

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 10 月 20 日

市场数据

目前股价	57.7
总市值（亿元）	428.00
流通市值（亿元）	428.00
总股本（万股）	74,177
流通股本（万股）	74,177
12 个月最高/最低	79.00/43.88

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

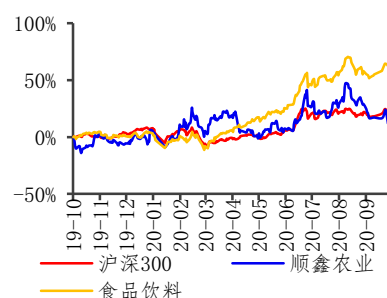
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgs.com

分析师：何长天 S1070520040001

☎ 021-31829697

✉ hechangtian@cgs.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<低档酒扩容、集中度提升带来龙头红利>>

2020-08-17

<<H1 白酒营收略低于预期，静待副业剥离

加速>> 2016-08-20

<<民酒第一品牌形象深入人心，未来催化剂较多>> 2016-04-26

华东市场持续发力，看好高端产品恢复带来的毛利率回升

——顺鑫农业（000860）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营收（百万）	12074	14900	16614	19106	21398
(+/-%)	2.9%	23.4%	11.5%	15.0%	12.0%
净利润（百万）	744	809	959	1299	1530
(+/-%)	69.8%	8.7%	18.5%	35.5%	17.7%
摊薄 EPS	1.00	1.09	1.29	1.75	2.06
PE	57	53	44	33	28

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **光瓶酒龙头持续复苏，华东增长惊艳：**9 月份烟酒类社零类收入同比增长 17.6%，消费场景进一步复苏；公司上半年北京大本营由于疫情影响去存消化周期较长，三季度恢复至大致持平动销较为良好；华东市场增速依旧惊艳；淡季将是公司去库存的窗口，5 月份牛二全国提价后回款良好动销积极；看好年末高档产品的产品库存持续去化和价格维护带来的毛利率回升；中长期看光瓶酒的份额集中和产品线升级逻辑持续发力。
- **低档白酒行业分析：**1) 低档白酒市场空间大，行业集中度低。我国 100 元以下低档酒市场总规模超 2000 亿元，体量为高档白酒市场的两倍左右，其中光瓶酒市场规模已超千亿。由于低档酒准入门槛相比中高档白酒市场较低，因此低档白酒市场品牌众多。CR3 占 12%左右，行业集中度较低。2) 光瓶酒大单品未来市场广阔，推出系列产品抢占市场高位。100 元以下光瓶酒的市场规模已超千亿，且市场规模还在继续扩大，未来 3-5 年光瓶酒规模有望扩容至 1200 亿。目前光瓶酒的整体市场集中在低端 15 元-20 元左右，预计五年内光瓶酒主流价格带将会逐步提升至 30~50 元。3) 消费升级，城乡一体化使得光瓶酒消费人群持续扩容。目前随着城镇化率不断提高，人均 GDP 不断提高，消费逐渐升级，光瓶酒的消费群体已由原来的低收入消费人群逐渐扩充到多元化泛阶层的消费人群，从价格带角度来看，之前光瓶酒的价格区间停留在 10 元左右，现在主流价格带已经提升到 15-30 元之间，高端光瓶酒也达到了 50 元以上。未来光瓶酒的价格带将逐步提升，市场也将持续扩容。
- **牛栏山全国化持续推进：**1) 一个核心品牌，两条产品线。公司的产品目前有 700 多个，即一个核心品牌牛栏山、两条产品线，分别为清香二锅头和浓香陈酿，并针对不同区域消费特点推动不同产品。2) 牛栏山成为光瓶酒龙头品牌原因分析。外因：低档酒开始展现行业份额向优质企业集中的趋势。(1) 低档酒主流消费者的品牌意识和健康开始逐渐增强。(2) 成

