货完成度不及预期，白牛二和金标动销不及预期，估值溢价风险等。

## 正文目录

1	公司概况：聚焦酒肉业务，白酒营收增长强势 .....	5
1.1	国资委控股，北京首家农业上市公司 .....	5
1.2	早期多元化探索，逐步聚焦酒肉主业 .....	6
1.3	团队稳定，管理层基层经验丰富 .....	7
1.4	费用端适应战略调整，重点投入赋能产品升级 .....	8
2	大众酒升级进行时，品牌酒企更具优势 .....	9
2.1	大众酒量降价增势不可挡，光瓶酒增长领先行业 .....	9
2.2	大众酒的增长未来主要驱动力仍为价格，三大因子拉动大众酒价格带上移 ..	10
2.3	低端酒市场集中度低，马太效应下加速向头部集中 .....	12
3	全国化深度布局，渠道日渐成熟助力新品铺货放量 .....	15
3.1	二十余载全国化市场深耕，牛栏山深入人心 .....	15
3.2	过去大商制助力全国开拓，现在经销商忠诚度有望推助新品铺货 .....	18
4	量价轮动驱动增长，金标接棒白牛二开启新纪元 .....	19
4.1	19年之前销量驱动成长，铸就大单品白牛二，未来产品升级是首要任务 ...	19
4.2	需求端消费升级和供给端结构升级是“追及问题”，金标坚定向上布局 .....	21
5	其他业务：聚焦酒肉主业，业绩稳定性增强 .....	23
5.1	猪肉业务：产业链完整成熟，呈周期性波动 .....	23
5.2	地产业务：加速剥离，有利于公司盈利能力的稳定提升 .....	25
6	盈利预测与估值分析 .....	26
7	风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1：公司股权结构 .....	5
图表 2：公司发展历程及荣誉 .....	5
图表 3：主要子公司及其业务 .....	6
图表 4：分产品营收占比 .....	6
图表 5：主营业务成本构成 .....	6
图表 6：2022 年各业务营收贡献占比 .....	7
图表 7：顺鑫农业部分董监高 .....	7
图表 8：公司销售费用率提升 .....	9
图表 9：白酒业务销售费用构成情况 .....	9
图表 10：白酒销量 2016 年后进入下行通道 .....	9
图表 11：低端酒营收份额持续下降（单位：十亿元） .....	9
图表 12：光瓶酒市场扩容迅速 .....	10
图表 13：光瓶酒扩容与百元以下大众酒份额缩减 .....	10
图表 14：64%的 Z 时代年轻消费者认为白酒不适合年轻人 .....	10
图表 15：人均可支配收入持续提升 .....	10
图表 16：从长期看，大众酒量降价增，三大因素驱动大众酒结构升级 .....	11
图表 17：光瓶酒切入更多消费人群 .....	12
图表 18：自上而下通过供给端带来的红利削减，但消费端自下而上支撑力仍足 .....	12
图表 19：高端白酒市场集中度 .....	13
图表 20：光瓶酒市场集中度 .....	13
图表 21：百元以下白酒市场的各类竞争者优劣势对比 .....	14

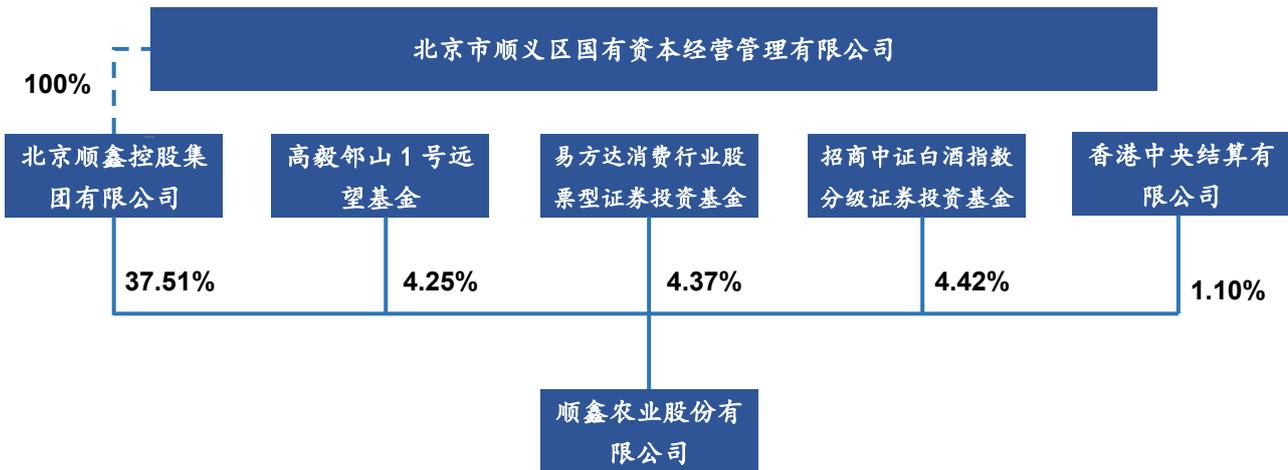
图表 22: 高粱市场价 .....	14
图表 23: 玉米市场价 .....	14
图表 24: 牛栏山全国化阶段复盘 .....	15
图表 25: 2004-2012 年, 牛栏山早期全国化阶段北京与外埠地区营收及增速 .....	16
图表 26: 2012-2014 年, 公司京外市场奠基亿级规模 .....	16
图表 27: 2015-2018 年, 公司全国化基本实现 .....	17
图表 28: 2019 年至今公司京内外营收变化 .....	18
图表 29: 牛栏山经销商数量变化 .....	19
图表 30: 牛栏山经销商模式 .....	19
图表 31: 牛栏山产品布局图 .....	19
图表 32: 公司白酒产销量及增速 .....	20
图表 33: 公司白酒吨价及增速 .....	20
图表 34: 白牛二销量近年来有所下降 .....	20
图表 35: 牛栏山产品提价情况 .....	21
图表 36: 主流光瓶酒纷纷升级 .....	22
图表 37: 公司中档酒营收及增速 .....	23
图表 38: 公司各档次白酒占酒类收入比重 .....	23
图表 39: 公司猪肉业务收入规模 (单元: 亿元) .....	24
图表 40: 顺鑫农业猪肉业务成本拆分 .....	24
图表 41: 22 年至今生猪价格变化 (单位: 元/公斤) .....	24
图表 42: 2023 年能繁母猪存栏 .....	25
图表 43: 22 年以来猪肉批价 (元/公斤) 走势 .....	25
图表 44: 顺鑫佳宇净利润 (万元) .....	26
图表 45: 公司近五年净利润及除地产业务净利润 .....	26
图表 46: 业务拆分 .....	26
图表 47: 可比公司 .....	27
图表 48: 财务预测摘要 .....	28

## 1 公司概况：聚焦酒肉业务，白酒营收增长强势

### 1.1 国资委控股，北京首家农业上市公司

**国资背景，业务广泛。**顺鑫农业成立于1998年9月，是北京第一家农业上市公司，其前身为北京市泰丰现代农业发展中心。公司第一大控股股东为北京顺鑫控股集团有限公司，持股比例37.51%，实际控制人为北京市顺义区国资委。公司主营业务包括白酒酿造与销售、生猪养殖、屠宰及肉制品加工、房地产开发等，母公司主要经营牛栏山酒厂、小店种猪厂、鹏程食品（肉加工）和创新食品（食品加工），房地产、宁城老窖、部分肉加工和其它业务由子公司经营。白酒产品以“牛栏山”和“宁城”为代表，其中“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，为公司主打品牌。“宁城”主要为绵香型宁城老窖白酒，销售规模较小。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，“鹏程”牌生鲜及熟食制品。公司致力于打造“民酒”第一品牌，拥有极高用户粘性和忠诚度，其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，拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”和“中国酿酒大师”等荣誉称号。

图表 1：公司股权结构



数据来源：ifind，公司2023年三季度报，华福证券研究所

图表 2：公司发展历程及荣誉



数据来源：北京市上市公司协会，中新经纬，公司官网，公司年报，华福证券研究所

图表 3：主要子公司及其业务

公司名称	业务
达州顺鑫鹏程食品有限公司	畜禽屠宰、肉类加工、肉类副产品加工
汉中顺鑫鹏程食品有限公司	肉制品的生产、销售
北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司	房地产开发
内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司	白酒制造、生产、销售
宁城鑫宁贸易有限公司	白酒、食用酒精销售
北京顺鑫腾飞纸制品有限公司	纸制品加工、制作
海口顺鑫小店种猪选育有限公司	种猪选育
兴隆县鑫鹏小店种猪繁育有限公司	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工
曲阜顺鑫鑫泽园房地产开发有限公司	房地产开发、销售
北京顺鑫鹏程商贸有限公司	批发、零售预包装食品、散装食品等
北京顺双龙牧业有限公司	畜牧业；普通货运
北京顺鑫鹏程畜牧科技有限公司	畜牧技术开发、技术咨询、技术推广、技术服务动物饲养

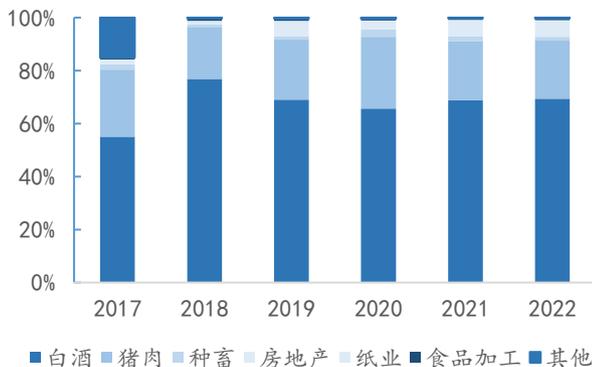
数据来源：2022 年公司年报，华福证券研究所

### 1.2 早期多元化探索，逐步聚焦酒肉主业

**早期多元探索，逐渐收缩业务。**公司上市初期涉足多元化探索，产业驳杂，上市初期主营业务为白酒、肉类加工及种猪业务，2002 年以来，陆续开拓了房地产、物流、商业、农批市场等业务。2014 年前任董事长王泽上任后确认聚焦酒肉主业，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，持续优化业务结构，集中精力做强做大主营业务，陆续剥离盈利能力较弱的非主营业务，白酒、猪肉两大主业逐步突出。

