

业绩稳增符合预期, 品质+“京味”文化助力“牛二”深耕全国

——顺鑫农业中报点评

半年报点评

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海(联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 中报业绩增长稳健, 符合预期

公司发布2019年中报, 2019H1营收84.16亿元/+16.36%, 归母净利润6.48亿元/+34.64%; 其中, 白酒业务营收66.58亿元/+15.31%, 占比79%, 猪肉业务营收14.31亿元/+16.22%, 占比17%。2019Q2营收36.51亿元/+11.99%, 归母净利润2.19亿元/+89.94%, 预收账款49.55亿元/+44%, 收入加预收账款同增28%。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为12.07/15.32/18.48亿元, 对应EPS分别为1.63/2.07/2.49元, 公司“牛二”全国化品牌+京文化输出, 持续受益“光瓶酒”集中度提升红利, 维持“强烈推荐”评级。

● 新市民文化+京味文化超强辐射力, 客观上助推“牛二”全国化

“好风凭借力”, 城镇化率提升下“牛栏山”品牌与“新市民”群体文化、身份认同的高度契合, 叠加植根北京大本营市场多年, “地道二锅头, 正宗北京味”消费者培育的持续性、广度与深度均非同一般, 近年“京味儿”流行性文化客观助力二锅头类产品对东北文化白酒品牌及地方光瓶酒的挤占, 且此趋势短期不可扭转。

● 品质为先, “牛二”延续稳健增长趋势, 但须关注更高价位段产品增速

公司科研创新及白酒技术储备深厚, 报告期内研发投入同增29.23%, 护航产量高增下品质稳定性。2019年白酒业务加速推进“深分销、调结构、树样板”的营销体系升级策略, 在保存量基础上更加重视未来价位段产品的消费者培育, 2018年公司22个省级市场销售过亿元, 报告期内长三角、珠三角板块市场仍保持高速增长。我们判断在市场容量大、品牌集中度相对较低的中低价位段, 全国化光瓶酒“牛二”性价比作用力显现, 头部集中趋势或将加速。

● 期间费用率走低, 净利率稳中有升

2019H1公司整体毛利率36.82%, 同降2.93pct, 主要是原材料、包材、人工费用等直接成本的提升, 白酒业务毛利率同比下降3.07pct; 上半年公司广告投放趋缓, 销售费用率和管理费用率分别为10.17%和4.78%, 分别同降2.01pct和0.76pct; 净利率7.75%, 同升1.13pct, 盈利水平稳中有升。

● 风险提示: 食品安全问题、高价位段新品培育效果不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,734	12,074	14,285	16,624	18,859
增长率(%)	4.8	2.9	18.3	16.4	13.4
净利润(百万元)	438	744	1,207	1,532	1,848
增长率(%)	6.3	69.8	62.2	26.9	20.6
毛利率(%)	33.9	40.0	40.0	39.8	39.2
净利率(%)	3.7	6.2	8.5	9.2	9.8
ROE(%)	6.2	9.4	13.7	14.9	15.3
EPS(摊薄/元)	0.59	1.00	1.63	2.07	2.49
P/E(倍)	91.0	53.6	33.0	26.0	21.6
P/B(倍)	6.6	5.9	5.1	4.3	3.6

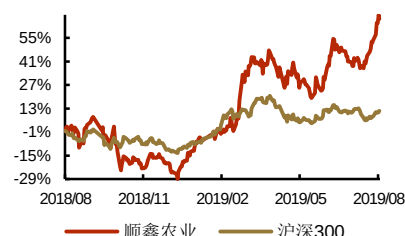
强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.08.23

收盘价(元):	53.78
一年最低/最高(元):	29.5/63.48
总股本(亿股):	7.42
总市值(亿元):	398.92
流通股本(亿股):	7.42
流通市值(亿元):	398.92
近3月换手率:	80.94%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	17.36	20.18	70.01
绝对	18.17	26.79	85.1

相关报告

《产销两旺, 预收大增, “牛二”开启深度全国化进程》2019-03-16

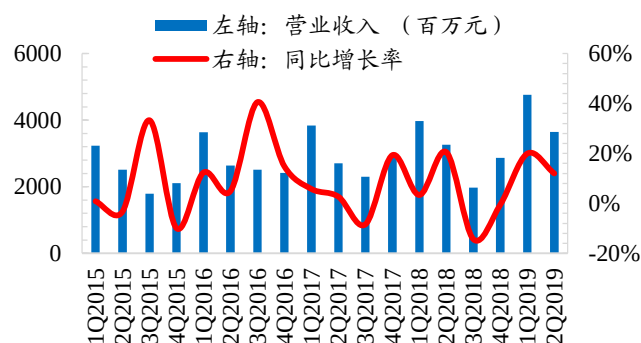
《顺鑫农业: 全国化“光瓶酒”龙头品牌, 营收加速上涨可期》2018-07-03