本增加低档酒小企业逐渐退出，优质品牌企业扩大规模。内因：牛栏山凭借产品力品牌力，未来发展空间广阔。（1）酿酒技艺精湛，长期科研投入保证品牌力。（2）注重历史文化，长期持续品牌宣传投入。3）牛栏山区域扩张步伐加快，渠道模式改良稳定全国拓张。公司区域扩张经历三个战略发展期，从“一城两洲三区”细化到“1+4+5”战略再演变为“2+6+2”战略。公司在北京市场打稳根基之后开始向环北京区域渗透，随后逐步向南方市场开拓，进而开启泛全国化的步伐辐射全国。

- **公司主营业务聚焦酒肉，非主营业务逐渐剥离：**公司前期涉足多元化、产业繁多。2013 年公司确认聚焦酒肉主业，2014 年提出“主业突出、清晰业务、同业整合、价值实现”，从此开始陆续剥离其它业务。目前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。公司主业逐步突出，现已形成了以白酒、猪肉为主的两大产业。公司白酒业务属于核心业务，占比高增速快，成长空间广阔，全球化进程深入推进。
- **公司未来发展方向：**1）顺应消费升级，推动结构升级。内部优化低档酒系列，针对原产品进行多次提价操作，扩大低档酒价格覆盖范围；不断提高公司中高档白酒产品的份额，以保持收入继续快速增长。2）“深分销、调结构、树样板”。一是全国化进程深入推进，外埠市场销售收入占比提高；二是“1+4+N”样板市场培育成果显现；三是调结构初显成效，产品结构进一步优化；四是建设新的基地，对不同的市场采取不同的策略，实现深度分销。3）控制成本费用，扩大利润空间。轻资产模式：公司采用轻资产运营的模式，四川成都酒厂采取租赁设备的方式生产，包装上，产品为裸瓶的光瓶酒，生产工艺上：公司产品采用固液法生产工艺，减低生产成本。规模效应方面：公司产销量位居行业前列。在规模领先的情况下，公司在原材料采购管理等方面优势明显。
- **盈利预测与估值：**由于低档酒的市场广阔、集中度提高进度较快且空间足，我们预测公司 2020/2021/2022 年收入为 166.1/191.1/214.0 亿，同比增长 11.5%/15%/12%；净利润为 9.6/13.0/15.3 亿，同比增长 18.5%/35.5%/17.7%，EPS 为 1.29/1.75/2.06，当前股价对应 44/33/28 倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**疫情超出预期风险、收入扩张不及预期风险、费用投放超预期、食品安全风险。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12074.	14900.	16613.	19105.	21398.
营业成本	7249.6	9506.7	10616.	12055.	13373.
销售费用	1223.8	1430.1	1611.5	1795.9	2011.4
管理费用	680.80	838.46	935.50	1075.5	1204.7
研发费用	14.31	18.22	20.11	23.20	25.96
财务费用	143.64	124.96	221.48	270.66	320.96
其他收益	0.06	0.00	0.10	0.13	0.07
投资净收益	1.15	11.15	6.15	8.65	7.40
营业利润	1062.8	1185.9	1356.0	1869.7	2195.6
营业外收支	-3.43	-1.18	-2.19	-1.84	-2.16
利润总额	1059.4	1184.7	1353.8	1867.8	2193.5
所得税	331.33	366.34	388.47	567.13	664.92
少数股东损益	-16.17	9.16	6.42	1.53	-1.22
净利润	744.26	809.23	958.95	1299.2	1529.8
资产负债表（百万）					
流动资产	15320.	17556.	23015.	21976.	29093.
货币资金	6172.3	8078.5	9450.3	10867.	12172.
应收票据及应收账款合计	297.84	584.46	382.36	736.95	511.82
其他应收款	25.66	31.59	35.05	39.93	44.97
存货	8213.0	8159.8	12396.	9581.3	15534.
非流动资产	4530.1	4464.7	4762.4	5248.1	5628.0
固定资产	3148.8	3029.8	3364.7	3866.7	4261.7
资产总计	19850.	22021.	27777.	27224.	34721.
流动负债	8755.8	12037.	17170.	15604.	21974.
短期借款	2000.0	3200.0	8709.7	6221.9	11646.
应付款项	258.37	268.61	404.76	308.48	510.30
非流动负债	3366.2	2523.4	2292.1	2106.6	1813.8
长期借款	2211.4	1855.8	1624.4	1438.9	1146.1
负债合计	12122.	14561.	19463.	17711.	23788.
股东权益	7728.7	7460.2	8314.3	9513.1	10932.
股本	570.59	741.77	741.77	741.77	741.77
留存收益	3340.0	4093.6	4917.5	6025.0	7344.4
少数股东权益	19.64	27.53	33.95	35.48	34.26
负债和权益总计	19850.	22021.	27777.	27224.	34721.
现金流量表（百万）					
经营活动现金流	3175.4	1304.6	-1695.	5114.6	-2813.
其中营运资本减少	1878.8	-21.57	-3095.	3322.6	-4909.
投资活动现金流	-234.5	-105.6	-510.5	-706.2	-626.2
其中资本支出	246.80	128.96	297.64	485.70	379.96
融资活动现金流	-1864.	707.15	-1931.	-503.0	-680.6
净现金总变化	1076.6	1906.1	-4137.	3905.3	-4120.