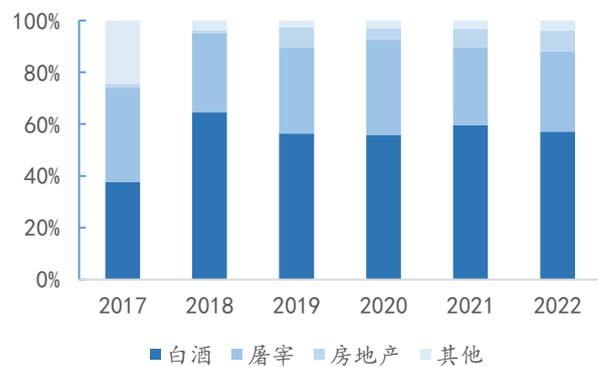
**聚焦主业，酒肉业务占比超九成。**从收入构成来看，截至 22 年公司三大主营业务分别是白酒、肉类加工、房地产业务。白酒为公司核心业务，近年来业务结构不断向白酒集中，22 年营收 81.1 亿元，营收占比 68.77%；屠宰为公司的第二大业务，22 年实现营收 25.6 亿元，占比 21.89%；房地产业务收入 6.76 亿元，占比 5.79%。地产业务近年来持续出现亏损，子公司顺鑫佳宇亏损多年，拖累公司业绩，公司 23 年对房地产业务进行剥离，将对未来业绩提振有一定效用。

图表 4：分产品营收占比



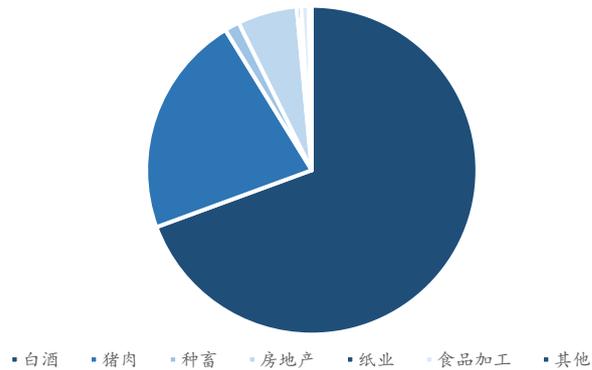
数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 5：主营业务成本构成



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 6: 2022 年各业务营收贡献占比



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

### 1.3 团队稳定, 管理层基层经验丰富

**管理层稳定, 经验丰富。**2023 年 11 月, 李颖林接替王泽任董事长, 李颖林 2017 年 5 月至 2023 年 9 月任顺鑫控股党委副书记、董事、经理, 对公司业务熟悉, 有利于公司平稳发展。牛栏山酒厂现任党委书记、厂长宋克伟 1988 年来到牛栏山酒厂任职技术员, 先后在牛栏山酒厂灌装车间、酿造车间、检测中心、销售公司等部门工作, 对酒厂一线基层工作了解深入。宋厂长以“引领二锅头品类发展”为使命, 坚持“品质优良, 品牌温暖, 在多元消费结构中具有普遍价值认同”的民酒战略, 深度开展全国化营销, 推动 42 度陈酿成为行业瞩目的超级大单品, 带领牛栏山成为第一个跨入白酒百亿俱乐部的民酒品牌, 顺鑫总营收实现从 2000 年的 6.77 亿元提升至 2022 年的 116.78 亿元。

图表 7: 顺鑫农业部分董监高

姓名	职务	任职日期	简介
李颖林	董事长, 法定代表人, 非独立董事	2018/5/4 至今	研究生学历, 金融学专业。最近五年一直担任顺鑫控股党委副书记、董事、经理, 顺鑫农业董事长。
李秋生	总经理, 董事	2022/6/24 至今	研究生学历, 企业管理专业, 注册会计师。最近五年曾任顺鑫农业副总经理、财务总监, 北京顺鑫鑫源食品集团有限公司董事长。现任顺鑫农业董事、总经理。
康涛	副总经理, 非独立董事, 董事会秘书	2022/6/24 至今	本科学历, 法律专业。最近五年历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。
林金开	副总经理, 非独立董事	2013/12/25 至今	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副总经理、顺鑫控股董事, 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,顺鑫控股董事。
秦龙	副总经理,非独立董事	2019/12/6至今	本科学历,法学专业。最近五年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公司联合党支部书记、董事长。
赵霆	职工代表监事	2022/12/26至今	本科学历,高级农艺师,生物专业。曾任顺鑫农业鹏程食品分公司办公室副主任,现任顺鑫农业小店畜禽良种场饲料厂厂长,顺鑫农业监事。
郭嘉	非职工代表监事	2022/12/26至今	本科学历,会计学专业。曾任顺鑫农业牛栏山酒厂财务二部副部长,现任顺鑫农业牛栏山酒厂财务二部部长,顺鑫农业监事。
宋克伟	副总经理	2013/12/25至今	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。
和法文	副总经理	2022/6/24至今	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。
董文彬	副总经理,财务总监	2022/6/24至今	本科学历,财务会计专业。现任顺鑫农业副总经理、财务总监,北京顺鑫建设科技集团有限公司董事、北京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、北京顺鑫控股集团有限公司监事、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。

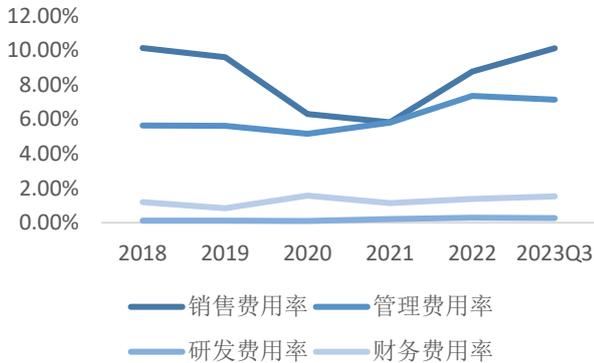
数据来源:公司年报,华福证券研究所

#### 1.4 费用端适应战略调整,重点投入赋能产品升级

公司销售费用提升显著主要系新品铺货所致,预计24年销售费用率会持续提升。2023Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为10.12%/7.14%/0.27%/1.53%。2021年以来,公司期间费用率持续提升,从21年的13%增长6.1pct到23Q3的19%。其中,销售费用率提升较明显,从21年的5.81%增至23Q3的10.12%。拆分来看,公司广告与促销费用占比较大,22年促销费用同比增长89.97%,主要系公司根据产品结构及市场形式变化,调整产品宣传促销策略,提高市场精准促销所致。随着金标铺货

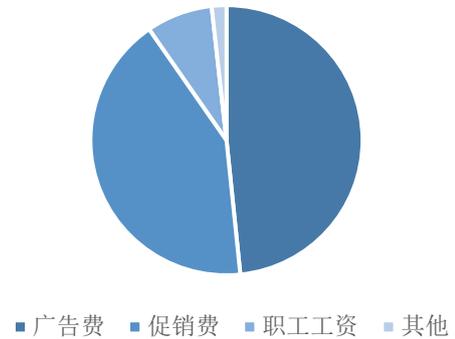
完成，产品顺利迭代升级，销售费用率逐步降低带动盈利提升可期。

图表 8：公司销售费用率提升



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：白酒业务销售费用构成情况



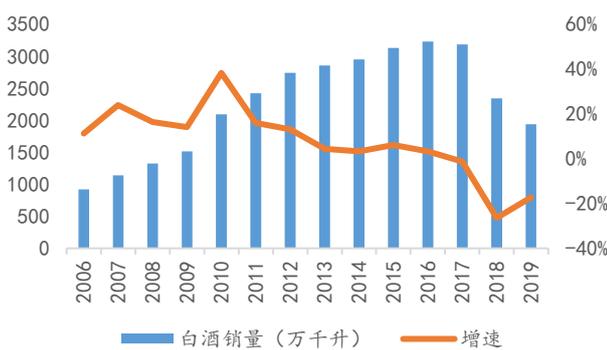
数据来源：公司年报，华福证券研究所

## 2 大众酒升级进行时，品牌酒企更具优势

### 2.1 大众酒量降价增势不可挡，光瓶酒增长领先行业

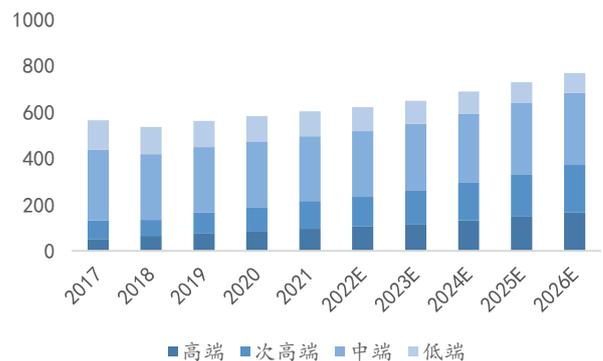
从行业整体看，百元以下低端酒市场份额持续下降。随着人口拐点的来临和民众健康意识提升，2016 年开始我国白酒销量触顶后进入下行通道。2016 年到 2019 年，白酒销量下降 CAGR 为 15.6%。而大众酒由于价格较低，过去的营收增长主要依靠销量，故在白酒量降的趋势中，近年来对行业的贡献占比不断下降，2017-2021 年 CAGR 为-4.3%。

图表 10：白酒销量 2016 年后进入下行通道



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 11：低端酒营收份额持续下降（单位：十亿元）

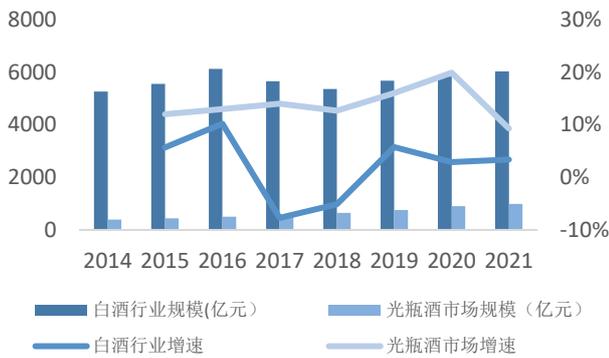


数据来源：中国国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华福证券研究所

光瓶酒市场不断扩容，高线光瓶酒增势尤其突出。百元以下的大众白酒与光瓶酒之间有较大的共同覆盖区间。对于百元以下的低端酒而言，盒装酒的包装成本将会对利润构成影响，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白酒的品质提升。在大众酒市场持续下降的同时，光瓶酒近年来增势较好，酒质更优的名酒光瓶正成为原先消费盒装酒客群饮用、待客的选择，高线光瓶酒市场更是不断扩容。根据中国酒业协会的数据，光瓶酒市场规模由 2014 年的 400 亿元增长至 2021 年的

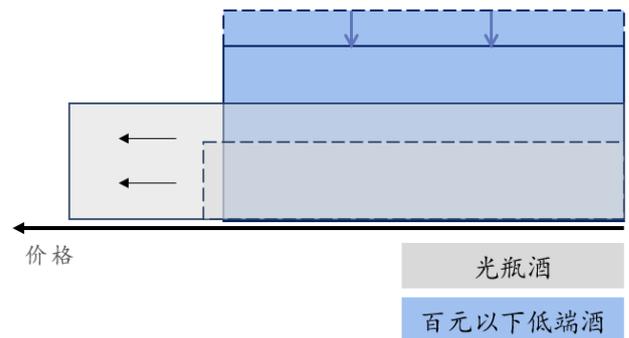
988 亿元，复合年均增长率为 14%，远高于白酒行业整体增长率 2%，预计 2024 年光瓶酒市场规模将达到 1500 亿元。在光瓶酒的增长中，高线光瓶酒的增长尤其明显，根据《2019 年中国光瓶酒营销白皮书》，未来百元以下将被高线光瓶取代，100-200 价位段将是名酒光瓶和品质光瓶的主流市场。从行业大趋势来看，百元以下大众酒与光瓶酒之间，二者市场营收份额的一升一降充分说明了大众酒价格带消费升级的强势。

