

食品饮料

2019年01月09日

顺鑫农业 (000860)

——终端调查系列一：牛栏山相比于竞品具有更强的定价权 低库存高周转

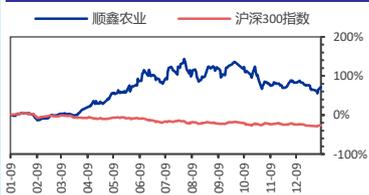
报告原因：有新的信息需要补充
买入 (维持)
市场数据： 2019年01月08日

收盘价(元)	33.2
一年内最高/最低(元)	47.9/16.6
市净率	2.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	18944
上证指数/深证成指	2526.46/7391.65

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年09月30日

每股净资产(元)	13.16
资产负债率%	57.71
总股本/流通A股(百万)	571/571
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《顺鑫农业(000860)点评：18Q3点评：牛栏山增速略有放缓 全国化扩张仍将稳步推进》2018/10/29

《顺鑫农业(000860)点评：18年中报点评：牛栏山量利齐升继续加速 上调盈利预测 继续推荐》2018/08/27

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

周缘 A0230117120004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

周缘
(8621)23297818×转
zhouyuan@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**2018年12月，我们走访了北京市四个主城区（海淀区、朝阳区、东城区、西城区）和上海市四个主城区（浦东新区、虹口区、静安区、徐汇区）共13家大型商超调查光瓶酒终端零售情况。本期汇总18年12月16日调查的数据与调查中得到的结论，供各位投资者参考。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预测2018-2020年EPS为1.41元、2.18元、3.01元，同比增长83%、55%、38%，当前股价对应2019-2020年PE分别为15x、11x，维持买入评级。我们看好公司的核心逻辑不变：1、聚焦酒肉主业，解决多元化问题。当前聚焦酒肉，地产业务预计随着存量项目的逐步销售，对主业的拖累将减少。2、白酒业务百亿可期。牛栏山拥有强大的品牌力、产品力、渠道力，管理团队务实，2017年下半年开始迎来增长提速，未来增长空间核心看全国化扩张，从市占率提升、价格提升、净利率提升三个角度看，白酒业务增长空间仍大。
- **价格情况：**陈酿家族覆盖100元以下光瓶酒各个价位段，相比于竞品定价权更强。牛栏山在100元以下以陈酿家族系列产品为主，陈酿家族包括普通陈酿、精制陈酿、珍品陈酿。根据调查反馈，42度陈酿价格在12-17.8元，52度陈酿价格在13.9-19.8元，43度精制陈酿价格在24.5-25.5元，52度珍品陈酿价格在33.7-39.8元，52度百年珍品陈酿价格在58-75元。陈酿家族产品覆盖了100元以下光瓶酒各个价位段，通过不断升级裂变，产品线不断延长，使得产品的生命周期也得以延长。从促销情况看，陈酿系列产品基本无促销活动，依靠自然动销。在同一价格带上，牛栏山陈酿与竞品红星相比，价格均略高3-5元，表明其更优的品质与更强的定价权。
- **库存情况：**陈酿库存1-2个月，周转快，货龄明显比竞品更短。从货龄情况来看，42度陈酿生产日期最新鲜，基本是2018年9-11月生产的货，52度陈酿除极个别超市出现2018年2月的货以外，基本是2018年11月生产的货。精制陈酿多数是2018年4月-7月的货，货龄略长一些。珍品陈酿生产日期基本在2018年6月-2018年11月。百年珍品陈酿生产日期分布较广，多数是2018年生产的产品。陈酿动销最快，维持低库存状态，精制陈酿与珍品陈酿已经进入正常动销阶段，而非铺货阶段。对比同价位段牛栏山与竞品红星蓝瓶的货龄情况，牛栏山陈酿货龄明显比红星蓝瓶短（大概3个月左右），牛栏山39度珍品陈酿货龄略高于43度红星蓝瓶，牛栏山52度珍品陈酿货龄整体明显低于53度红星蓝瓶。与竞品相比，牛栏山货龄整体明显更短，说明其库存低，周转更快。