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长	2.9%	23.4%	11.5%	15.0%	12.0%
营业成本增长	-6.5%	31.1%	11.7%	13.6%	10.9%
营业利润增长	66.7%	11.6%	14.3%	37.9%	17.4%
利润总额增长	66.3%	11.8%	14.3%	38.0%	17.4%
净利润增长	69.8%	8.7%	18.5%	35.5%	17.7%
盈利能力					
毛利率	40.0%	36.2%	36.1%	36.9%	37.5%
销售净利率	6.0%	5.5%	5.8%	6.8%	7.1%
ROE	9.4%	11.0%	11.6%	13.7%	14.0%
ROIC	11.6%	13.0%	10.7%	19.8%	13.5%
营运效率					
销售费用/营业收入	10.1%	9.6%	9.7%	9.4%	9.4%
管理费用/营业收入	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用/营业收入	1.2%	0.8%	1.3%	1.4%	1.5%
投资收益/营业利润	0.1%	0.9%	0.5%	0.5%	0.3%
所得税/利润总额	31.3%	30.9%	28.7%	30.4%	30.3%
应收账款周转率	34.29	33.78	34.37	34.14	34.27
存货周转率	0.90	1.16	1.03	1.10	1.06
流动资产周转率	0.83	0.91	0.82	0.85	0.84
总资产周转率	0.63	0.71	0.67	0.69	0.69
偿债能力					
资产负债率	61.1%	66.1%	70.1%	65.1%	68.5%
流动比率	1.75	1.46	1.34	1.41	1.32
速动比率	0.74	0.72	0.57	0.75	0.58
每股指标（元）					
EPS	1.00	1.09	1.29	1.75	2.06
每股净资产	9.04	10.02	11.16	12.78	14.69
每股经营现金流	4.07	1.50	-2.29	6.90	-3.79
每股经营现金/EPS	4.05	1.37	-1.77	3.94	-1.84
估值					
PE	57.21	52.61	44.40	32.77	27.83
PEG	2.40	2.15	1.49	1.54	1.20
PB	6.35	5.73	5.14	4.49	3.91
EV/EBITDA	29.82	27.86	25.80	17.67	16.53
EV/SALES	3.46	2.82	2.68	2.12	2.08
EV/IC	3.20	2.81	2.26	2.22	1.79
ROIC/WACC	1.66	1.85	1.52	2.60	1.90
REP	1.93	1.52	1.49	0.85	0.94

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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，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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>