图表 12：光瓶酒市场扩容迅速



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 13：光瓶酒扩容与百元以下大众酒份额缩减

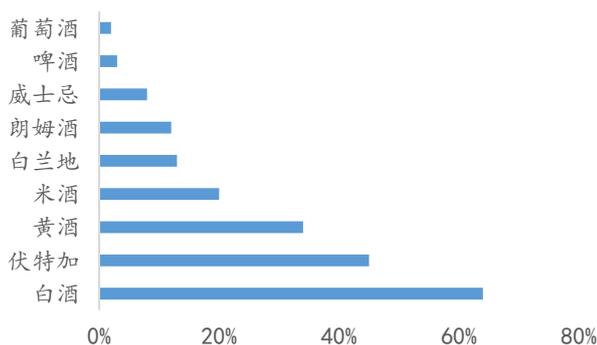


数据来源：华福证券研究所

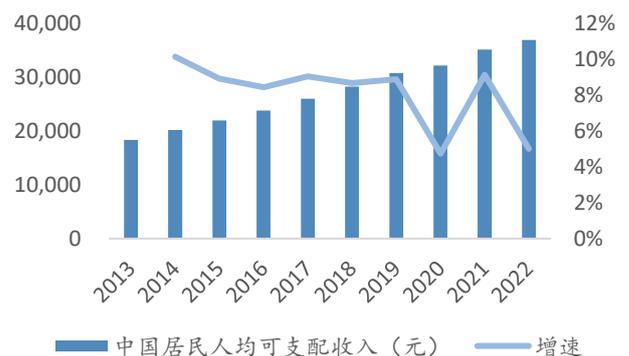
## 2.2 大众酒的增长未来主要驱动力仍为价格，三大因子拉动大众酒价格带上移

**低端酒量增乏力，销量走低是长期趋势。** 市场规模=消费人群基数\*消费频次\*渗透率\*消费价格，其中销量受到前三个因素桎梏，叠加消费升级导致消费者向更高端价格带转移的影响，未见明显上升势头。具体来看：**1) 消费人群基数下降：**随着我国人口增速放缓、人口逐渐老龄化，白酒的消费人群规模持续萎缩；**2) 白酒代际渗透率未见提升：**渗透率的提升在于打开新的增量市场，扩大影响范围。根据里斯咨询调研，10 度左右的酒最受年轻人偏爱，64%的 Z 时代受访人群认为白酒不适合年轻人，白酒对年轻消费群体的吸引力仍然不足；**3) 单次消费量下降：**随着大众健康意识的增强、严格限制公务饮酒等原因，国人的饮酒量减少，“少喝酒、喝好酒”成为趋势；**4) 向更高端的替代品转移：**随着消费升级，越来越多的消费者倾向于且有能力饮用高端、次高端白酒，对低端白酒形成挤压。

图表 14：64%的 Z 时代年轻消费者认为白酒不适合年轻人



图表 15：人均可支配收入持续提升

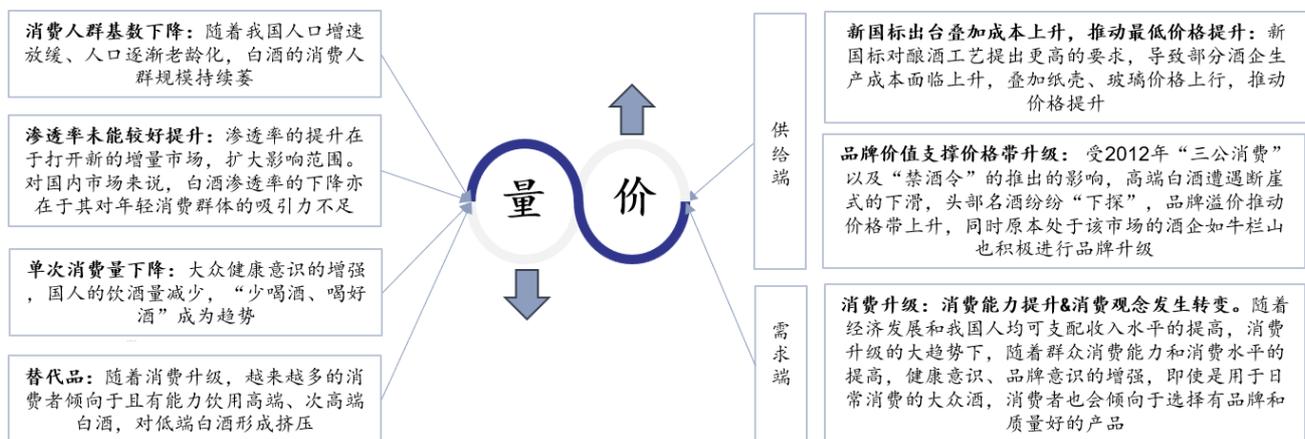


数据来源：里斯咨询，华福证券研究所

数据来源：ifind,华福证券研究所

价格方面，驱动大众酒价格上移的三大因素可分为供求两端来看。在最低价格抬升、提价升级、消费结构升级的拉动下，大众酒不断实现价格上移，当前主流价格段已经由 15-25 元向 40 元及以上迈进。在供给端：1) 新国标对酿酒工艺提出更高的要求，导致部分酒企生产成本面临上升，叠加纸壳、玻璃价格上行，推动价格提升；2) 受 2012 年“三公消费”以及“禁酒令”的推出的影响，高端白酒遭遇断崖式的下滑，头部名酒纷纷“下探”，入局低端酒市场，品牌溢价推动价格带上升，同时原本处于该市场的酒企如牛栏山也积极进行品牌升级，提价氛围下大众酒价格带上行。在消费端：随着经济发展和我国人均可支配收入水平的提高，消费升级的大趋势下，随着群众消费能力和消费水平的提高，健康意识、品牌意识的增强，即使是用于日常消费的大众酒，消费者也会倾向于选择有品牌和质量好的产品。

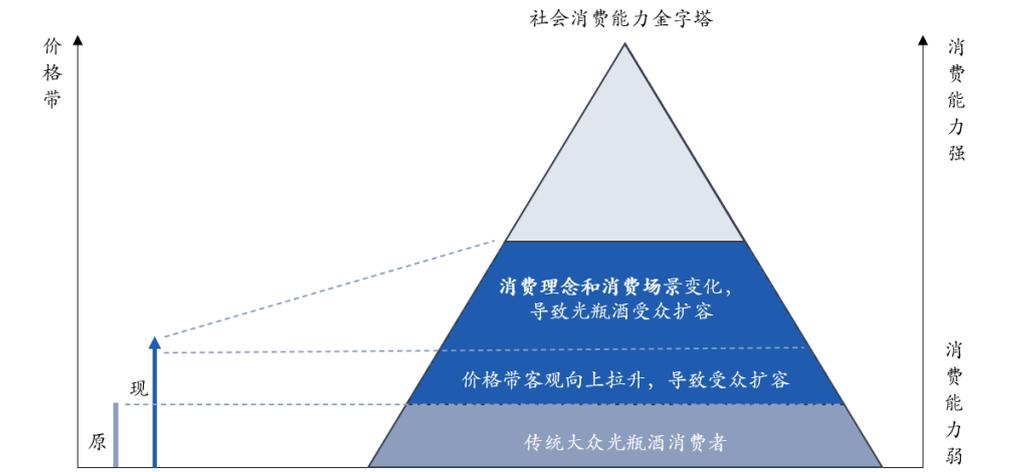
图表 16：从长期看，大众酒量降价增，三大因素驱动大众酒结构升级



数据来源：华福证券研究所

大众酒上一轮的机会主要为自上而下驱动供给端所致，光瓶酒消费者不断趋于多元化、年轻化、城市化，未来消费端的变化是大众酒发展的驱动力。2012 年，“三公消费”以及“限酒令”等政府管控出台以后，高端酒发展受阻，叠加行业产能过剩，部分产品价格虚高，严重远离消费者，远离正常的白酒消费需求的问题也更加凸显。得益于此，次高端白酒迎来发展，同时头部名酒纷纷“下探”完善产品矩阵，入局低端酒市场，供给端的新鲜血液为大众酒带来成长。随着行业不断调整，政府自上而下，通过供给端的繁荣为大众酒带来的机会红利削减，但消费端自下而上的支撑力仍足。过去光瓶酒的主流价格带在 30 元以下，其核心消费人群以中产及以下居民和农民工阶层为主。随着消费趋势的变化和白酒行业的发展，在政策端“新国标”为白酒的品质提供了清晰、直观的衡量标准的催化下，光瓶酒进一步撕下低端、低品质等负面标签，其消费人群亦已经扩展到白领、精英阶层、学生群体等各个消费阶层，为 50-100 元和 100 元以上价位的光瓶酒消费带来了消费空间。

图表 17：光瓶酒切入更多消费人群



数据来源：华福证券研究所

从老一代、中生代和新一代消费者对消费者画像进行粗略拆分，消费端对光瓶酒升级的支撑力仍足：1) 对于老一代白酒的忠实消费者来说，在经历过长时间的一线名酒和省级名酒品牌的精神消费后，随着年龄渐长，该部分消费者政商务消费场合出现的频次下降，消费逐渐回归理性消费；2) 中生代的白酒消费者经历了大众酒市场加速品牌化的过程，且光瓶酒市场呈现出低端低价位向名酒高价位、高性价比转移，高线光瓶酒的出现较好的迎合了高端消费群体的需求，导致中生代对光瓶酒的印象不再单单是“低端化、低品质、便宜酒”，对光瓶酒的消费观念有别于上一代；3) 新生代消费者的消费能力相对较低，且对新鲜事物的接受度更高，美观和品质较好的光瓶酒更易在年轻消费群体中获得一席之地。根据《2019年中国光瓶酒营销白皮书》，消费人群的意见领袖由中老年群体迭代为 90 和 95 后，而高线光瓶的兴起将迎合新兴消费群体的产品需求。

图表 18：自上而下通过供给端带来的红利削减，但消费端自下而上支撑力仍足



老一代白酒消费者 - 消费场景的变化：在经历过长时间的一线名酒和省级名酒品牌的精神消费后，随着年龄渐长，政商务消费场合出现的频次下降，更多以自饮需求为主，消费场景变化导致用酒向光瓶酒转移



中生代白酒消费者 - 对光瓶酒认知的变化：消费逐渐回归理性消费，经历了大众酒市场加速品牌化的过程，且高线光瓶酒的出现也较好的迎合了高端消费群体的需求，导致中生代对大众光瓶酒的印象不再单单是“低端化、低品质、便宜酒”



