

国企改革有望加速，新品推动结构升级

核心观点

- **国企改革有望赋能，地产业务继续去化。**新一轮国企改革正在推行；顺鑫农业实控人为北京顺义国资委；公司在北京国企中营收规模大、净利率低，有望受益改革红利。多年来，地产业务持续拖累公司业绩，公司剥离地产目标不变，当前剩余地产库存主要集中在北京。我们认为国企改革有望加速顺鑫农业剥离房地产业务，公司净利率有望得到明显改善。
- **光瓶酒格局有望优化，合同负债累积支撑业绩。**一方面，光瓶酒赛道继续扩容。近年来，名酒纷纷下探布局光瓶酒，推动赛道继续扩容，也导致竞争有所加剧。伴随疫情高峰期渡过，消费复苏大背景下，我们认为名酒将提升对次高端/高端核心产品的重视度，光瓶酒竞争有望趋缓；23年以来名酒企纷纷对次高端/高端核心品停货/提价成为先兆。公司推出的金标陈酿定价38元/瓶，将有助于提升公司对于部分竞品“固态纯粮+高性价比”的优势。而若公司改革顺利推进，地产业务带来的拖累降低，将有助于资金费用在白酒业务上的集中，助力公司核心新品的成长。另一方面，顺鑫农业基本面趋好。22Q4，公司合同负债、预收账款合计同比增长13亿，预示充足订单量，支撑后续年份业绩。此外，22年金标陈酿销量达到1.1万吨（yoy+1480%），拉动产品结构明显升级。公司对金标陈酿加强重点市场的费用倾斜，预计在后疫情时代，金标陈酿有望加速铺货、动销。
- **务工人群疫后返城，助推白牛二库存消化。**研究显示，重体力从业人员重度饮酒者比例显著更高。劳动力密集型产业的体力劳动者也是白牛二的重要消费群体。伴随疫后机械基建开工率提升、企业效益提升、部分城市农民工福利提升，将有效促进务工人群返城；2023年春节后，北京迁入的迁徙规模指数明显高于前两年，预计务工人群返工积极性较高。22年，顺鑫农业成品酒库存量为13.8万吨（yoy+199.1%），主要因白牛二库存量增加。务工人群返工有望加速白牛二库存消化；金标陈酿也有望受益于返工人群疫后收入提升的消费升级需求。

盈利预测与投资建议

- 对于23、24年上调收入、毛利率，上调费用率。预测公司23-25年每股收益分别为0.82、1.20、1.50元（原预测23-24年为0.48、0.84元）。我们延续FCFF估值方法，计算公司权益价值为303亿元，对应目标价40.80元，维持买入评级。

风险提示：白酒增速不及预期、新品导入不及预期、疫情反复、资产减值维持高位、公司国企改革不及预期风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,869	11,678	13,768	15,563	17,375
同比增长(%)	-4.1%	-21.5%	17.9%	13.0%	11.6%
营业利润(百万元)	563	(374)	1,040	1,516	1,899
同比增长(%)	-21.3%	-166.4%	378.1%	45.8%	25.2%
归属母公司净利润(百万元)	102	(673)	608	887	1,111
同比增长(%)	-75.6%	-758.1%	190.2%	46.0%	25.3%
每股收益(元)	0.14	(0.91)	0.82	1.20	1.50
毛利率(%)	27.9%	31.7%	35.0%	36.9%	38.3%
净利率(%)	0.7%	-5.8%	4.4%	5.7%	6.4%
净资产收益率(%)	1.3%	-9.1%	8.2%	10.9%	12.1%
市盈率	272.2	(41.4)	45.8	31.4	25.1
市净率	3.6	3.9	3.6	3.2	2.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月07日）	37.77元
目标价格	40.80元
52周最高价/最低价	39.09/18.84元
总股本/流通A股（万股）	74,177/74,177
A股市值（百万元）	28,017
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023年04月09日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.39	11.84	25.44	60.17
相对表现	4.6	10	21.86	62.21
沪深300	1.79	1.84	3.58	-2.04



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

多板块业绩承压，白酒业务反弹可期	2023-02-01
金标陈酿竞争格局优化，关注疫后开工支撑白牛二业绩	2022-11-20
疫情影响业绩承压，地产业务有望剥离	2022-04-28

目录

一、国企改革有望赋能，地产业务继续去化	5
二、光瓶酒格局有望优化，合同负债累积支撑业绩	7
2.1 名酒重心预计将上移，光瓶酒竞争有望趋缓	7
2.2 合同负债累积看好业绩增速，产品结构持续优化升级	9
三、务工人员疫后返城，助推白牛二库存消化	12
四、投资建议	14
五、风险提示	16

图表目录

图 1: 顺鑫农业股权结构	5
图 2: 顺鑫农业营收、净利率和北京上市公司均值对比	5
图 3: 顺鑫农业在北京上市公司中排名所处分位	5
图 4: 公司持续去化地产业务、聚焦主业	6
图 5: 顺鑫农业资产负债率在行业中居于高位	6
图 6: 顺鑫农业财务费用率在行业中居于高位	6
图 7: 顺鑫农业综合净利率和除地产业务净利率对比	6
图 8: 光瓶酒市场规模及增速	7
图 9: 2020 年光瓶酒竞争格局	7
图 10: 五粮液、山西汾酒、舍得酒业主要产品矩阵	8
图 11: 顺鑫农业、红星股份销售费用对比（亿元）	9
图 12: 顺鑫农业、红星股份销售费用率对比	9
图 13: 顺鑫农业报表收入和合同负债+预收账款同比增加额	9
图 14: 顺鑫农业分季度累计合同负债+预收账款金额	9
图 15: 顺鑫农业推出多款升级产品	10
图 16: 2012-2022 年顺鑫农业销量增速	10
图 17: 2012-2022 年顺鑫农业吨价增速	10
图 18: 顺鑫农业分档次白酒收入占比	11
图 19: 顺鑫农业中高档酒占比同比增幅	11
图 20: 金标陈酿销量目标	11
图 21: 顺鑫农业销售费用支出	11
图 22: 美国各行业重度饮酒者比例	12
图 23: 疫情高峰期过后务工人员饮酒量有望回升	12
图 24: 正月全国迁徙规模指数	12
图 25: 正月北京迁徙规模指数: 迁入	12
图 26: 我国石油沥青装置开工率回升	13
图 27: 我国基础设施建设投资额月度累计同比增速	13
图 28: 顺鑫农业成品酒库存量	13
图 29: 2022 年顺鑫农业分产品库存占比	13
表 1: 2023 年以来白酒企业纷纷采取停货/提价政策	8
表 2: 2022 年以来推出的固态纯粮光瓶酒新品	9
表 3: 公司 WACC 计算主要参数设定	14
表 4: 股权价值计算结果	14