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,734	9,203	12,505	15,137	17,883
同比增长率(%)	4.79	4.01	6.60	21.00	18.10
净利润(百万元)	438	536	804	1,242	1,718
同比增长率(%)	6.25	97.04	83.00	54.50	38.30
每股收益(元/股)	0.77	0.94	1.41	2.18	3.01
毛利率(%)	33.9	38.2	44.1	45.1	45.5
ROE(%)	6.2	7.1	10.2	13.6	15.8
市盈率	43		24	15	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- **陈列情况：牛栏山陈列与堆头情况明显优于竞品。**根据调查情况，各大商超牛栏山与红星均陈列在显眼的位置，陈列数量也明显更多。沃尔玛、家乐福等商超除了在货架上陈列外，还在超市入口等人流量较大的位置进行了堆头陈列，牛栏山的堆头数量又明显多于红星。根据调查情况，各大商超牛栏山与红星均陈列在显眼的位置，陈列数量也明显更多。沃尔玛、家乐福等商超除了在货架上陈列外，还在超市入口等人流量较大的位置进行了堆头陈列，牛栏山的堆头数量又明显多于红星。

表 1：牛栏山陈酿系列终端零售情况（价格：元）

产品规格品牌	陈酿白酒 42 度		陈酿白酒 52 度		精制陈酿 43 度		珍品陈酿 52 度		珍品陈酿 39 度		百年珍品陈酿 52 度		
	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	
生产日期	价格	生产日期	价格	生产日期	价格	生产日期	价格	生产日期	价格	生产日期	价格	生产日期	价格
西城区	商超 1A	2018.09 15	2018.11 14		2018.06 25	2018.06-2018.11	36	2018.08 33		2018.09 75			
	商超 2A	2018.09 15	2018.11 16			2016.11-2018.11	40	2018.07-2018.08	33	2018.09 58			
东城区	商超 3A	2018.09 10.9									2016.11 75		
	商超 4A	2018.09 15			2018.07 25			2018.07 33					
朝阳区	商超 5A	2018.09 15	2018.02-2018.11	16							2016.11 75		
	商超 6A	2018.09 15	2018.11 16								2018.11 75		
海淀区	商超 7A	2018.11 15	2018.11 15		2018.04 26	2018.10-2018.11	38	2018.08 36		2017.09-2018.02	68		
	商超 8A	2018.09 15	2018.11 16		2017.10-2018.04	25	2018.10 34	2018.08-2018.09	30	2017.09 68			
浦东新区	商超 9A	2018.10 12											

商超
2018.10 18 2018.11 20
10A

商超
虹口区
11A

商超
静安区
2018.11 16 2018.09 18
12A

商超 2018.10-
徐汇区
12
13A 2018.11

资料来源：草根调查、申万宏源研究

表 2：牛栏山 VS 红星：终端零售情况（价格：元）

产品 规格 品牌	蓝瓶陈酿 43 度		蓝瓶陈酿 53 度		绿瓶 56 度		绿瓶 43 度		江小白 40 度		江小白 40 度	
	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	300ml	100ml	江小白	江小白	江小白	江小白
	生产日期	价格	生产日期	价格	生产日期	价格	生产日期	价格	生产日期	价格	生产日期	价格
商超 1A 西城区	2018.08-		2018.05-		2018.08	12	2018.05	14	2018.11	48		
	26		30									
	2018.10		2018.08									
商超 2A	2018.09-		2018.05-		2018.08	13	2018.08	14			2018.04	19
	29		33									
商超 3A 东城区	2018.09	29.5			2018.08	12.8					2018.06	19
商超 4A					2018.08	13						