表1: 2018-2019 年顺鑫农业财务数据

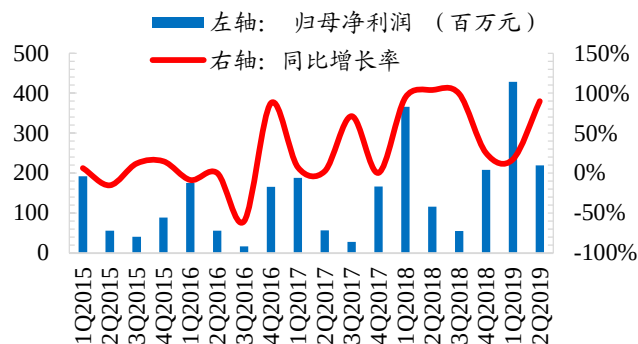
单位: 百万元

	单季数据		中报数据		原因分析
	2018Q2	2019Q2	2018H1	2019H1	
营业收入	3260	3651	7233	8416	(1) 白酒和猪肉业务收入快速增长。
%同比增长率	21%	12%	10%	16%	
营业成本	2099	2381	4357	5317	
%毛利率	36%	35%	40%	37%	
销售费用	515	406	881	856	(1) 广告费用投放趋缓叠加收入增长快于费用增长。
%营业收入	16%	11%	12%	10%	
管理费用	145	164	400	395	
%营业收入	4%	5%	6%	5%	
财务费用	46	43	87	76	(1) 盈利水平较高的白酒业务增速快于其他业务。(2) 期间费用降低, 净利率提高。
%营业收入	1%	1%	1%	1%	
营业利润	154	303	652	913	
%同比增长率	56%	97%	88%	40%	
利润总额	154	303	650	913	(1) 盈利水平较高的白酒业务增速快于其他业务。(2) 期间费用降低, 净利率提高。
%同比增长率	56%	97%	89%	40%	
所得税费用	41	80	172	261	
%实际税率	1%	2%	2%	3%	
净利润	114	223	478	652	(1) 盈利水平较高的白酒业务增速快于其他业务。(2) 期间费用降低, 净利率提高。
%同比增长率	91%	97%	92%	36%	
归母净利润	116	219	481	648	
%同比增长率	104%	90%	97%	35%	

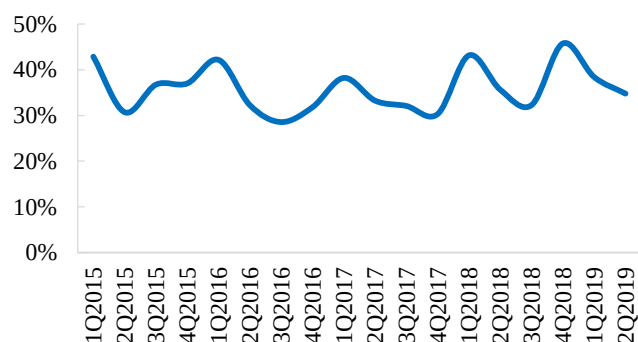
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图1: 2015Q1-2019Q2 单季营业收入及同比

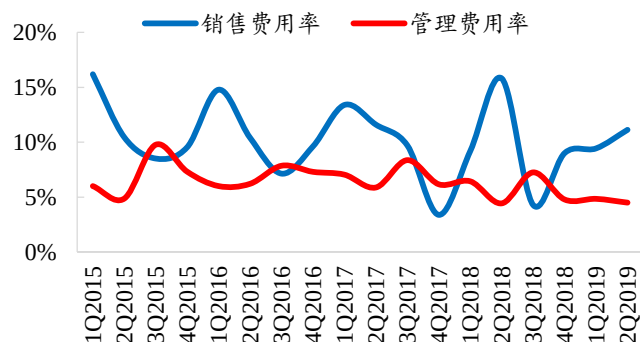
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2: 2015Q1-2019Q2 单季归母净利润及同比

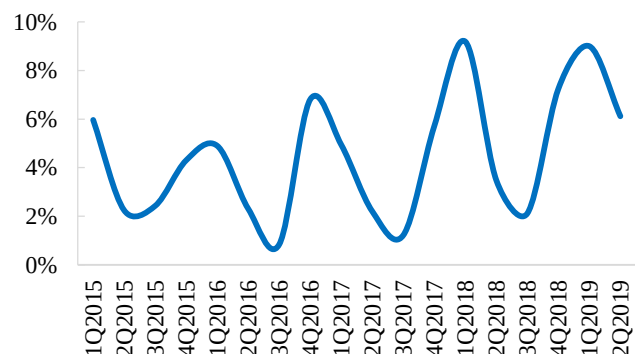
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3: 2015Q1-2019Q2 单季毛利率