新生代白酒消费者 - 消费观念的变化：消费能力相对较低，且对新鲜事物的接受度更高，美观和品质较好的光瓶酒更易在年轻消费群体中获得一席之地。此外，部分新生代消费者由于经历了海外光瓶酒的教育，对光瓶酒升级的接纳度较高。

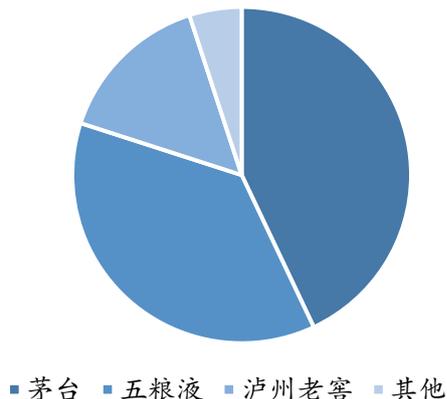
数据来源：华福证券研究所

### 2.3 低端酒市场集中度低，马太效应下加速向头部集中

低端酒的市场集中度较其他价格带白酒较低。2020 年我国光瓶酒 CR3 集中度仅为 25%，而高端、次高端白酒的 CR3 集中度分别为 95%和 49%。行业集中度较

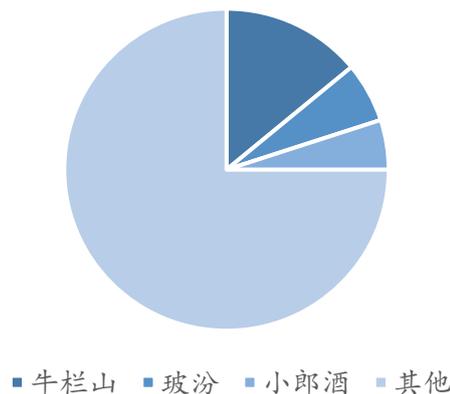
低其原因在于：1) 低端酒价格较低，消费者对价格敏感性较高，消费黏性低，因此低端酒杂牌更多，消费者选择性更多；2) 不同于具有较高精神消费价值的次高端及以上白酒，作为针对大众日常消费的低端酒和地方菜一样，受口味偏好的影响更大，故地域消费特点与香型偏好对其销量有较大影响；3) 地方保护政策更有利于地产酒发展，导致外来品牌在销售终端布局等方面受到限制。

图表 19：高端白酒市场集中度



数据来源：观研天下，华福证券研究所

图表 20：光瓶酒市场集中度



数据来源：文轩财经，华经产业研究院，华福证券研究所

**各类酒企优劣势不同，五类玩家角力竞争。**当前百元以下白酒品牌可大致分为五类：1) 布局低端市场的名酒，依靠其强大的品牌影响力和渠道力，目前占据了一定的光瓶酒市场份额。近年来市场份额明显提升的品牌是玻汾、尖庄大光等，其中玻汾已成为 40 元以上价格带份额最大的单品；2) 地域性强势品牌在区域内品牌认知度和渠道力较强，虽难以走出基地市场，但依靠当地的保护政策获得优势；3) 江小白、光良等新派白酒玩家，通过更加时尚的包装和营销方式，吸引价格敏感性更低的年轻消费者，并在消费场景上进行差异化切入；4) 全国性低端酒品牌，以老村长、牛栏山等为代表。其中，牛栏山较之老村长，除了渠道深耕、加强网络营销投入以外，着力打造品牌力，更具综合优势。

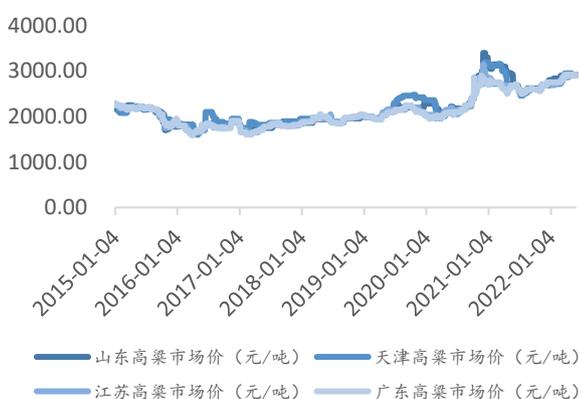
图表 21：百元以下白酒市场的各类竞争者优劣势对比

	代表品牌/产品	特征	对光瓶酒升级的推动力
品牌名酒	山西汾酒 - 玻汾 (55.61/500ml) 五粮液 - 尖庄 (24.08元/500ml) 泸州老窖 - 黑盖 (98元/500ml)	品牌力强, 品质优, 国民认知度强, 渠道成熟, 但对较低端酒的倾斜资源有限	高端白酒2012年发展受阻, 名酒纷纷“下探”布局, 品牌溢价为其光瓶酒产品价格提供支撑, 头部品牌下沉光瓶业务, 鲶鱼效应有利于促进光瓶酒市场的竞争和发展
区域名酒	金种子 - 头号种子 (68元/500ml) 衡水老白干 - 冰川光瓶系列 (66.5元/500ml)	地方名产, 在当地品牌认知较强, 渠道力强, 但难以出省, 同时面临外来竞争者	在区域内通过渠道力和消费者认可度完成产品升级, 推动光瓶酒价格认知提升
新派玩家	江小白 - JOYYOUTH清香 (63.75元/500ml) 谷小酒、光良、观云、开山等	包装时尚化、营销方式年轻化、消费场景的切入差异化	能够较好吸引价格敏感性更低的年轻消费者
有品牌力光瓶酒	牛栏山 - 白牛二、金标 (42° 白牛二 15元/500ml、金标 48元/500ml) 红星 - 大二、蓝八 (56° 大二25元/500ml、43° 蓝八35元/500ml)	全国闻名, 渠道网络布局完善, 大单品认知度较高	以白牛二为例, 白牛二经过多年增长目前销量进入下行通道, 企业需要通过价格提升维持盈利水平, 积极迎合风口
无品牌力光瓶酒	太白酒 古道江湖2900 叙府大曲 红荔牌红米酒 ...	贴近本地消费者, 但品牌力较弱, 对成本更敏感, 正在加速出清	新国标对工艺提出更高要求, 叠加高粱、玉米价格17年以来走高, 纸壳、玻璃价格亦整体保持上行, 成本上行推动价格提升在该部分企业表现更明显

数据来源：京东，华福证券研究所

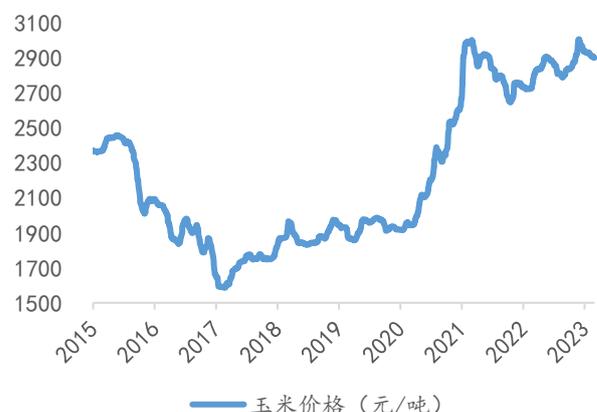
马太效应下加速向头部集中，名优大众酒的渠道利润空间和效率更高。相对于普通大众酒企业，面对成本端的提升和不确定性，名优酒企具有规模效应以及较强的议价能力和资金储备，成本端对其影响相对更小，使得名优白酒可以给出较低的出厂价，给予渠道更高的利润空间。此外，随着新国标的落地实施，低端酒的进入壁垒再次抬高，面对下游，名优酒企具有品牌力加持，销量更具保障，可以使渠道周转加快，压缩销售周期，提升渠道效率，通过渠道建设快速抢占市场份额，提升市场占有率。疫情以来，中小酒厂由于体量普遍偏小、资金实力受限、抗风险能力弱而面临严峻的考验，行业加速出清，品牌效应凸显，马太效应下份额向行业龙头不断集中。

图表 22：高粱市场价



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 23：玉米市场价



数据来源：Wind，华福证券研究所

### 3 全国化深度布局，渠道日渐成熟助力新品铺货放量

#### 3.1 二十余载全国化市场深耕，牛栏山深入人心

公司白酒业务围绕“深分销、调结构、树样板”的营销思路，一方面以大商制的模式推动渠道下沉、提升区域效益，一方面复刻成功经验，全国化进行产品推广。牛栏山的区域扩张经历了从“一城两洲三区”细化到“1+4+5”再演变为“2+6+2”战略，在大本营市场扎根稳固后，充分发挥“香槟塔原理”从高势能的北京市场逐步向外渗透，进而辐射全国。公司从2013年开始加速布局全国化，2018年22个省级市场销售过亿元，至2019年公司白酒营业收入首次突破百亿，2022年公司外埠地区收入营收占比约达66%，全国化布局进入新阶段。

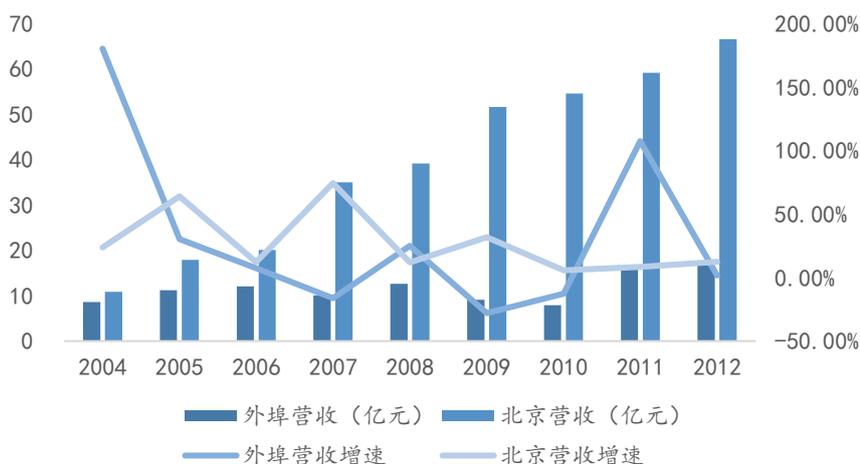
图表 24：牛栏山全国化阶段复盘



数据来源：华福证券研究所

**第一阶段：“一城两洲三区”战略助力公司成为北京市场龙头。**受亚洲金融危机影响，公司1998-1999年营收下滑。经过阵痛期后，2002年牛栏山开始发力，积极挖掘“北京”的地域优势，梳理出了“牛栏山文化-二锅头文化-京味文化”的品牌文化逻辑，“正宗二锅头，地道北京味”的广告词传遍大街小巷，成功抢占二锅头品类的高点。在巩固北京市场的同时，牛栏山实施“一城两洲三区”的发展战略。“一城”，即深耕北京；“二洲”，即以江苏为代表的长江三角洲、以广东为代表的珠江三角洲，尝试以大中型商超和酒店为突破口，主推中高端产品；“三区”，即在西北地区、东北地区与华北地区重点进行渠道建设，占领商超和餐饮终端。通过加速对外埠重点市场的开发，公司外埠市场经营业绩取得新突破，其中呼市、天津、内蒙古、山西、河南、山东及辽宁市场销售收入增长较好。2004-2012年，北京市场收入从10.90亿增长至66.53亿，外埠市场收入从8.59亿增长至16.71亿。