表 5: FCFF 目标价敏感性分析表.....	15
表 6: 盈利预测调整表.....	15
表 7: 业务预测调整表.....	16

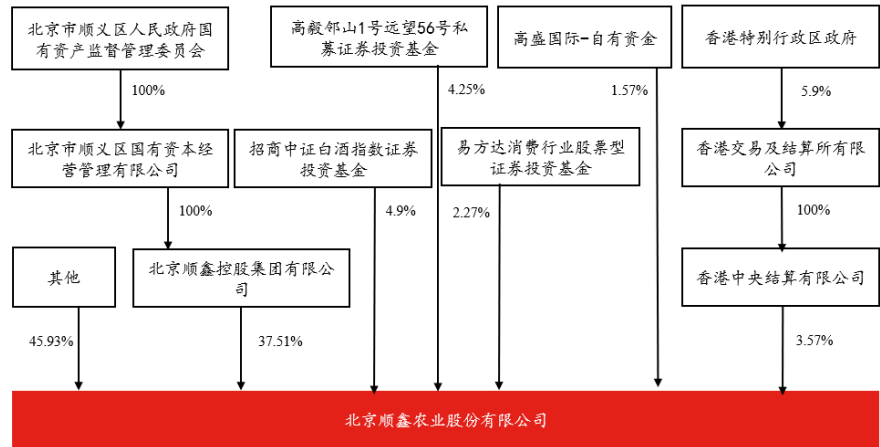
一、国企改革有望赋能，地产业务继续去化

● 公司有望成为国企重点改革对象

近期，国资国企将实施新一轮国企改革，致力于推动国有资本和国有企业做强、做优、做大。

顺鑫农业为地处北京市的一家国有企业，北京市顺义区人民政府国资委为公司实际控制人，持有公司股份 37.51%。22H2，知名基金经理冯柳运作的高毅邻山 1 号远望 1 号私募基金新进成为十大股东之一，展现部分资本市场对于公司发展持有较乐观的态度。

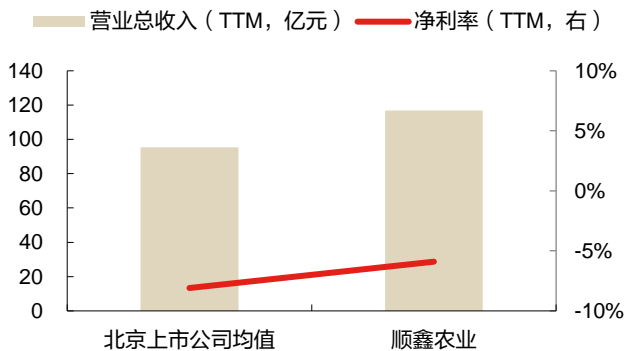
图 1：顺鑫农业股权结构



数据来源：Wind、东方证券研究所（截至 2022/12/31）

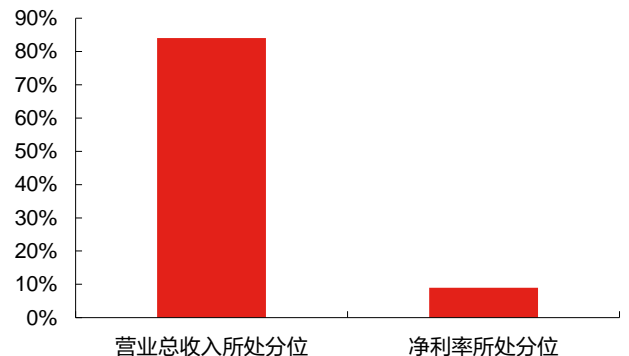
营收规模大、净利率低，顺鑫农业有望受益改革红利。2022 年，公司实现营业总收入 117 亿、净利润-7 亿、净利率-5.9%；对比来看，公司营业总收入在北京上市公司中排名所处分位为 84%，而净利率所处排名分位仅 9%。我们认为在当前国企改革推进的时点，顺鑫农业作为一家规模大、净利率提升空间高的国企，有望受益改革红利。

图 2：顺鑫农业营收、净利率和北京上市公司均值对比



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 3：顺鑫农业在北京上市公司中排名所处分位

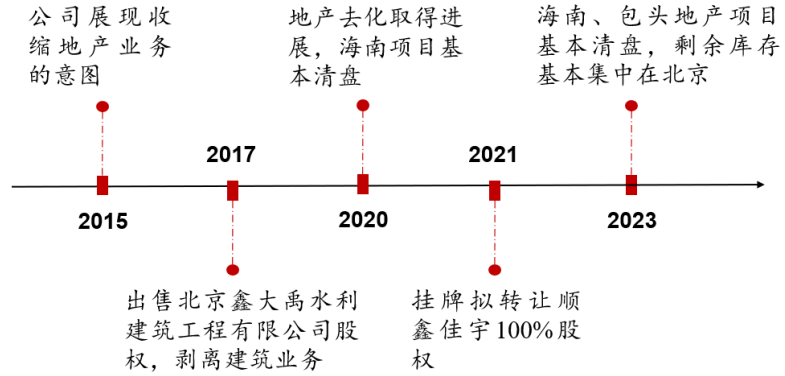


数据来源：Wind、东方证券研究所

● 国企改革支持，房地产有望加速去化

公司多次强调剥离房地产业务，当前已取得一定进展。2020年，公司在海南的地产项目基本清盘；2021年，公司挂牌拟转让顺鑫佳宇100%股权；2023年，公司在包头的地产项目基本清盘，剩余库存基本集中在北京，以顺鑫颐和天璟住宅项目为主。

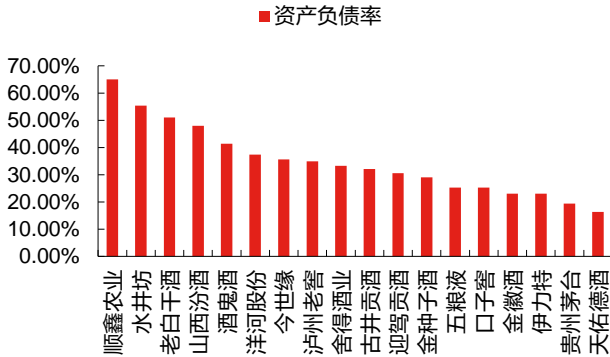
图 4：公司持续去化房地产业务、聚焦主业



数据来源：每日经济新闻、证券时报、新京报、公司公告、东方证券研究所

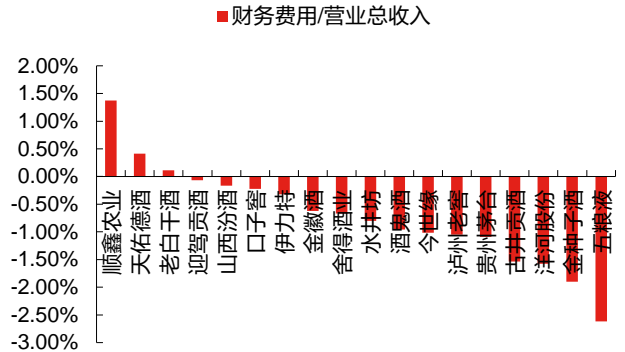
当前房地产业务持续拖累顺鑫农业业绩。22年，顺鑫农业资产负债率高达65%，财务费用占营收比重达到1.4%，二项指标在白酒行业中均处于高位。