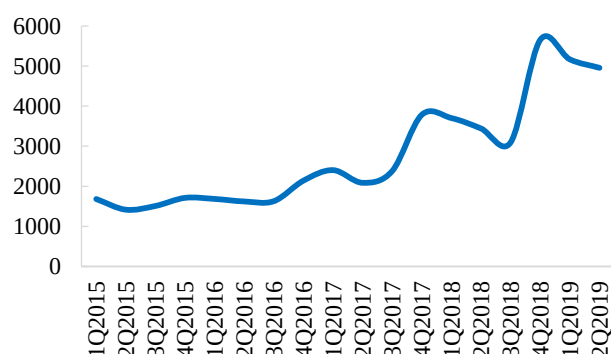
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图4: 2015Q1-2019Q2 单季销售费用率和管理费用率

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图5: 2015Q1-2019Q2 单季净利率

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6: 2015Q1-2019Q2 公司预收账款（百万元）

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	13841	15321	17221	22472	22375
现金	5096	6172	5714	10383	7544
应收票据及应收账款合计	406	298	0	0	0
其他应收款	25	26	34	35	44
预付账款	215	181	288	257	361
存货	7817	8213	10753	11365	13996
其他流动资产	281	431	431	431	431
非流动资产	4571	4530	5067	5561	5960
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3180	3149	3643	4145	4584
无形资产	771	751	709	666	626
其他非流动资产	620	630	715	750	750
资产总计	18412	19851	22287	28033	28335
流动负债	8174	8756	10258	14817	13741
短期借款	3400	2000	6742	3400	5221
应付票据及应付账款合计	279	258	0	0	0
其他流动负债	4495	6497	3516	11417	8520
非流动负债	3111	3366	3169	2907	2534
长期借款	2823	2211	2014	1752	1379
其他非流动负债	288	1155	1155	1155	1155
负债合计	11285	12122	13427	17724	16275
少数股东权益	39	20	30	39	40
股本	571	571	742	742	742
资本公积	2798	2798	2627	2627	2627
留存收益	2719	3340	4375	5685	7252
归属母公司股东权益	7088	7709	8831	10270	12020
负债和股东权益	18412	19851	22287	28033	28335

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2471	3175	-4652	9044	-3586
净利润	442	728	1217	1541	1848
折旧摊销	254	260	221	257	296
财务费用	158	144	68	57	-3
投资损失	-95	-1	-72	-89	-64
营运资金变动	1652	1947	-6102	7258	-5687
其他经营现金流	60	98	15	19	24
投资活动现金流	-91	-235	-701	-681	-654
资本支出	208	247	537	494	399
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	118	12	-164	-187	-255
筹资活动现金流	-423	-1864	1553	-351	-421
短期借款	229	-1400	1400	0	0
长期借款	-32	-612	-198	-262	-373
普通股增加	0	0	171	0	0
资本公积增加	0	0	-171	0	0
其他筹资现金流	-620	147	350	-89	-47
现金净增加额	1957	1077	-3801	8011	-4660

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11734	12074	14285	16624	18859
营业成本	7753	7250	8577	10003	11469
营业税金及附加	1293	1600	1571	1829	2074
营业费用	1150	1224	1406	1487	1585
管理费用	800	681	1000	1164	1132
研发费用	0	14	4	6	9
财务费用	158	144	68	57	-3
资产减值损失	36	41	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资净收益	95	1	72	89	64
营业利润	638	1063	1716	2149	2633
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	4	4	3	3
利润总额	637	1059	1711	2146	2630
所得税	195	331	494	605	782
净利润	442	728	1217	1541	1848
少数股东损益	4	-16	10	9	1
归属母公司净利润	438	744	1207	1532	1848
EBITDA	1130	1401	2088	2530	2970
EPS(元)	0.59	1.00	1.63	2.07	2.49

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	4.8	2.9	18.3	16.4	13.4
营业利润(%)	16.3	66.7	61.4	25.2	22.5
归属于母公司净利润(%)	6.3	69.8	62.2	26.9	20.6
获利能力					
毛利率(%)	33.9	40.0	40.0	39.8	39.2
净利率(%)	3.7	6.2	8.5	9.2	9.8
ROE(%)	6.2	9.4	13.7	14.9	15.3
ROIC(%)	7.0	11.6	9.9	24.8	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3	61.1	60.2	63.2	57.4
净负债比率(%)	24.1	-10.4	53.0	-34.1	6.8
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.5	1.6
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	31.2	34.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.0	27.0	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	1.00	1.63	2.07	2.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	4.07	-6.27	12.19	-4.83
每股净资产(最新摊薄)	8.21	9.04	10.56	12.50	14.86
估值比率					
P/E	91.0	53.6	33.0	26.0	21.6
P/B	6.6	5.9	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	36.9	27.9	21.4	14.4	13.7

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>