1. 价格情况：陈酿家族覆盖 100 元以下光瓶酒各个价位段 相比于竞品定价权更强

表 3：牛栏山陈酿系列主要产品终端零售价格（元）与促销情况

							
	陈酿白酒 42 度 500ml	陈酿白酒 52 度 500ml	精制陈酿 43 度 500ml	珍品陈酿 52 度 500ml	珍品陈酿 39 度 500ml	百年珍品陈酿 52 度 500ml	百年珍品陈酿 42 度 500ml
美廉美三里河店	14.8	13.9	24.5	35.8	32.8	75	
家乐福方圆店	14.8	15.9		39.8	32.8	58	
家乐福广渠门店	10.9【原价 14.8】					75	58
家乐福双井店	14.8		24.7		32.8		
沃尔玛朝阳门店	14.8	15.9				75	
沃尔玛建国门店	14.8	15.9				75	
永辉槐房万达	14.8	14.9	25.5	37.8	35.8	68	
欧尚西红门店	14.8	15.9	24.7	33.7	29.5	68	
浦东新区沃尔玛	12						
浦东新区便民超市	17.8	19.8					
虹口区联华超市							
静安区大润发	15.9	17.9					
徐汇区沃尔玛	12						

资料来源：草根调查、申万宏源研究

牛栏山在 100 元以下以陈酿家族系列产品为主，陈酿家族包括普通陈酿、精制陈酿、珍品陈酿。根据调查反馈，42 度陈酿价格在 12-17.8 元，52 度陈酿价格在 13.9-19.8 元，43 度精制陈酿价格在 24.5-25.5 元，52 度珍品陈酿价格在 33.7-39.8 元，52 度百年珍品陈酿价格在 58-75 元。陈酿家族产品覆盖了 100 元以下光瓶酒各个价位段，通过不断升级裂变，产品线不断延长，使得产品的生命周期也得以延长。从促销情况看，陈酿系列产品基本无促销活动，依靠自然动销。

表 4：价格（元）与促销情况：牛栏山陈酿 VS 红星绿瓶

产品	度数	规格	价格（元/瓶）	促销
牛栏山陈酿	42	500ml	10.9-17.8	个别商超特价 10.9
红星绿瓶	43	500ml	12.8-13.8	
牛栏山陈酿	52	500ml	13.8-19.8	
红星绿瓶	56	500ml	12.0-15.8	

资料来源：草根调查、申万宏源研究

表 5：价格（元）与促销情况：牛栏山陈酿 VS 红星蓝瓶

产品	度数	规格	价格（元/瓶）	促销
牛栏山珍品陈酿	39	500ml	29.5-35.8	
红星蓝瓶陈酿	43	500ml	25.9-31.5	
牛栏山珍品陈酿	52	500ml	33.7-39.8	
红星蓝瓶陈酿	53	500ml	27.9-36	

资料来源：草根调查、申万宏源研究

在同一价格带上，牛栏山陈酿与竞品红星相比，价格均略高 3-5 元，表明其更优的品质与更强的定价权。

2. 库存情况：陈酿库存 1-2 个月 周转快 货龄明显比竞品更短

表 6：牛栏山陈酿主要产品生产日期情况

产品	规格	生产日期分布
陈酿白酒 42 度	500ml	2018.09；2018.10；2018.11

陈酿白酒 52 度	500ml	2018.02 ; 2018.09 ; 2018.11
精制陈酿 43 度	500ml	2017.10 ; 2018.04 ; 2018.06 ; 2018.07
珍品陈酿 52 度	500ml	2018.06 ; 2018.10 ; 2018.11
珍品陈酿 39 度	500ml	2018.07 ; 2018.08 ; 2018.09
百年珍品陈酿 52 度	500ml	2016.11 ; 2017.09 ; 2018.02 ; 2018.09 ; 2018.11
百年珍品陈酿 42 度	500ml	2018.02

资料来源：草根调查、申万宏源研究

从货龄情况来看，42 度陈酿生产日期最新鲜，基本是 2018 年 9-11 月生产的货，52 度陈酿除极个别超市出现 2018 年 2 月的货以外，基本是 2018 年 11 月生产的货。精制陈酿多数是 2018 年 4 月-7 月的货，货龄略长一些。珍品陈酿生产日期基本在 2018 年 6 月-2018 年 11 月。百年珍品陈酿生产日期分布较广，多数是 2018 年生产的产品。陈酿动销最快，维持低库存状态，精制陈酿与珍品陈酿已经进入正常动销阶段，而非铺货阶段。