图 5：顺鑫农业资产负债率在行业中居于高位



数据来源：Wind、东方证券研究所（注：顺鑫农业、贵州茅台、舍得酒业、金徽酒为2022年底数据，其余为2021年底数据）

图 6：顺鑫农业财务费用率在行业中居于高位

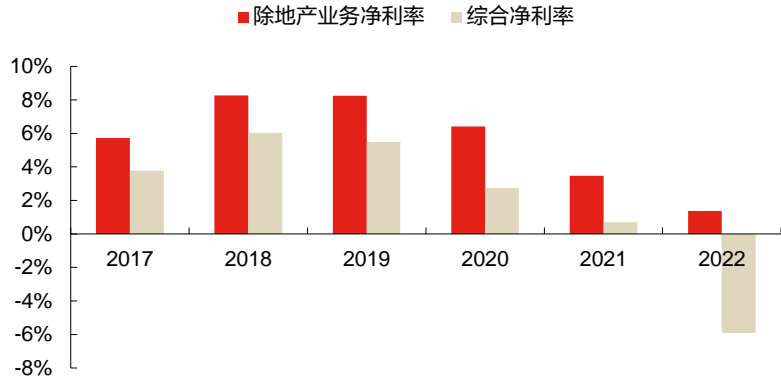


数据来源：Wind、东方证券研究所（注：顺鑫农业、贵州茅台、舍得酒业、金徽酒为2022年底数据，其余为2021年底数据）

多年以来，公司综合净利率显著低于除房地产业务净利率，2017-2021年（排除受到资产减值影响较大的2022年），房地产业务对净利率的拖累均值为2.7%。若房地产业务完全剥离，预计公司净利率会出现较大幅度的提升。

国企改革有望加速地产剥离。顺鑫农业当前暴露的较大问题为业务驳杂、房地产业务拖累业绩，我们认为在国企改革的大背景下，该问题有望得到上级重视，助力公司加速剥离房地产业务。另一方面，国企改革重视提升国有企业内部活力，我们认为公司有望顺应该趋势，推出相关激励措施，提出业绩目标、提升员工积极性。

图 7：顺鑫农业综合净利率和除房地产业务净利率对比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

二、光瓶酒格局有望优化，合同负债累积支撑业绩

2.1 名酒重心预计将上移，光瓶酒竞争有望趋缓

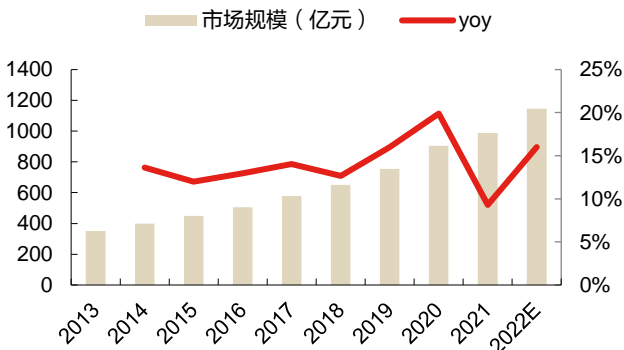
● 光瓶酒赛道持续扩容

在消费升级大趋势和名酒企业布局基础上，光瓶酒市场内部结构分化升级，推动主流价格带上移；光瓶酒向高品质发展，逐渐摆脱“低端化”标签。同时在消费群体年轻化，以及追求理性、高性价比的消费观念转变下，光瓶酒加速迭代低端盒装酒。量价齐升背景下，光瓶酒市场迎来快速发展机遇；根据中国酒业协会数据，2021 年光瓶酒市场行业规模达到 988 亿元，同比增长 9.3%，预计在 2022 年有望迈进千亿规模赛道。

而在竞争格局上，呈现出以玻汾、五粮液尖庄、泸州老窖二曲、小郎酒等为代表的名酒品牌光瓶产品、以牛栏山、红星二锅头为代表的清香品牌和以景芝、老白干为代表的地方区域品牌三足鼎立的格局，集中度较分散，2020 年 CR5 约为 30%。

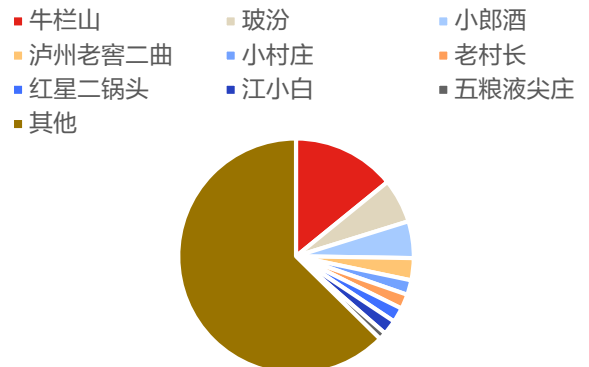
我们认为光瓶酒目前仍处于扩容阶段，整体来看，尚未进入存量博弈阶段；受益于此，顺鑫农业金标陈酿等新品仍有较大的量增机会。

