

Q3 白酒表现平稳，总部费用拖累业绩 买入（维持）

2019 年 10 月 27 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,074	14,527	16,724	18,878
同比（%）	2.9%	20.3%	15.1%	12.9%
归母净利润（百万元）	744	1,003	1,213	1,504
同比（%）	69.8%	34.7%	21.0%	24.0%
每股收益（元/股）	1.00	1.35	1.64	2.03
P/E（倍）	46.34	34.40	28.44	22.93

事件

公司发布 2019 年三季报，19Q1-Q3 实现营收 110.62 亿元（+20.19%），归母净利 6.65 亿元（+23.93%），扣非净利 6.66 亿元（+19.72%）。19Q3 实现营收 26.46 亿元（+34.25%），归母净利 0.17 亿元（-69.71%），扣非净利 0.17 亿元（-76.78%）。

投资要点

■ **Q3 白酒表现平稳：**公司 19Q1-Q3 实现营收 110.62 亿元（+20.19%），其中 19Q3 实现营收 26.46 亿元（+34.25%）。**分板块看，白酒业务**，根据草根调研情况，光瓶酒市场头部集中+结构升级现象明显，预计 Q3 牛栏山稳定增长（约 15%），与上半年增速持平。同时北京区域、江苏区域等调结构顺利进行，例如三季度草根显示北京区域黄龙、土豪金、百年增速均快于陈酿。预计结构升级仍将是样板市场的核心工作。期末母公司预收款 36.7 亿，同比+14.2 亿元，经销商打款积极。**猪肉业务**，受非洲猪瘟影响公司业务弹性较大，18 年下半年起公司参与国家储备肉，利润有望逐渐体现。**地产业务**，海南项目去化进度较为顺利，北京、包头相较更慢。

■ **总部费用确认拖累盈利：**公司 19Q1-Q3 归母净利 6.65 亿元（+23.93%），单 Q3 归母净利 0.17 亿元（-69.71%），扣非净利 0.17 亿元（-76.78%）。公司 Q3 毛利率为 29%（同比-4pct），猪肉业务受到猪瘟影响较大；销售费用达 1.76 亿（同比+110%），销售费用率 7%（同比+3pct），主因三季度公司确认世园会和冬奥会赞助等总部费用 6-8000 万，对单季度业绩影响较大，导致归母净利率下滑 2pct。考虑到公司前三季度白酒收入稳健增长，盈利水平在规模效应扩张下持续提升，剔除一次性计提的费用扰动，公司仍处于收入与盈利双升通道。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019-2021 年营收为 145.3/167.2/188.8 亿元，增速为 20.3/15.1/12.9%；归母净利润为 10.0/12.1/15.0 亿元，增速为 34.7/21.0/24.0%；对应 EPS 为 1.35/1.64/2.03 元。当前股价对应 PE 分别为 34/28/23X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**低端酒竞争加剧风险，假酒侵权风险，生猪疫情风险，宏观经济消费需求疲软

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.50
一年最低/最高价	22.63/55.50
市净率(倍)	4.73
流通 A 股市值(百万元)	34492.16

基础数据

每股净资产(元)	9.83
资产负债率(%)	64.17
总股本(百万股)	741.77
流通 A 股(百万股)	741.77

相关研究

- 1、《顺鑫农业 (000860)：围绕“四五”战略前行，净利率继续拾级而上》2019-08-25
- 2、《顺鑫农业 (000860)：业绩符合预期，猪肉地产略有拖累》2019-04-28
- 3、《顺鑫农业 (000860)：牛二增速不减，净利拾级而上》2019-03-15