表 7：货龄对比：牛栏山陈酿 VS 红星绿瓶

产品	规格	生产日期分布
牛栏山陈酿 42 度	500ml	2018 年 9 月、10 月和 11 月为主
红星绿瓶 43 度	500ml	2018 年 5 月、7 月和 8 月为主
牛栏山陈酿 52 度	500ml	2018 年 11 月为主，部分商超仍有 2018 年 2 月和 9 月的产品
红星绿瓶 56 度	500ml	2018 年 3 月、5 月、8 月和 9 月为主

资料来源：草根调查、申万宏源研究

表 8：货龄对比：牛栏山珍品陈酿 VS 红星蓝瓶

产品	规格	生产日期分布
牛栏山珍品陈酿 39 度	500ml	2018 年 7 月、8 月、9 月为主
红星蓝瓶陈酿 43 度	500ml	2018 年 8 月、9 月和 10 月为主
牛栏山珍品陈酿 52 度	500ml	2018 年 10 月、11 月为主，个别有 2016 年 11 月
红星蓝瓶陈酿 53 度	500ml	2018 年 5 月、8 月和 9 月

资料来源：草根调查、申万宏源研究

对比同价位段牛栏山与竞品红星蓝瓶的货龄情况，牛栏山陈酿货龄明显比红星蓝瓶短（大概 3 个月左右），牛栏山 39 度珍品陈酿货龄略高于 43 度红星蓝瓶，牛栏山 52 度珍品陈酿货龄整体明显低于 53 度红星蓝瓶。与竞品相比，牛栏山货龄整体明显更短，说明其库存低，周转更快。

3. 陈列情况：牛栏山陈列与堆头情况明显优于竞品

根据调查情况，各大商超牛栏山与红星均陈列在显眼的位置，陈列数量也明显更多。沃尔玛、家乐福等商超除了在货架上陈列外，还在超市入口等人流量较大的位置进行了堆头陈列，牛栏山的堆头数量又明显多于红星。

图 1：商超货架陈列图



资料来源：草根调查、申万宏源研究

图 2：商超货架陈列图



资料来源：草根调查、申万宏源研究

图 3：牛栏山堆头



资料来源：草根调查、申万宏源研究

图 4：红星堆头



资料来源：草根调查、申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,637	11,197	11,734	12,505	15,137	17,883
营业收入同比增长率 (yoy)	1.65%	16.18%	4.79%	6.60%	21.00%	18.10%
减: 营业成本	6,044	7,330	7,753	6,992	8,315	9,750
毛利率 (%)	37.28%	34.54%	33.92%	44.10%	45.10%	45.50%
减: 营业税金及附加	1,079	1,279	1,293	1,751	1,968	2,325
主营业务利润	2,514	2,588	2,688	3,762	4,854	5,808
主营业务利润率 (%)	26.08%	23.12%	22.90%	30.08%	32.07%	32.48%
减: 销售费用	1,139	1,223	1,150	1,463	1,771	2,057
减: 管理费用	645	756	800	888	1,044	1,162
减: 财务费用	171	256	158	218	218	163
经营性利润	558	353	580	1,193	1,821	2,426
经营性利润同比增长率 (yoy)	3.25%	-36.80%	64.32%	105.76%	52.64%	33.22%
经营性利润率 (%)	5.79%	3.15%	4.94%	9.54%	12.03%	13.57%
减: 资产减值损失	5	-9	36	-1	0	0
加: 投资收益及其他	4	186	95	0	0	60
营业利润	557	548	638	1,195	1,821	2,487
加: 营业外净收入	3	-4	-1	-2	-2	-4
利润总额	560	545	637	1,193	1,819	2,483
减: 所得税	177	120	195	376	564	751
净利润	383	425	442	817	1,255	1,732
少数股东损益	7	12	4	13	13	14
归属于母公司所有者的净利润	376	413	438	804	1,242	1,718
净利润同比增长率 (yoy)	4.68%	9.65%	6.25%	83.00%	54.50%	38.30%
全面摊薄总股本	571	571	571	571	571	571
每股收益 (元)	0.66	0.72	0.77	1.41	2.18	3.01
归属母公司所有者净利润率 (%)	3.90%	3.68%	3.74%	-	-	-
ROE	6.97%	6.12%	6.18%	10.20%	13.60%	15.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。