图 8：光瓶酒市场规模及增速



数据来源：中国酒业协会、华经产业研究院、东方证券研究所

图 9：2020 年光瓶酒竞争格局

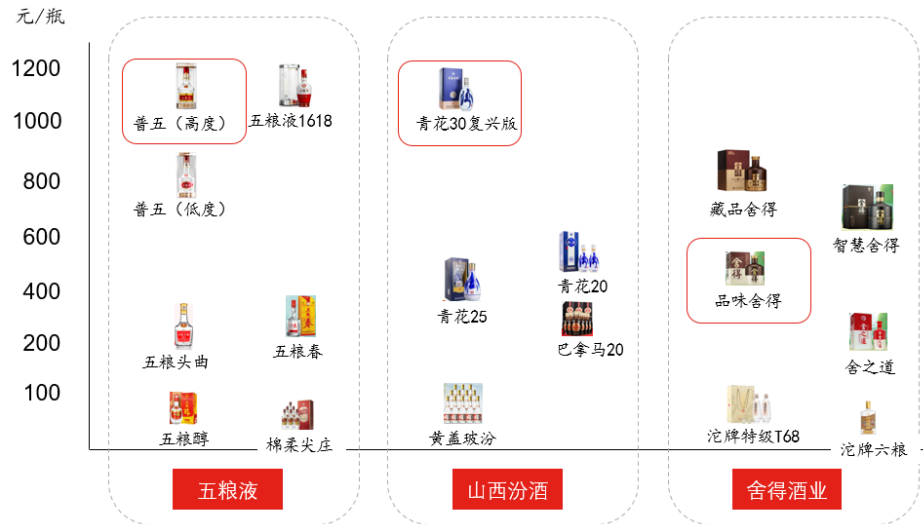


数据来源：华经产业研究院、东方证券研究所

● 伴随消费复苏，预计名酒将更关注次高端、高端核心产品发展

近年来，泸州老窖、五粮液、汾酒等名酒企业纷纷增加布局中高线光瓶酒赛道，导致光瓶酒竞争度有所提升。我们认为在消费逐渐复苏的背景下，消费升级将趋于明显，五粮液、山西汾酒、舍得酒业等名酒企将进一步提升对高端、次高端产品的重视度。

图 10：五粮液、山西汾酒、舍得酒业主要产品矩阵



数据来源：京东、东方证券研究所（注：图中价格数据来源于京东）

在我们此前发布的报告《春糖有望促进行业复苏，关注低估值优质标的》中，我们认为2023年度成都春糖会临近，白酒企业纷纷采取停货/提价政策，体现酒企对于白酒行业发展的充足信心。具体来看，酒企主要停货/提价的对象均为次高端、高端的核心产品，显现酒企对次高端/高端价位带重视度提升的迹象。

综合，我们认为在消费复苏的背景下，名优酒企重心将再度上移，为公司光瓶酒的成长提供空间。

表 1：2023 年以来白酒企业纷纷采取停货/提价政策

公司	停货/提价情况
泸州老窖	泸州老窖 1952 计划实行配额制并上调相应产品价格
山西汾酒	提出全面控货，预计停货 20 天左右
剑南春	2 月 15 日起，52 度水晶剑 500ml 单瓶装价格上涨 20 元
洋河股份	2 月 16 日起停止接收全国梦 6+经销商订单，恢复开票时间另行通知
古井贡酒	省外古井 20 打款价上涨 100 元/瓶，古井 16 上涨 20 元/瓶，幸福版上涨 11 元
贵州珍酒	3 月 1 日起，珍八打款价上调 20 元/瓶，珍五打款价上调 20 元/瓶，老珍酒打款价上调 10 元/瓶
今世缘	3 月 6 日起，对四开配额内停货，配额外开票价上涨 20 元/瓶
泸州老窖	3 月 31 日起，38 度国窖 1573 经典装(500ml*6)经销商结算价格上调 30 元/瓶

数据来源：上海证券报、酒业内参、中国商报、酒业家、渠道调研、东方证券研究所

● 金标陈酿有助于提升公司相对核心竞品的竞争优势

红星二锅头市场价在 20 元/瓶左右，与顺鑫农业的白牛二、珍品陈酿等产品形成直接竞争。根据酒业家，自 22 年 6 月白酒新国标实施以来，在以成都为代表的地区，红星二锅头凭借固态纯粮工艺，在消费者群体中接受度明显提升。我们观察到 22 年以来，多家白酒公司纷纷推出固态纯粮酒新品，其中公司推出的金标陈酿定价 38 元/瓶，将有助于提升公司对于红星二锅头“固态纯粮+高性价比”的优势。

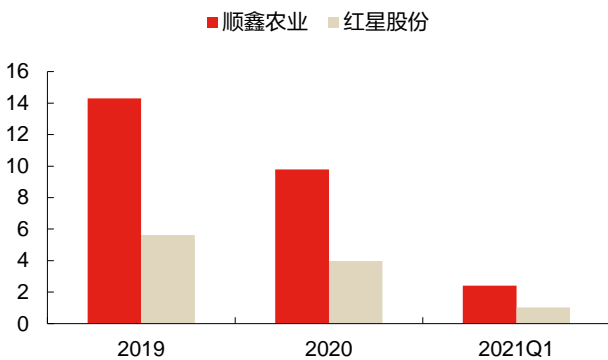
表 2：2022 年以来推出的固态纯粮光瓶酒新品

公司	产品	定价（元/瓶）
顺鑫农业	金标陈酿	38
宝丰酒业	宝丰·金标	50
古井贡酒	古井贡酒·怀旧版	60-88
今世缘	高沟标样（白标）	88
丰谷酒业	墨渊黑	78
五粮液	尖庄·荣光	59

数据来源：每日经济新闻、微酒、东方证券研究所

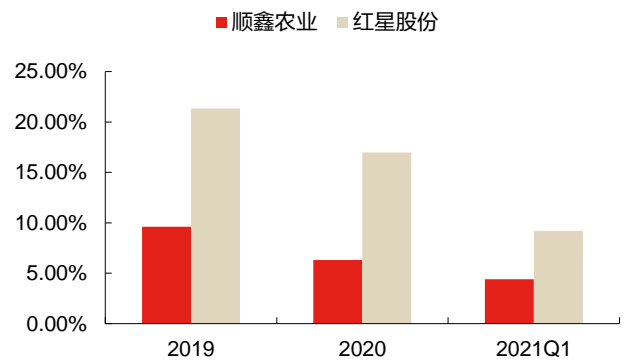
红星股份在 2019-2021Q1 销售费用支出分别为 5.6、4.0、1.0 亿元；同期，红星股份销售费用率为 21.3%、17.0%、9.2%，对比一众白酒上市公司也处于前列，预计公司的高费用投放对于产品动销起到重要作用。在光瓶酒竞争激烈的时代，进店费、陈列费、促销费等销售费用的支出必不可少。我们认为，若公司改革顺利推进，地产业务带来的拖累降低，将有助于资金费用在白酒业务上的集中，助力公司核心新品的成长。

图 11：顺鑫农业、红星股份销售费用对比（亿元）



数据来源：搜狐财经、北京商报、Wind、东方证券研究所

图 12：顺鑫农业、红星股份销售费用率对比



数据来源：搜狐财经、北京商报、Wind、东方证券研究所

2.2 合同负债累积看好业绩增速，产品结构持续优化升级

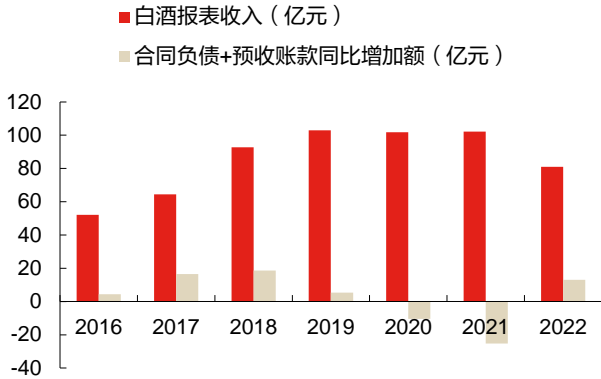
● 合同负债逐渐累积，订单充足看好业绩增速

公司合同负债+预收账款自 2019 年开始下降，22Q4 出现回升迹象。22Q4，公司合同负债、预收账款合计为 39.2 亿，同比 21Q4 增加 13.0 亿。合同负债、预收账款数额的提升预示了公司订单量充足，为后续年份业绩增速奠定基础。