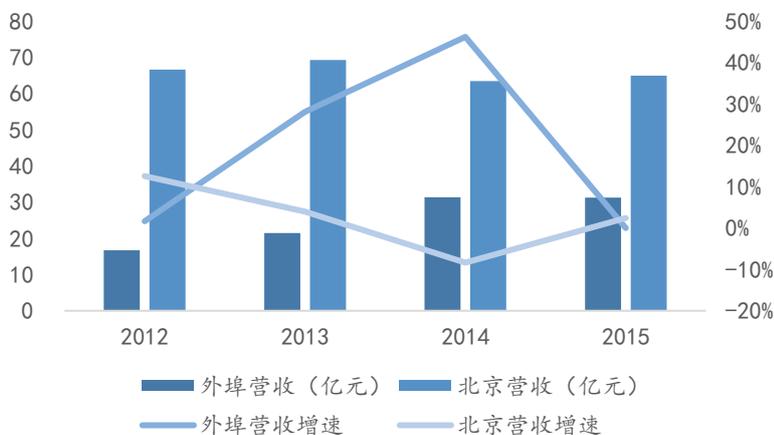
图表 25: 2004-2012 年, 牛栏山早期全国化阶段北京与外埠地区营收及增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

**第二阶段: 抓住大众酒黄金增长期, 华北地区优势建立, 全国化布局加速。**2012年, 受“三公消费”影响, 白酒行业进入深度调整期, 高端白酒受挫严重, 受经济形势、国家政策、市场消费升级等多方面的影响, 生产“老百姓喝得起的好酒”成为各大酒企发展重心, 大众酒迎来黄金发展期。此前主要在北京、天津及周边地区布局的牛栏山抓住低端酒增长机会, 积极进行战略调整, 聘请第三方咨询公司进行品牌和营销战略规划, 渠道建设的网络向长三角、珠三角、京津冀、华北、西南地区等地复制蔓延, 2013年开始加速全国化布局。此背景下, 公司对“一城两洲三区”战略进行细化和升级, 于2012年正式确立“1+4+5”全国化战略, 即以北京为核心, 将天津、保定、呼市、唐山定位成4个收入过亿的地级市场, 将山东、河南、山西、内蒙、辽宁打造成5个省级亿元市场, 落实亿元板块联动, 形成局部区域优势。得益于积极的战略布局, 在销售团队“密集推广+免费陈列”的强力攻势下, 牛栏山的市场份额不断扩大, 脱去区域品牌的标签, 全国化布局初见成效。

图表 26: 2012-2014 年, 公司京外市场奠基亿级规模

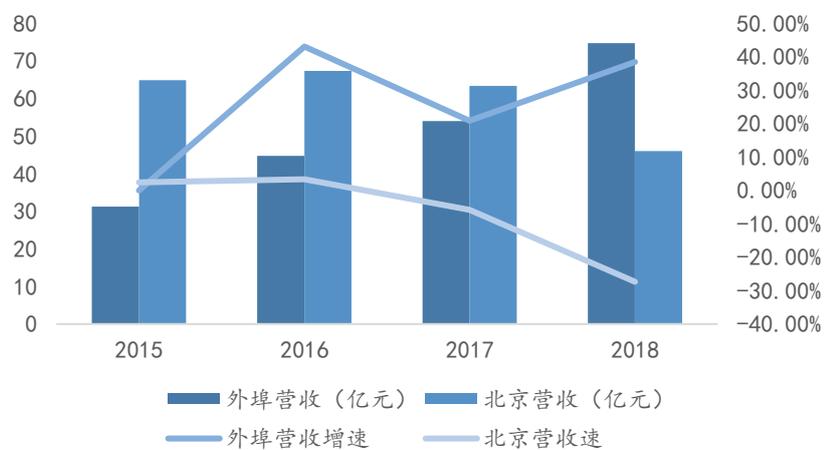


数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

**第三阶段: 重点市场全国化打造基本实现, 长三角、珠三角市场营收增长加速。**

2015 年公司提出“2+6+2”战略，进入全国化第二阶段，“2”包括北京和天津市场，其中北京市场占据 33% 的销售量；“6”包括山东、辽宁、内蒙、山西、河北、河南六大优势市场；“2”代表长三角和珠三角。2016 年，牛栏山在“2+6+2”战略的基础上，分别于河北、四川新设生产基地，提高了对西南、西北的辐射力度，并新增了湖南、江西、湖北、黑龙江、陕西五个亿元级省级市场，形成省亿级市场超 10 个。到 2017 年，公司通过“强经销商垄断终端资源+高端拉动+低成本保证利润空间”的方式，在福建、新疆等新兴市场实现销售收入同比增长 50% 以上，长三角市场增幅超 70%，在河北、内蒙、江苏等 18 个省级区域形成了亿元级市场，并于 2018 年扩至 22 个，泛全国化布局成效显著。

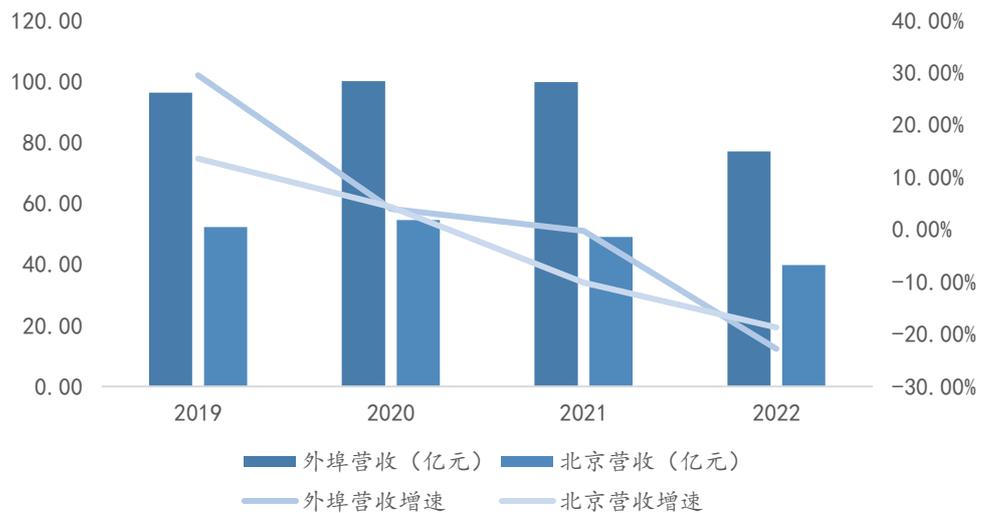
图表 27：2015-2018 年，公司全国化基本实现



数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

**第四阶段：精细化市场运营，加大样板市场打造。**2019 年，全国化即将完成的牛栏山转变市场策略，重新调整了营销战略，以“三大转变”助力产品销售：1) 深分销，实现从全国化扩张转向市场纵深发展；2) 调结构，实现从单一大单品转变到多个产品并进；3) 树样板，从深耕北京地区转变到同步打造外埠样板市场。公司提出“1+4+N”样板市场培育计划，打造以北京为中心，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，并初步形成了四大样板市场。2019 年公司白酒营收突破百亿，其中外埠地区营收增长 29.47%，占比近 2/3。2020 年，公司样板市场培育初显成效，形象店及核心店通过统一门头、设计、陈列，提升牛栏山品牌形象，精细化复刻打造样板市场群。疫情三年中，受消费场景缺失影响，公司增长步伐放缓。截至 2022 年，公司省外市场贡献营收 76.98 亿元，占比 66%。

图表 28：2019 年至今公司京内外营收变化



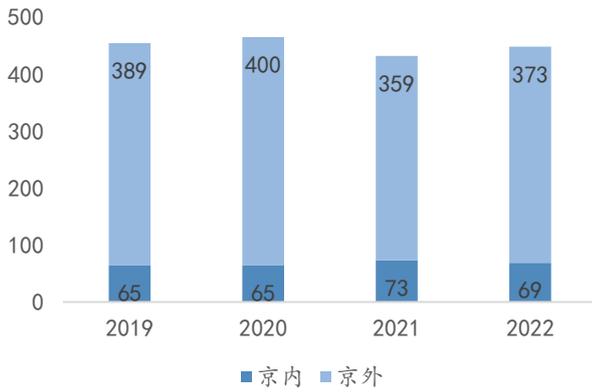
数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

### 3.2 过去大商制助力全国开拓，现在经销商忠诚度有望推助新品铺货

回顾顺鑫的发展历程，公司在大商制下实现了较快的全国化布局。在北京地区，公司建立直控终端团队，通过及时调整市场策略，强化营销端的执行力。相较于传统的大商制，牛栏山部分大商的角色与定位为平台商，是公司厂商共建模式的重要创新。与传统总代主要负责推广、销售、管理、物流等不同，平台商更注重的是市场运作，包括品牌塑造、市场开拓等高维的经营活动，厂商之间协作程度更深，深度捆绑。对外埠市场，公司实行大商制下“一区一总代”的模式，发挥大商的属地优势逐步快速打开当地市场。

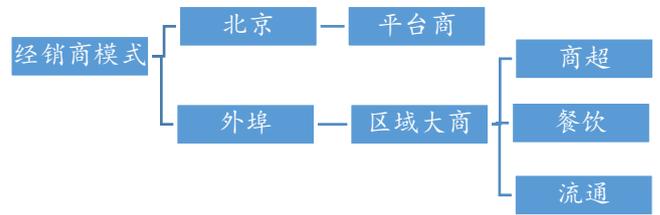
与经销商深度绑定，经销商忠诚度较高有利于新品铺货。2016 年下半年，公司开始在北京市场削减一批商和二批商数量，从 100 余家削减到 2018 年的 23 家。此外，为加强与经销商之间联系，2017 年下半年公司改变渠道合作模式，市场开发及推广相关工作改由经销商承担，公司再给予其产品销售折扣，使二者利益深度绑定。2018 年，公司销售额达 500 万以上经销商数量达到 193 个，1000 万以上经销商数量达到 134 个。依靠大商的渠道及终端资源，同时开拓线上渠道，牛栏山有效降低市场管控成本，快速打开市场，厂商之间的强粘性和长期合作的忠诚度助力公司新品快速铺货放量。

图表 29：牛栏山经销商数量变化



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 30：牛栏山经销商模式



数据来源：公司公告，华福证券研究所

#### 4 量价轮动驱动增长，金标接棒白牛二开启新纪元

产品矩阵持续完善，双轮驱动战略清晰。产品端，公司坚持“民酒”定位，整体产品以低端酒为主，低端酒大单品白牛二（42度陈酿）卡位 15 元价格带，跟同价位段的竞品相比价格偏低，凭借品质高、单价低的高性价比策略快速得到全国消费者认可。在品牌影响力巩固的基础上，19 年牛栏山适时推出“珍牛”、“中国牛”、“魁盛号”、21 年推出牛栏山一号，着力于产品结构的向上延伸。2022 年，公司推出金标陈酿，定位“中国白酒 30 元-40 元价格带纯粮光瓶酒第一大单品”，开启白牛二+金标双轮驱动的新纪元。