表 1：分季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	2,885	3,973	3,260	1,971	2,871	4,765	3,651	2,646
yoy	19.3%	3.4%	20.5%	-14.3%	-0.5%	19.9%	12.0%	34.3%
归母净利润	166	366	116	55	208	429	219	17
yoy	0.2%	94.6%	104.0%	99.2%	25.1%	17.2%	89.9%	-69.7%
毛利率 (%)	30.32	43.15	35.62	32.27	45.76	38.38	34.77	28.83
期间费用率 (%)	10.98	16.67	21.66	13.05	15.22	15.07	16.89	15.17
其中：销售费用率 (%)	3.39	9.20	15.81	4.28	9.01	9.44	11.13	6.66
管理费用率 (%)	6.17	6.44	4.43	7.26	5.28	4.92	4.59	7.57
财务费用率 (%)	1.43	1.03	1.42	1.51	0.93	0.71	1.17	0.95
归母净利率 (%)	5.76	9.21	3.54	2.79	7.24	8.99	6.01	0.63
ROE	2.37	5.03	1.55	0.73	2.73	5.77	3.05	0.23
pct	-0.12	2.28	0.73	0.34	0.36	0.74	1.50	-0.51
资产负债率 (%)	61.29	58.29	59.06	57.71	61.07	64.93	63.84	64.17
pct	-1.00	-3.46	-2.79	-3.94	-0.22	6.64	4.78	6.46
存货	7,817	7,359	6,951	7,417	8,213	7,668	8,010	8,089
较上年同比增减	18	-271	-944	-773	396	310	1,059	672
存货周转天数 (天)	363	302	305	361	398	243	275	306
较上年同比增减 (天)	-15	10	-33	-15	35	-59	-30	-56
应付账款及应付票据	279	235	469	344	258	329	242	232
较上年同比增减	-1,170	-1,183	-1,048	-220	-21	94	-227	-112
预收账款	3,785	3,701	3,441	3,096	5,654	5,166	4,955	4,826
较上年同比增减	1,644	1,298	1,355	715	1,869	1,465	1,514	1,730
经营性现金流净额	1,870	874	610	-772	2,464	237	-401	-66
筹资性现金流净额	475	-887	372	-73	-1,276	992	-213	241
资本开支	54	148	24	25	50	53	55	6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

顺鑫农业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15321	18203	20882	22077	营业收入	12074	14527	16724	18878
现金	6172	7323	8362	9439	减:营业成本	7250	8748	10082	11363
应收账款	74	134	238	391	营业税金及附加	1600	1903	2181	2454
存货	8213	9461	11114	10126	营业费用	1224	1613	1823	1907
其他流动资产	861	1285	1167	2121	管理费用	681	814	911	1001
非流动资产	4530	5144	5591	5964	财务费用	144	-20	-44	-42
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	41	27	32	36
固定资产	3149	3710	4171	4587	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	235	339	394	410	其他收益	0	0	0	0
无形资产	751	709	666	626	营业利润	1063	1443	1741	2161
其他非流动资产	395	386	359	340	加:营业外净收支	-3	-1	-2	-2
资产总计	19851	23347	26472	28041	利润总额	1059	1442	1739	2159
流动负债	8756	11509	13844	14429	减:所得税费用	331	451	544	675
短期借款	2000	2000	2705	2399	少数股东损益	-16	-11	-18	-21
应付账款	258	502	374	762	归属母公司净利润	744	1003	1213	1504
其他流动负债	6497	9006	10765	11267	EBIT	1141	1431	1709	2098
非流动负债	3366	3204	2910	2522	EBITDA	1401	1654	1968	2395
长期借款	2211	2049	1756	1367					
其他非流动负债	1155	1155	1155	1155	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	12122	14712	16754	16950	每股收益(元)	1.00	1.35	1.64	2.03
少数股东权益	20	8	-10	-30	每股净资产(元)	9.04	10.28	11.77	13.64
					发行在外股份(百万股)	571	742	742	742
归属母公司股东权益	7709	8626	9728	11121	ROIC(%)	6.0%	6.9%	7.4%	8.7%
负债和股东权益	19851	23347	26472	28041	ROE(%)	9.4%	11.5%	12.3%	13.4%
					毛利率(%)	40.0%	39.8%	39.7%	39.8%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	6.2%	6.9%	7.3%	8.0%
经营活动现金流	3175	1702	1345	2465	资产负债率(%)	61.1%	63.0%	63.3%	60.4%
投资活动现金流	-235	-835	-706	-668	收入增长率(%)	2.9%	20.3%	15.1%	12.9%
筹资活动现金流	-1864	284	-406	-514	净利润增长率(%)	69.8%	34.7%	21.0%	24.0%
现金净增加额	1077	1151	233	1283	P/E	46.34	34.40	28.44	22.93
折旧和摊销	260	223	260	297	P/B	5.14	4.52	3.95	3.41
资本开支	247	614	447	373	EV/EBITDA	24.05	19.89	16.41	12.76
营运资本变动	1947	509	-64	727					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>