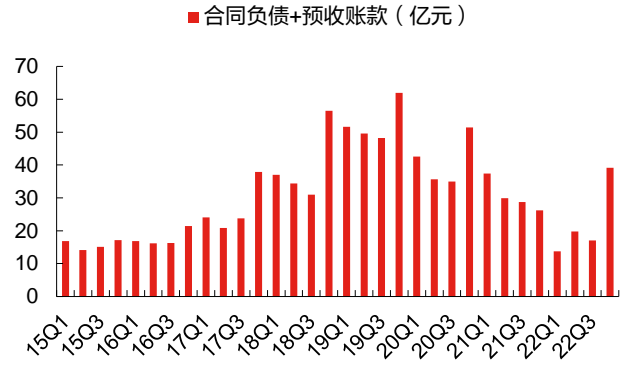
图 13：顺鑫农业报表收入和合同负债+预收账款同比增加额

图 14：顺鑫农业分季度累计合同负债+预收账款金额

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源: Wind、东方证券研究所

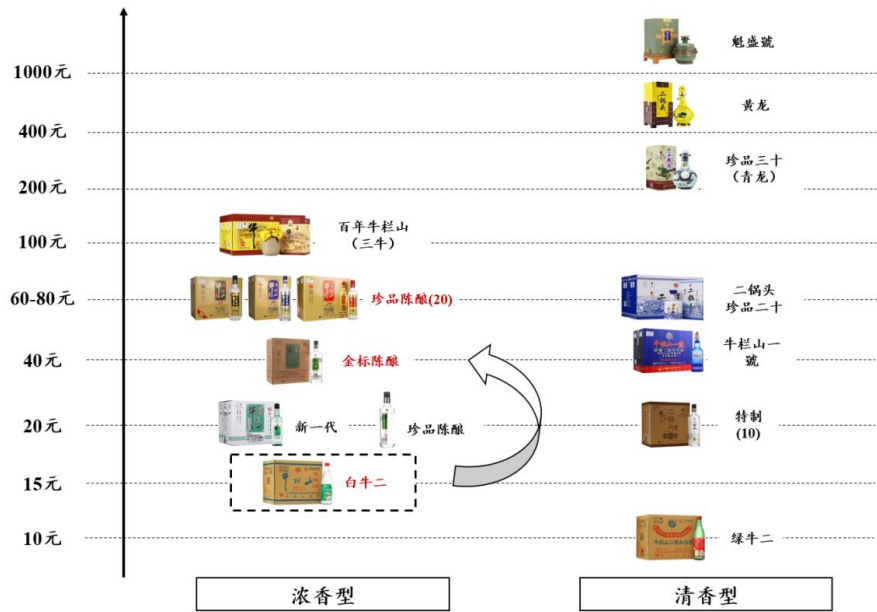


数据来源: Wind、东方证券研究所

● 产品结构持续升级，产品高端化为主基调

积极推出中高档酒，推动产品结构升级。顺鑫农业主销产品为 42 度 500ml 牛栏山陈酿酒，22 年销量为 30.2 万吨，占整体销量比重达到 61%。公司持续致力于推动产品结构升级，近年来推出珍品陈酿、牛栏山一号、金标陈酿等中档酒，以及魁盛號等高端酒。

图 15: 顺鑫农业推出多款升级产品

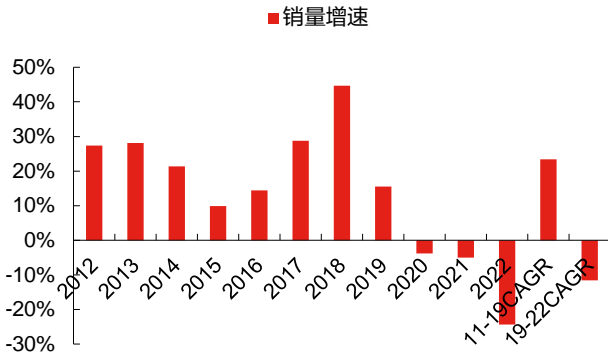


数据来源: 公司公告、京东、东方证券研究所

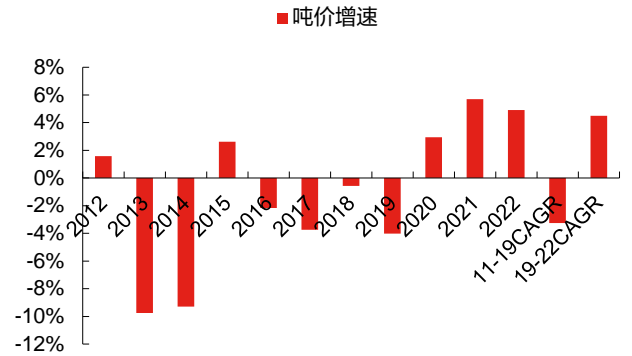
顺鑫农业收入增长的逻辑从量增转变为吨价增长。中高档酒的推出有效地推动公司酒吨价提升。拆分量价来看，2011-2019 年，顺鑫农业白酒产品量增贡献收入增长；11-19 年，公司销量、吨价 CAGR 分别为 23.4%、-3.3%。2019 年以来，公司吨价持续提升贡献收入增长；19-22 年，公司销量、吨价 CAGR 分别为-11.6%、+4.5%。

图 16: 2012-2022 年顺鑫农业销量增速

图 17: 2012-2022 年顺鑫农业吨价增速



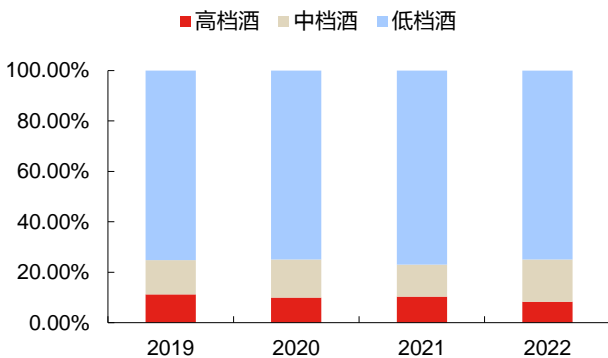
数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