图表 31：牛栏山产品布局图

产品类别	分类标准	产品
高档酒	>50 元/500ml	经典二锅头 百年牛栏山 魁盛号
中档酒	10-50 元/500ml	珍品 金标陈酿 牛栏山一号系列
低档酒	<10 元/500ml	陈酿 传统二锅头

数据来源：公司年报，华福证券研究所

##### 4.1 19 年之前销量驱动成长，铸就大单品白牛二，未来产品升级是首要任务

过去主要依靠量增驱动成长，未来结构升级是首要任务。基于公司的低端白酒定位，多年来公司以销量增速拉动利润增长，量增高于价升。疫情前 2012-2019 年公司白酒产量、销量增速均在 10% 以上，产量从 17.20 万千升增加至 68.80 万千升，

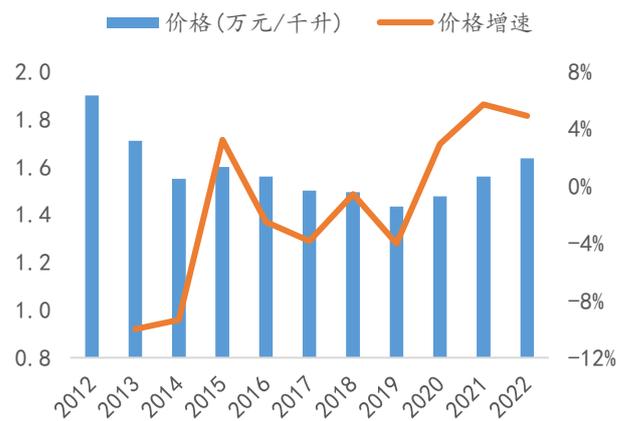
销量从 17.05 万千升增加至 71.76 万千升，在白酒行业产销量下行的背景下仍有较好的表现。2019 年山西吕梁生产基地挂牌成立，至此公司北京总部基地、三大外埠生产基地的布局完成，基酒生产能力的提升为白酒全国化战略推进提供了坚实的产能支撑。价格方面，疫情前公司吨价连续下降，2012-2019 年 CAGR 为-3.94%，2019 达到低位 1.43 万元/千升，总体趋势符合公司“民酒”的战略定位，给予公司充足的提价空间。2020 年开始，受成本上升影响，公司对低端产品进行了数次提价，吨价开始逐步回升，2019 年-2022 年吨价 CAGR 为 4.49%。

图表 32：公司白酒产销量及增速



数据来源：wind, 华福证券研究所

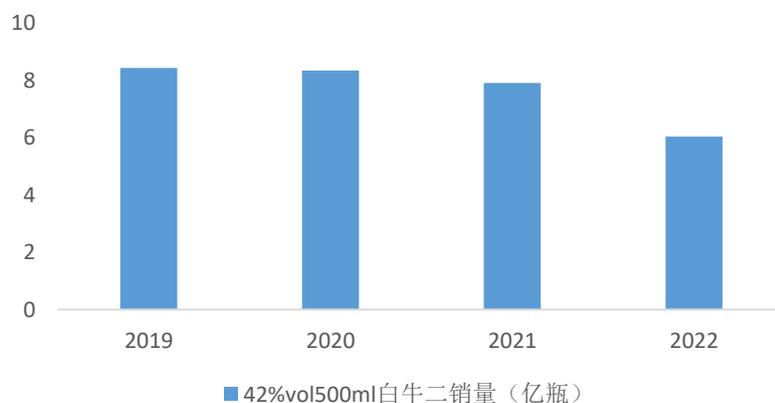
图表 33：公司白酒吨价及增速



数据来源：同花顺 iFinD, 华福证券研究所

**核心大单品白牛二稳居榜首，稳固塔基。**公司于 2002 年推出牛栏山陈酿，俗称“白牛二”，成为了 15 元价格带的领跑者，以品质高、单价低的高性价比策略主攻外省低端酒市场，一度成为光瓶酒现象级产品，帮助公司树立了“中国二锅头第一品牌”的品牌形象。白牛二作为公司推动全国化进程的核心战略大单品，2019 年 42 度白牛二销量超 8.4 亿瓶，至今仍为公司营收贡献最大的核心单品。尽管由于头部酒企纷纷布局百元以下价格带，市场竞争激烈导致牛栏山销量下降，2019-2022 年销量 CAGR 约-11%，但牛栏山在光瓶酒市场仍保持的领先地位。

图表 34：白牛二销量近年来有所下降



数据来源：公司年报, 华福证券研究所

白牛二完成历史使命，历史车轮向前，公司产品结构持续升级。随着核心单品白

牛二的产品生命周期逐渐走过顶峰，销量开始下降，公司通过成熟的经销体系进一步引入升级版产品，依靠升级版陈酿、盒装酒、定制酒等中高端新产品进一步扩大市场份额。公司产品结构升级可概括为两个思路：其一，打造以百年系列为代表的中档酒和以经典系列为代表的高档酒，通过新品推出等方式，不断提升中高档产品占比。其二，在低档酒系列内部优化，包括对原产品实行多次提价操作，以及逐步将陈酿系列产品升级换代，提升价格带覆盖。

**图表 35：牛栏山产品提价情况**

日期	提价情况
2016年5月	42度陈酿500ml 出厂价上涨12元/箱
2017年11月	牛栏山全系列产品出厂价上涨3%-4%
2019年5月	小红牛、46度大牛、52度大牛、56度大牛供货价上涨6元/箱；42度桶、56度桶供货价上涨12元/箱；100ml56度牛供货价上涨8元/箱；52度精品、200ml56度牛供货价上涨18元/箱 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40元)以上盒装酒：上调2元/瓶，40元/瓶以下盒装酒：上调1元/瓶；
2020年1月	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	三牛系列产品400ml、500ml、1.5L：上调10元/瓶；255ml：上调6元/瓶
2021年2月	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
2022年1月	42度500ml百年牛栏山白酒(福牛)：上调20元/瓶； 42.6度500ml百年牛栏山白酒(禧牛)：上调30元/瓶； 42.9度500ml百年牛栏山白酒(国牛)：上调50元/瓶
2022年5月	清香型白酒每瓶上调3元至15元，浓香型白酒每瓶上调10元至15元
2023年1月	42%vol/265ML、42%vol/500ML等5款陈酿每瓶上调0.5元
2024年2月	42%vol/125ML、42%vol/256ML、42%vol/500ML、52%vol/500ML牛栏山陈酿每箱上调6元

数据来源：北京商报，潇湘晨报，酒业家，酒说，中国基金报，中国轻工业信息网，公司公告，华福证券研究所

#### 4.2 需求端消费升级和供给端结构升级是“追及问题”，金标坚定向上布局

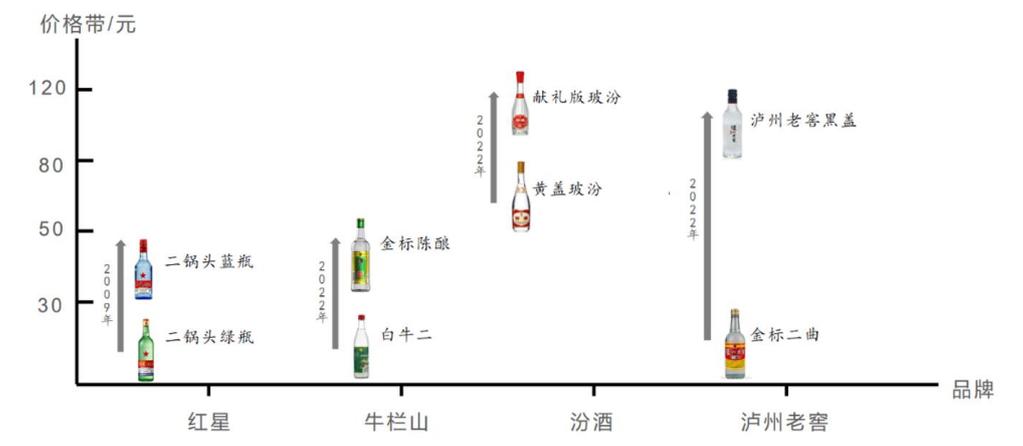
大众白酒消费升级的趋势下，酒企产品布局不进则退。对于50元以下的低端酒而言，消费升级并非由酒企发力去驱动，而是更多来自于基于宏观经济增长和全社会消费升级的带动。换言之，对于50元以下的低端酒消费者而言，随着人均可支配收入的增长，只要白酒消费在这部分消费者心中的地位仍然是马斯洛需求的基础需求，则性价比将持续为消费者的首要考量因素。因此，这部分消费不会是消费升级时的主观选择，更多是基于通货膨胀、全社会消费升级的带动的跟随产物，而企业在此过程中能做的更多是消费者培育、品牌价值的持续孵化和通过铺货催化消费行为改变。在消费端走向升级的路上，企业必须跟进步伐，未能升级的企业必然走向衰退。

消费升级的幅度低于白牛二到珍品的价格带提升幅度，叠加牛栏山的消费者认知深刻甚至固化，导致珍品市场反映平平。为顺应光瓶酒升级趋势，公司于2020年加大培育珍品陈酿，尝试针对白牛二进行升级，然而市场反响欠佳。究其原因：1)

消费端看，彼时光瓶酒消费升级有待成熟，疫情影响下消费者的消费能力受到影响，中高端光瓶酒中黄盖玻汾抢滩登陆，低端光瓶消费者则尚未完成消费能力及消费认知升级；2) 供给端看，珍品定价 40-50 元（以珍品 15 年 45%vol/500ml 为例），价格带较白牛二上移偏快，而白牛二的成功导致牛栏山品牌形象深入人心，品牌认知固化，导致白牛二原有消费者群体短时间内难以顺利迁移。

**坚定向上布局，金标陈酿错位占据价格带。**2022 年，牛栏山紧随新国标，推出金标陈酿，打出“纯粮陈酿更地道”的口号，使“纯酿”成为金标的标签，布局中端光瓶市场，开启了光瓶塔基产品“双轮驱动”的新征程。与现有主流光瓶相比，金标陈酿与白牛二、黄盖玻汾错开价格带，避免直接竞争；与同价格带的红星二锅头蓝瓶相比，则依托公司已有全国化渠道和强劲的文化营销，具有明显的品牌力优势。