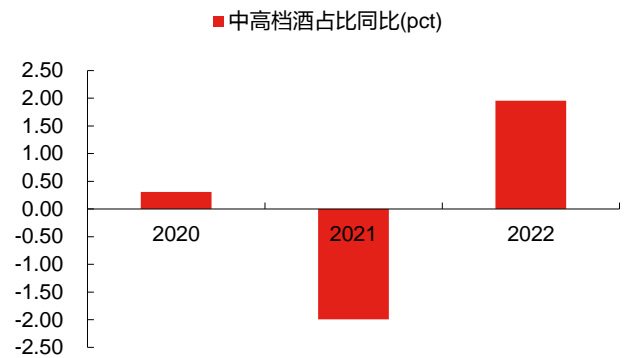
金标陈酿快速起量，推动中档酒占比提升。根据公司公告，2022年，公司重点产品金标陈酿销量为1.1万吨（yoy+1479.7%），占销量比重达到2.3%（yoy+2.2pct）。分档次来看，2022年，中档酒收入占比达到16.7%（yoy+4.0pct），预计主要因金标陈酿起量；低档酒收入占比为75.0%（yoy-2.0pct）。

图 18: 顺鑫农业分档次白酒收入占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 19: 顺鑫农业中高档酒占比同比增幅

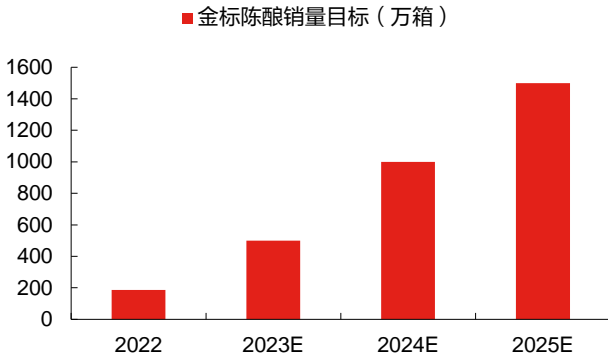


数据来源：公司公告、东方证券研究所

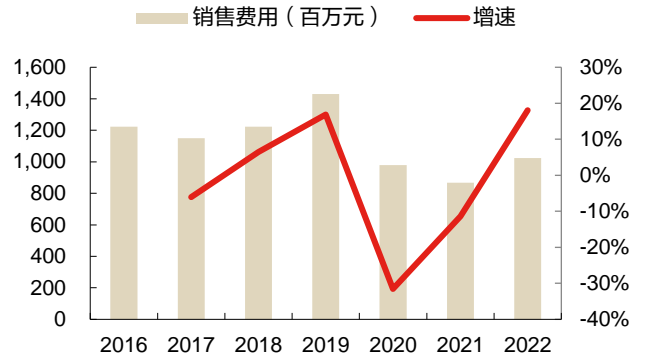
金标陈酿有望成为大单品，承接白牛二消费升级。22年9月，公司开展“百城大会战，决胜金标牛”经销商大会，显露将金标陈酿打造为30-40元价格带纯粮光瓶酒第一大单品的决心。根据公司制定的目标，2023-2025年，金标陈酿销量分别达到500、1000、1500万箱。公司对于金标陈酿加强重点市场的费用倾斜，通过央视引领、百城精准投放、营销内容高频输出，增加金标陈酿在消费者端的曝光度；22年，公司销售费用为10.2亿，同比增长18.1%。此外，我们预计随着疫情高峰期渡过、交通出行不再受阻、线下消费场景逐渐恢复，金标陈酿有望加速在公司既有渠道完成铺货、加快终端动销。

图 20: 金标陈酿销量目标

图 21: 顺鑫农业销售费用支出



数据来源：公司公告、21 世纪经济报、东方证券研究所（注：2022 年销量为实际数据）



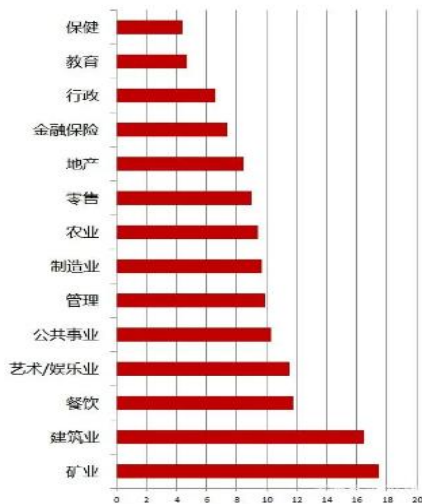
数据来源：Wind、东方证券研究所

三、务工人员疫后返城，助推白牛二库存消化

● 务工人员返工预计将利好光瓶酒动销

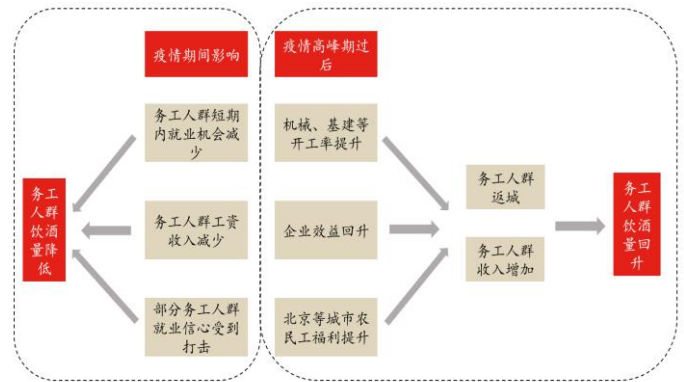
根据美国药物滥用和心理健康服务局发布的一项研究成果，建筑业、矿业等重体力行业从业人员重度饮酒者的比例显著高于保健、教育、行政等轻体力从业人员。我们认为伴随疫情高峰期渡过，基建机械开工率提升、企业效益提升、部分城市农民工福利提升将有效促进务工人员返城；同时，务工人员饮酒量也将回升。

图 22：美国各行业重度饮酒者比例



数据来源：美国药物滥用和心理健康服务局、东方证券研究所

图 23：疫情高峰期过后务工人员饮酒量有望回升

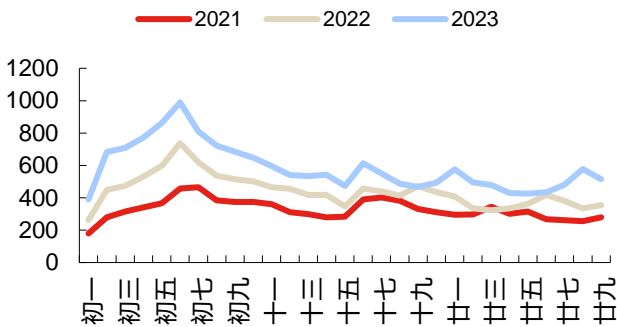


数据来源：中国农村网、中国新闻网、东方证券研究所

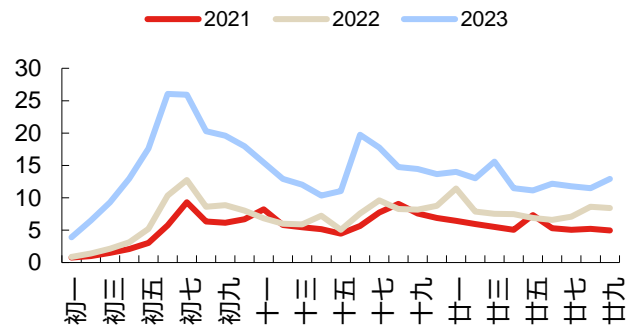
对比来看，2023 年春节后，全国迁徙规模指数显著高于 2021、2022 年；2023 年春节后，北京迁入的迁徙规模指数也明显高于前两年，预计务工人员返工积极性较高。

图 24：正月全国迁徙规模指数

图 25：正月北京迁徙规模指数：迁入



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

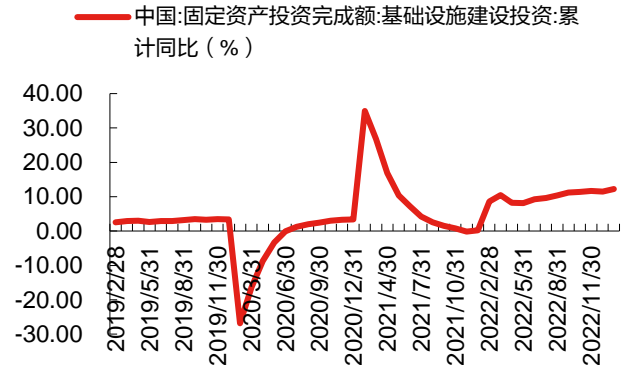
我们持续跟踪观察多项基建指标。我国石油沥青装置开工率近期出现明显回升，基建投资额月度累计同比涨幅进一步扩大，预示基建开工率的提升，预计将明显增加务工人员对光瓶酒的消费。

图 26：我国石油沥青装置开工率回升

图 27：我国基础设施建设投资额月度累计同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

● 务工人员增加光瓶酒消费有望推动白牛二库存消化

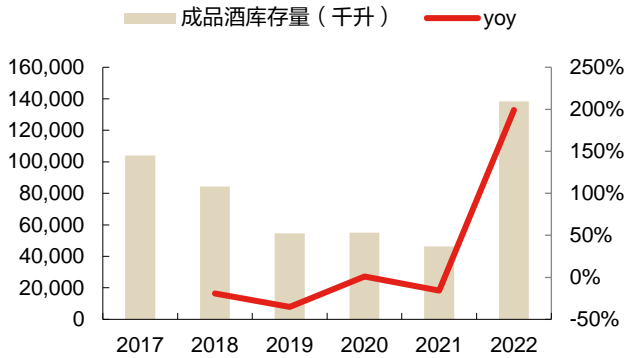
22 年成品酒库存高企，主要因白牛二库存增加。2022 年顺鑫农业成品酒库存量为 138298 千升，同比提升 199.1%。拆分产品来看，2022 年 42 度 500ml 牛栏山陈酿酒（白牛二）库存量为 108204 千升，同比提升 692.5%，在成品酒库存中占比达到 78.2%。

我们曾在报告《金标陈酿竞争格局优化，关注疫后开工支撑白牛二业绩》中对白牛二消费者进行画像，提出从事劳动力密集型产业的体力劳动者占据白牛二消费的重要部分。**我们认为务工人员返城有望加速白牛二公司层面库存消化，促进白牛二供需趋向平衡。**

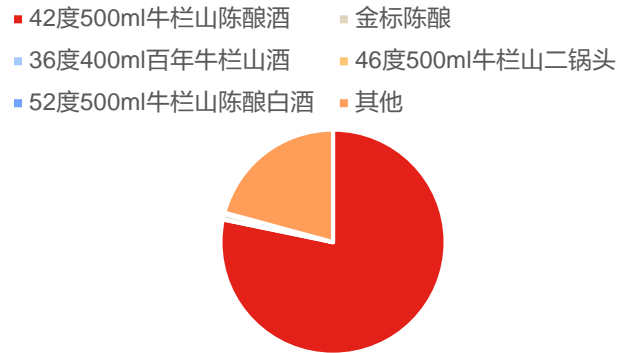
另一方面，金标陈酿作为承接白牛二消费升级的产品，有望受益于疫情后务工人员返城潮和收入提升，打造第二收入曲线。

图 28：顺鑫农业成品酒库存量

图 29：2022 年顺鑫农业分产品库存占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

四、投资建议

结合报告正文的观点，我们判断在金标陈酿快速放量、白牛二消费群体恢复的基础上，上调 23、24 年收入预测；根据 22 年基数，上调 23、24 年毛利率。因金标陈酿处于重要的导入期，我们上调 23、24 年销售费用率。预测公司 23-25 年每股收益分别为 0.82、1.20、1.50 元（原预测 23-24 年为 0.48、0.84 元）。我们延续 FCFE 估值方法，计算公司权益价值为 303 亿元，对应目标价 40.80 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 10.33%。

表 3：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.06
无风险收益率 Rf	2.86%
市场风险溢价 Rm-Rf	7.22%
市场回报率 Rm	10.08%
债务成本 Kd	4.30%
WACC	10.33%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 40.80 元。

表 4：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长率	3.00%
预测期自由现金流现值 (百万元)	10172
永续自由现金流现值 (百万元)	19366
企业价值 (百万元)	29539
权益价值 (百万元)	30265
每股权益价值 (人民币)	40.80

资料来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 5: FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	8.33%	46.75	51.89	58.96	69.29	85.84
	8.83%	43.17	47.47	53.23	61.39	73.80
	9.33%	40.04	43.66	48.42	54.98	64.56
	9.83%	37.27	40.35	44.33	49.67	57.24
	10.33%	34.80	37.44	40.80	45.22	51.30
	10.83%	32.60	34.88	37.73	41.43	46.39
	11.33%	30.62	32.59	35.04	38.16	42.26
	11.83%	28.83	30.55	32.66	35.32	38.75
	12.33%	27.20	28.71	30.54	32.82	35.72

资料来源: Wind、东方证券研究所 (目标价单位: 元/股)

表 6: 盈利预测调整表

主要财务信息	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,283	13,036	13,768	15,563
变动幅度			12.1%	19.4%
营业利润(百万元)	592	1,001	1,040	1,516
变动幅度			75.7%	51.5%
归属母公司净利润(百万元)	356	622	608	887
变动幅度			70.7%	42.6%
每股收益(元)	0.48	0.84	0.82	1.20
变动幅度			70.6%	42.3%
毛利率(%)	30.9%	32.7%	35.0%	36.9%
变动幅度			4.1%	4.2%
净利率(%)	2.9%	4.8%	4.4%	5.7%
变动幅度			1.5%	0.9%