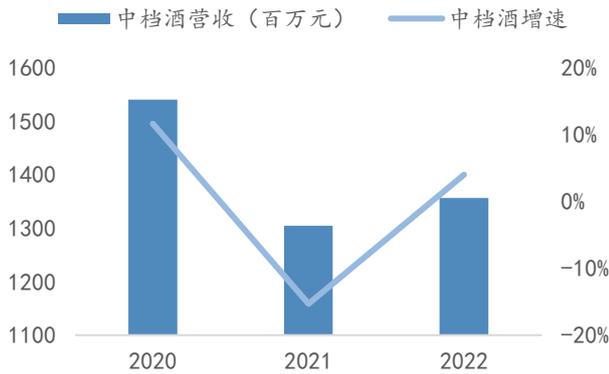
图表 36：主流光瓶酒纷纷升级



数据来源：京东，华福证券研究所

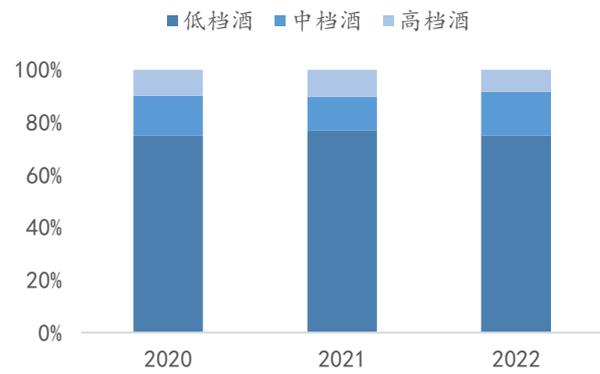
**金标强势入场，快速放量贡献增长。**在销售策略上，金标采取三步走策略：一是加强对经销商的支持，在核心市场落实推广，优先打造市场规模，形成可复制的经验；二是形成全国化的点状分布；三是在前面基础上，构筑起新的全国化布局。经过 2021-2022 年产品导入期的试点市场推广，金标陈酿现已进入全国市场规模化推进阶段。2022 年金标陈酿销量 11234 吨，同比增长 1480%，推动公司中档酒实现营收 14 亿元，增长 4%，占酒类总营收跃升至 17%。未来，公司计划将金标陈酿打造为“中国白酒 30 至 40 元价格带纯粮光瓶酒第一大单品”，坚持“三位一体两原则”的基本打法，并完成全国营销格局的构建。

图表 37: 公司中档酒营收及增速



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所 (按公司定义, 低/中/高档酒分别对应每 500ml 价格为 <10 元/≥10 元且 <50 元/≥50 元的产品)

图表 38: 公司各档次白酒占酒类收入比重



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所 (按公司定义, 低/中/高档酒分别对应每 500ml 价格为 <10 元/≥10 元且 <50 元/≥50 元的产品)

**渠道推力不是当下判断金标能否成功的核心, 动销的快速放量需要时间。**2022 年公司推出金标, 经销商的忠诚性一方面给予了公司能够快速完成铺货的支撑, 但另一方面市场担忧经销商队伍缺乏新鲜血液和激励, 或也将桎梏金标的成长。我们认为, 渠道推力并非现在牛栏山能否完成升级的核心因素。从消费者画像上看, 40 元以上的玻汾等产品的消费者降级到金标的较少, 故金标的主要消费者可拆分为白牛二的消费者升级和其他品牌消费者的转移。对于现在的白牛二的消费者, 在疫后经济能力修复阶段, 随着收入的提升和通胀的驱动, 该部分消费者适应金标的价格需要时间。对于金标可能去抢夺的其他品牌的份额, 公司也要通过消费者培育, 去把牛栏山的品牌价值和金标的价位进行匹配。且前文已述, 该部分消费者的价格敏感性极高, 即使可支配收入提升, 也不会白酒日常消费中快速显现, 故企业渠道端的推力起到的只是孵化和催化的作用, 只要能够完成铺货, 在消费者培育的力度加大之下, 渠道推力不是金标能否重现白牛二现象级成功的核心。

**企业端的产品升级和消费端的升级是追及问题, 长期方向一致, 只需静待花开。**作为大众酒王者, 在品牌化的趋势下, 白牛二当前的市场份额在同价格带里没有品牌力相当、或品牌力更强的其他酒企能够快速承接。如前文所述, 白牛二的量的下降主要系消费升级所致, 故牛栏山的升级具有必要性。企业端的产品升级与消费者的消费升级两者的节奏步伐无法完全一致, 或将导致短期的镇痛和不及预期, 但长期方向一致, 稳扎稳打下公司只需静待花开。

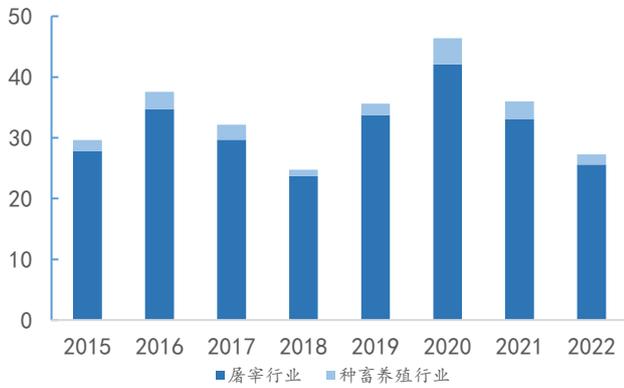
## 5 其他业务: 聚焦酒肉主业, 业绩稳定性增强

### 5.1 猪肉业务: 产业链完整成熟, 呈周期性波动

**猪肉业务是公司的第二大业务, 具有较强品牌优势。**猪肉业务是公司的第二大业务, 收入规模约 30 亿元左右, 具体业务包括种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工, 已形成集“种猪繁育-生猪养殖-屠宰加工-肉制品深加工-冷链物流配送”于一体的全产业链, 是北京菜篮子工程重要组成部分。公司旗下的鹏程食品拥有北京地区最大的安全猪肉生产基地和完善的食品安全保障体系, 是北京奥运会、全国两会、第二届

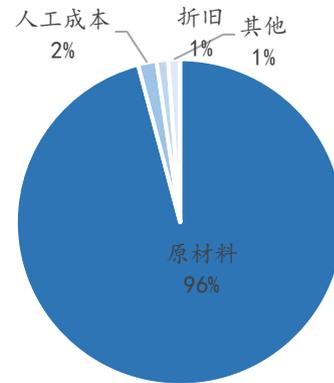
“一带一路”国际合作高峰论坛等重大活动的肉食品供应商。此外，公司的小店畜禽良种场是国内最早从事种猪选育和国外引进优良品种的企业之一。公司猪肉业务成熟度较高，在食品安全、疫病防控、生产标准化、规模化、集约化等方面具备明显的竞争优势。

图表 39：公司猪肉业务收入规模（单元：亿元）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

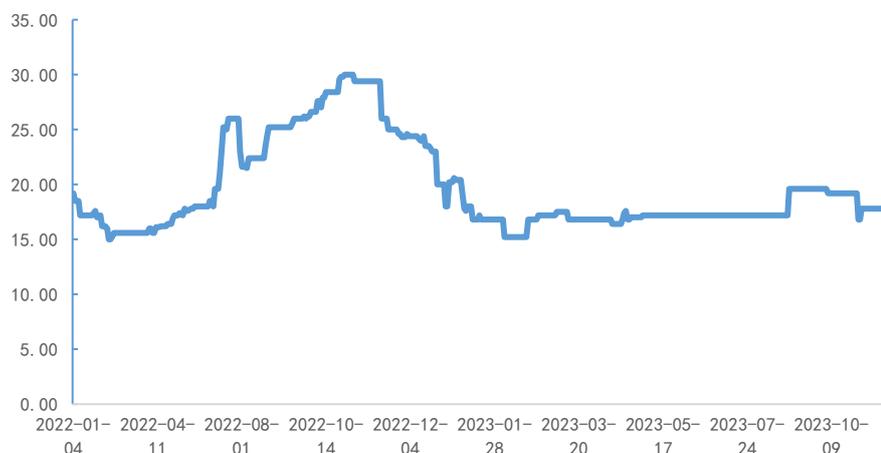
图表 40：顺鑫农业猪肉业务成本拆分



数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司猪肉业务以屠宰为主，猪价波动影响公司营收水平。公司猪肉业务以屠宰为主，猪价波动影响公司营收水平。从业务构成看，猪肉业务以屠宰业务为主，营业收入占比为 93%，种畜养殖行业营收占比较小。由于公司猪肉业务的成本中原材料的成本占比达到 96%，而原材料的成本中主要成本为生猪成本，故当生猪价格处于低位时，公司屠宰业务成本降低，利润水平提升。22 年开年猪价整体低迷，随后 Q2 开始生猪价格逐渐提高，下半年生猪价格居于高位，最终 22 全年公司屠宰业实现营收 25.6 亿元，同比下降 22.6%，毛利率同比下降 0.04%。养殖业务方面，受养殖端成本上升、疫情影响生猪调运、产能去化变缓等因素的影响，公司养殖业务 22 年实现营收 1.67 亿元，同比下降 42%；实现毛利率 3.31%，同比下降 0.04pct。

图表 41：22 年至今生猪价格变化（单位：元/公斤）



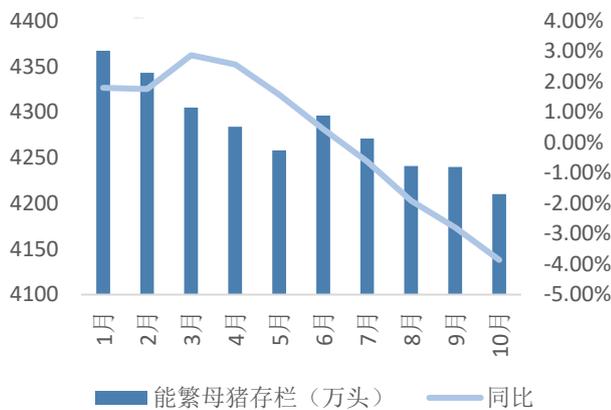
数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

今年猪肉行业整体承压，公司猪肉业务仍为亏损状态。疫情放开以来，今年 1-2

月生猪价格走低后持在低位，利好屠宰行业。然而，由于全国能繁母猪存栏量持续保持在高位，去化缓慢，导致猪肉市场供大于求。因此，尽管生猪价格低迷利好公司屠宰业务，但由于需求端疲软，公司屠宰板块并未有利润提升。8月以来，受其他种类猪肉供应降低，叠加6-7月非瘟导致部分商户提前出栏商品猪，生猪价格和猪肉价格小幅回涨，但随后到11月再度降至低位，行业去化尚不完全。23H1，公司猪肉产业板块实现营收13.46亿元，其中屠宰业务销售收入12.40亿元，同比增长16.54%，种畜养殖业实现营收1.06亿元，同比增长9.28%。受行业影响，近五年来公司猪肉业务毛利率下滑明显，2018-2022年毛利率分别为7.19%/6.92%/2.7%/3.35%/3.31%。