资料来源: Wind、东方证券研究所

表 7：业务预测调整表

收入分类预测表	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
白酒				
销售收入（百万元）	9,080	9,868	9,909	11,539
变动幅度			9.1%	16.9%
毛利率	40.2%	41.5%	46.6%	48.0%
变动幅度			6.4%	6.5%
肉类加工				
销售收入（百万元）	2,087	2,087	2,868	3,041
变动幅度			37.4%	45.7%
毛利率	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%
变动幅度			1.0%	0.0%
房地产				
销售收入（百万元）	713	678	665	645
变动幅度			-6.8%	-4.9%
毛利率	10.0%	10.0%	11.8%	11.0%
变动幅度			1.8%	1.0%
其他业务				
销售收入（百万元）	403	403	326	339
变动幅度			-19.1%	-15.8%
毛利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
变动幅度			0.0%	0.0%
合计	12,283	13,036	13,768	15,563
变动幅度			12.1%	19.4%
综合毛利率	30.9%	32.7%	35.0%	36.9%
变动幅度			4.1%	4.2%

资料来源：Wind、东方证券研究所

五、风险提示

- **白酒增速不及预期风险。**疫情高峰期后白酒业务快速恢复是我们估值的假设前提，如果白酒增速恢复不及预期，可能对公司营收、盈利造成不利影响。
- **新品导入不及预期风险。**金标陈酿作为公司战略级潜力单品，若市场导入不及预期，将对公司业绩增速带来不利影响。
- **疫情反复风险。**若全国疫情反复，可能导致白酒消费场景减少，将对公司增速带来不利影响。
- **资产减值维持高位风险。**如果未来几年公司维持计提较高的资产减值准备，可能对公司盈利造成不利影响。
- **公司国企改革不及预期风险。**我们假设国企改革将加速公司业务剥离、为公司注入经营活力。如果公司国企改革效果不及预期，可能将影响公司的盈利、估值。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,639	8,567	6,884	7,782	8,687	营业收入	14,869	11,678	13,768	15,563	17,375
应收票据、账款及款项融资	437	168	198	216	232	营业成本	10,720	7,972	8,955	9,826	10,723
预付账款	124	66	77	87	98	营业税金及附加	1,591	1,363	1,570	1,774	1,981
存货	5,509	5,760	6,022	6,116	6,139	销售费用	867	1,024	1,046	1,190	1,328
其他	506	625	630	635	639	管理费用及研发费用	897	893	871	954	1,148
流动资产合计	14,216	15,184	13,811	14,836	15,795	财务费用	169	160	242	271	241
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	70	642	47	34	56
固定资产	2,826	3,094	3,010	2,925	2,845	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	379	108	127	136	150	投资净收益	8	2	2	2	2
无形资产	702	682	664	645	627	其他	0	(0)	(0)	(0)	0
其他	1,269	1,187	948	939	939	营业利润	563	(374)	1,040	1,516	1,899
非流动资产合计	5,176	5,071	4,748	4,645	4,561	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	19,392	20,256	18,559	19,481	20,356	营业外支出	2	4	4	4	4
短期借款	2,880	2,495	4,267	4,471	4,857	利润总额	562	(377)	1,037	1,513	1,896
应付票据及应付账款	1,233	1,637	1,839	2,116	2,417	所得税	456	312	415	605	758
其他	4,919	6,213	2,090	1,824	1,574	净利润	105	(689)	622	908	1,137
流动负债合计	9,032	10,345	8,196	8,411	8,848	少数股东损益	3	(16)	14	21	26
长期借款	2,046	2,310	2,110	1,910	1,710	归属于母公司净利润	102	(673)	608	887	1,111
应付债券	500	500	500	500	0	每股收益(元)	0.14	-0.91	0.82	1.20	1.50
其他	22	16	16	16	16						
非流动负债合计	2,568	2,826	2,626	2,426	1,726	主要财务比率					
负债合计	11,600	13,170	10,822	10,836	10,573		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	23	7	22	43	69	成长能力					
实收资本(或股本)	742	742	742	742	742	营业收入	-4.1%	-21.5%	17.9%	13.0%	11.6%
资本公积	2,627	2,627	2,627	2,627	2,627	营业利润	-21.3%	-166.4%	378.1%	45.8%	25.2%
留存收益	4,431	3,739	4,346	5,233	6,344	归属于母公司净利润	-75.6%	-758.1%	190.2%	46.0%	25.3%
其他	(30)	(30)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,793	7,085	7,737	8,645	9,782	毛利率	27.9%	31.7%	35.0%	36.9%	38.3%
负债和股东权益总计	19,392	20,256	18,559	19,481	20,356	净利率	0.7%	-5.8%	4.4%	5.7%	6.4%
						ROE	1.3%	-9.1%	8.2%	10.9%	12.1%
						ROIC	0.9%	-2.7%	5.1%	6.5%	7.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	59.8%	65.0%	58.3%	55.6%	51.9%
净利润	105	(689)	622	908	1,137	净负债率	0.0%	0.0%	19.3%	4.0%	0.0%
折旧摊销	334	279	259	247	248	流动比率	1.57	1.47	1.68	1.76	1.79
财务费用	169	160	242	271	241	速动比率	0.93	0.82	0.83	0.91	0.97
投资损失	(8)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	(200)	1,060	(4,363)	100	192	应收账款周转率	381.4	424.9	542.5	532.1	529.0
其它	(750)	641	286	34	56	存货周转率	1.6	1.3	1.3	1.4	1.5
经营活动现金流	(349)	1,450	(2,957)	1,558	1,873	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
资本支出	(265)	(182)	(145)	(145)	(164)	每股指标(元)					
长期投资	(907)	32	0	0	0	每股收益	0.14	-0.91	0.82	1.20	1.50
其他	1,053	(10)	2	2	2	每股经营现金流	-0.47	1.95	-3.99	2.10	2.52
投资活动现金流	(119)	(160)	(143)	(143)	(163)	每股净资产	10.47	9.54	10.40	11.60	13.09
债权融资	860	229	(113)	(450)	(950)	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	272.2	-41.4	45.8	31.4	25.1
其他	(1,579)	(651)	1,531	(67)	146	市净率	3.6	3.9	3.6	3.2	2.9
筹资活动现金流	(719)	(422)	1,417	(517)	(804)	EV/EBITDA	25.4	412.2	17.6	13.3	11.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	37.0	-127.0	21.2	15.2	12.7
现金净增加额	(1,187)	868	(1,683)	898	906						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。