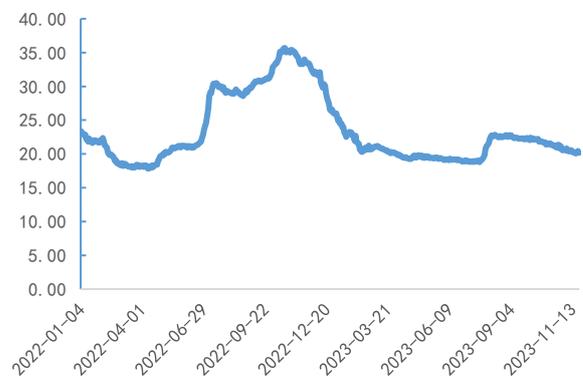
**猪周期下行期内去化速度缓慢，预期公司猪肉业务未来两年缓步改善。**生猪价格和猪肉批价经过2023年8月的短暂上涨后，再度进入波动下跌通道。从生猪供应看，当前生猪存栏量仍有去化空间。从养殖业务来看，今年Q2以来随着豆粕玉米价格的上涨，养殖成本有所抬升，养殖户亏损有所加剧，部分企业通过扩大产能降本增效，短期内养殖业务仍然承压。从下游市场看，当前猪肉需求仍然疲软，预计未来生猪价格以及猪肉批价还将维持一段时间的磨底。参考历史猪周期的规律，每轮周期时长一般都持续4年左右，上行阶段通常持续1.5年左右，而下行和磨底阶段持续时间较长，在2.5年左右。自21H2猪周期下行到现今，2023年节前消费支撑下猪价仍较为低迷，在能繁母猪产能缓慢去化的背景下，春节后消费周期性淡季下，短期来看猪价仍承压。

图表 42：2023 年能繁母猪存栏



数据来源：农业农村部，华福证券研究所

图表 43：22 年以来猪肉批价 (元/公斤) 走势



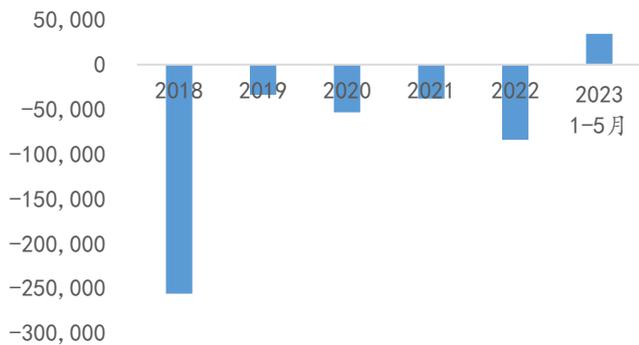
数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

## 5.2 地产业务：加速剥离，有利于公司盈利能力的稳定提升

**房地产剥离有序推进，轻装上阵聚焦主业。**受宏观经济和行业周期影响，公司旗下房地产子公司顺鑫佳宇连续亏损，严重拖累业绩。2022年公司房地产开发项目累计计提存货跌价准备8.17亿元，顺鑫佳宇净利润-8.4亿元，是公司上市后业绩首亏的主要原因。公司连续数年提出对房地产业务进行转型和剥离，于2023年6月26日以30.98亿元公开挂牌转让顺鑫佳宇100%股权。2023年12月8日公司发布公告，以22.59亿元将房地产业务剥离，交易对手方为北京顺正资产管理有限公司。公司

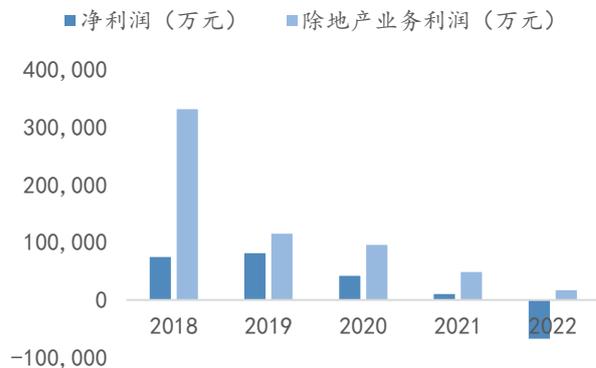
房地产业务剥离后经营重新聚焦白酒、猪肉主业，业绩稳定性有望显著改善。

图表 44：顺鑫佳宇净利润（万元）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 45：公司近五年净利润及除房地产业务净利润



数据来源：公司年报，华福证券研究所

## 6 盈利预测与估值分析

公司白酒业务基本盘稳固，白牛二经过多年加速放量，销量开始下降，但单价更高的金标快速放量驱动未来白酒业务实现高质量增长，预计 23-25 年公司白酒业务营收增速分别为-7%/6%/11%，产品结构升级带动毛利率分别增长至 47%/49%/54%。

屠宰业务方面，国内猪价持续低位运行，公司猪肉产业亏损较大，预计 23-25 年营收分别为 22.8/26.2/33.5 亿元，同比分别变化-11%/15%/28%，毛利率分别为-14%/-1%/5%。

其他业务方面，随着公司房地产业务剥离，预计 23-25 年其他业务营收分别为 10.0/3.1/2.9 亿元，毛利率分别为 5%/5%/5%

图表 46：业务拆分

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入，亿元	120.7	149.0	155.1	148.7	116.8	108.3	109.2	125.3
同比		23%	4%	-4%	-21%	-7%	1%	15%
分业务								
白酒业务	92.8	102.9	101.8	102.3	81.1	75.5	79.9	88.9
同比		10.9%	-1.0%	0.4%	-20.7%	-6.8%	5.8%	11.1%
收入占比	76.8%	69.1%	65.7%	68.8%	69.4%	69.8%	73.2%	70.9%
屠宰业务	23.7	33.7	42.1	33.1	25.6	22.8	26.2	33.5
同比		42.3%	24.9%	-21.3%	-22.8%	-11.0%	15.0%	28.0%
收入占比	19.6%	22.6%	27.1%	22.3%	21.9%	21.0%	24.0%	26.7%
其他业务	4.3	12.4	11.2	13.3	10.1	10.0	3.1	2.9
同比		189.7%	-10.0%	19.1%	-23.9%	-1.3%	-69.0%	-5.0%
收入占比	3.5%	8.3%	7.2%	8.9%	8.7%	9.2%	2.8%	2.4%

数据来源：ifind，华福证券研究所

**估值与目标价：**公司是大众酒典范，因此选取同样主流产品价格较低的金徽酒、伊力特和老白干作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 29/21/17 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 -3.10/5.25/9.52 亿元，同比分别增长

54%/270%/81%。考虑到公司地产业务剥离后，业务进一步聚焦，叠加公司对推动大单品金标放量目标坚定，给予公司 35 倍 PE，对应目标价 24.8 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 47：可比公司

公司	代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E				2025EPS 增速	PEG
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
老白干酒	600559	173	18.89	0.78	0.71	0.93	1.22	26	28	21	16	30%	0.7
伊力特	600197	94	20.02	0.36	0.68	0.93	1.22	56	30	22	16	31%	0.7
金徽酒	603919	106	20.97	0.55	0.74	0.98	1.25	38	28	21	17	28%	0.8
平均值				0.56	0.71	0.95	1.23	39.99	29	21	17	30%	0.7
顺鑫农业	000860	136	18.30	-0.91	-0.42	0.71	1.28	-20	-44	26	14	81%	0.3

数据来源：ifind，华福证券研究所（对应 2024 年 2 月 23 日收盘价，可比公司采用 ifind 一致预期）

## 7 风险提示

**金标铺货不及预期。**若金标铺货不及预期，则公司中档酒营收将下滑，带动白酒业务毛利率下降，影响公司整体营收与业绩。

**白牛二和金标动销不及预期。**若疫后消费复苏不及预期，大众酒需求不足，市场被其它酒企切割，公司市占率降低，销量下滑，会对公司业绩造成冲击。

**估值溢价风险。**业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险。由于公司相对可比公司的估值溢价是基于公司未来较高的业绩增速，倘若业绩不达预期或对公司估值产生负面影响。

图表 48：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,567	5,602	6,479	7,445	营业收入	11,678	10,830	10,922	12,530
应收票据及账款	168	252	254	292	营业成本	7,972	7,547	6,886	7,606
预付账款	66	102	93	103	税金及附加	1,363	1,021	1,030	1,182
存货	5,760	4,750	4,133	4,600	销售费用	1,024	1,105	1,125	1,303
合同资产	0	0	0	0	管理费用	859	780	786	903
其他流动资产	625	431	435	499	研发费用	33	29	29	34
流动资产合计	15,184	11,138	11,394	12,938	财务费用	160	187	97	88
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-2	-2	-2	-2
固定资产	3,094	2,820	2,571	2,343	资产减值损失	-640	-380	-182	-67
在建工程	108	133	156	176	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	682	618	558	504	投资收益	2	292	6	6
商誉	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,187	1,195	1,203	1,211	营业利润	-374	71	790	1,351
非流动资产合计	5,071	4,766	4,487	4,234	营业外收入	1	1	1	0
资产合计	20,256	15,904	15,882	17,172	营业外支出	4	3	3	3
短期借款	2,495	0	0	0	利润总额	-377	69	788	1,348
应付票据及账款	1,637	870	801	892	所得税	312	385	252	377
预收款项	50	39	39	45	净利润	-689	-316	536	971
合同负债	3,865	3,003	2,730	3,133	少数股东损益	-16	-6	11	19
其他应付款	107	107	107	107	归属母公司净利润	-673	-310	525	952
其他流动负债	2,191	2,290	2,254	2,309	EPS (按最新股本摊薄)	-0.91	-0.42	0.71	1.28
流动负债合计	10,345	6,309	5,931	6,486					
长期借款	2,310	2,310	2,310	2,310	<b>主要财务比率</b>				
应付债券	500	500	500	500		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	16	16	16	16	成长能力				
非流动负债合计	2,826	2,826	2,826	2,826	营业收入增长率	-21.5%	-7.3%	0.8%	14.7%
负债合计	13,170	9,135	8,757	9,311	EBIT 增长率	-129.7%	217.7%	246.6%	62.3%
归属母公司所有者权益	7,078	6,768	7,113	7,830	归母公司净利润增长率	-758.1%	54.1%	269.7%	81.2%
少数股东权益	7	1	12	31	获利能力				
所有者权益合计	7,085	6,769	7,125	7,861	毛利率	31.7%	30.3%	37.0%	39.3%
负债和股东权益	20,256	15,904	15,882	17,172	净利率	-5.9%	-2.9%	4.9%	7.7%
					ROE	-9.5%	-4.6%	7.4%	12.1%
					ROIC	-1.7%	2.6%	8.7%	13.1%
					偿债能力				
					资产负债率	65.0%	57.4%	55.1%	54.2%
					流动比率	1.5	1.8	1.9	2.0
					速动比率	0.9	1.0	1.2	1.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	1	1	1	1
					存货周转天数	254	251	232	207
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.91	-0.42	0.71	1.28
					每股经营现金流	1.95	-0.71	1.61	1.79
					每股净资产	9.54	9.12	9.59	10.56
					估值比率				
					P/E	-20	-44	26	14
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	591	53	28	22

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn