

白酒业务稳增趋势不变，包材及费用确认致业绩波动

——顺鑫农业三季度点评

季报点评

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

张向伟(联系人)

zhangxiangwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280119090008

● 2019Q3 收入增速符合预期，维持“强烈推荐”评级

公司公布 2019 年三季报，实现营收 110.62 亿元/+20.19%；归母净利润 6.65 亿元/+23.93%。2019Q3 实现营收 26.46 亿元/+34.25%；归母净利润 0.17 亿元/-69.71%，主要系高基数下费用确认节奏影响及包材价格上升导致白酒板块毛利率下降所致。预收账款 48.26 亿元，同比增长 56%，环比下降 3%；前三季度收入+预收款 158.88 亿元/+29%。基于公司白酒业务稳健增长，包材涨价致成本大幅度增加，我们调高 2019 年收入预测，同时调低 2019 年盈利预测，调整前预计公司 2019~2021 年归母净利润 12.07/15.32/18.48 亿元，调整后分别为 9.33/11.03/12.65 亿元，同比增长 25.4%/18.2%/14.7%，对应 EPS 为 1.26/1.49/1.71 元。当前股价对应 2019~2020 年的 PE 为 42.7/36.2/31.5 倍。京味符合“新市民”诉求，培育更高 30-50 元价位段产品或致阶段性费用抬升，“牛二”持续受益低线光瓶酒集中度提升趋势不变，维持“强烈推荐”评级。

● 白酒业务稳增，猪肉业务营收快速增长

2019Q3 公司实现营业收入 26.46 亿元，同增 34.25%，增速创 3 年来最好水平。除白酒业务稳定增长外，预计占比约 18%的猪肉板块贡献较大，2019Q3 北京生猪价格同比增长 27.6%。白酒板块方面，2019 年公司坚持深分销、调结构、树样板策略，以创意堂等大商为依托，发挥渠道高毛利、高周转优势，加大阜外市场开拓，预计长三角、珠三角板块市场仍保持 40%以上增长。

● “牛二”深耕低线光瓶酒，受益集中度提升趋势不变

传统光瓶酒市场总容量预计 800 亿左右，有容量大、品牌多、集中度低等特点，而量跌价增的持续升级趋势已然得到验证，全国范围内大众光瓶酒呈现 3 个核心价位段，15 元、30 元和 50 元，牛二以京味文化及品质优势深耕全国，已然成为 15 元价位段大单品。当然，未来突破消费认知，以特制、珍品、百年等产品线拉升品牌认知，也必然伴随费用前置投入。

● 包材价格上涨带动毛利率下降，费用确认拖累三季度盈利能力

报告期内公司毛利率 34.91%，同降 3.24pct，主要系 2018Q3 以来环保因素致玻瓶和保装纸价格大幅度上升，白酒板块成本提升，叠加低毛利猪肉板块快速增长所致。两费方面，2019Q1-Q3 销售费用率 9.33%，同降 1.16pct；其中 2019Q3 销售费用 1.76 亿元/+109%，销售费用率 7.6%，同升 2.4pct，主要系新品推广，市场费用投放加大，叠加确认部分赞助费用所致；管理费用率 5.45%，同降 0.46pct。净利率 6.07%，同升 0.42pct。2019Q3 现金回款 30.80 亿元/+40%，增速创 2017 年以来最好水平。

● **风险提示：**食品安全风险、高价位段新品培育效果不及预期风险、白酒从量消费税税率提高等风险。

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	14,471	16,874	19,330
增长率(%)	4.8	2.9	19.8	16.6	14.6
净利润(百万元)	438	744	933	1,103	1,265
增长率(%)	6.3	69.8	25.4	18.2	14.7
毛利率(%)	33.9	40.0	35.4	35.4	35.9
净利率(%)	3.7	6.2	6.4	6.5	6.5
ROE(%)	6.2	9.4	11.0	11.6	11.8
EPS(摊薄/元)	0.59	1.00	1.26	1.49	1.71
P/E(倍)	91.0	53.6	42.7	36.2	31.5
P/B(倍)	6.6	5.9	5.3	4.7	4.1

敬请参阅最后一页免责声明

-1-

证券研究报告

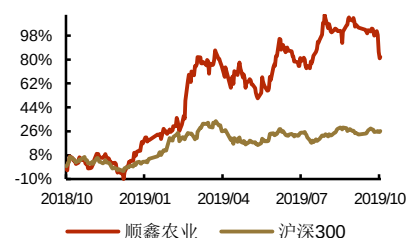
强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.10.25

收盘价(元):	46.5
一年最低/最高(元):	29.5/63.48
总股本(亿股):	7.42
总市值(亿元):	344.92
流通股本(亿股):	7.42
流通市值(亿元):	344.92
近3月换手率:	65.99%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-14.56	2.65	34.46
绝对	-13.89	3.84	56.45

相关报告

《业绩稳增符合预期，品质+“京味”文化助力“牛二”深耕全国》2019-08-25

《产销两旺，预收大增，“牛二”开启深度全国化进程》2019-03-16

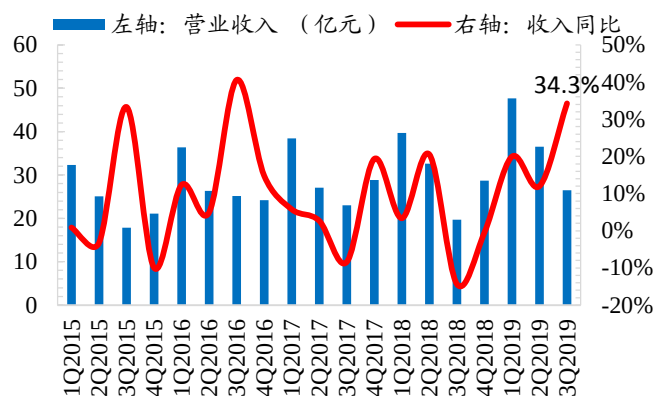
《顺鑫农业：全国化“光瓶酒”龙头品牌，营收加速上涨可期》2018-07-03

表1: 2018-2019 年顺鑫农业财务数据

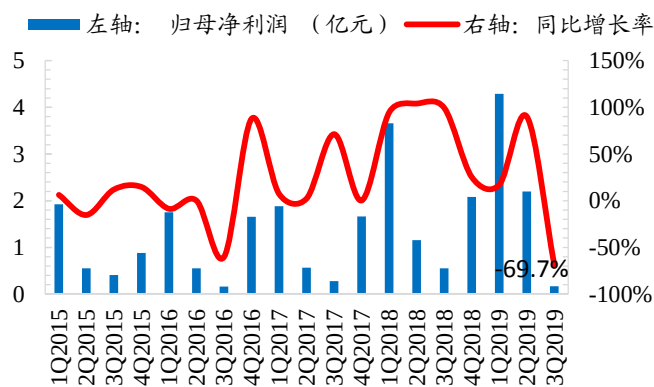
单位: 百万元

	单季数据		三季报数据		原因分析
	2018Q3	2019Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	
营业收入	1,971	2,646	9,203	11,062	(1) 白酒板块稳定增长。 (2) 猪肉价格上涨致猪肉板块收入快速增长。 (3) 白酒包材等原材料价格同期上涨, 毛利下降。 (4) 低毛利猪肉增长快于白酒板块。
%同比增长率	-14%	34%	4%	20%	
营业成本	1,335	1,883	5,692	7,200	
%毛利率	32%	29%	38%	35%	
销售费用	84	176	965	1,032	(1) 市场费用投放增加, 赞助等销售费用三季度确认。
%营业收入	4%	7%	10%	9%	
管理费用	143	195	543	590	
%营业收入	7%	8%	6%	5%	
财务费用	30	25	117	102	
%营业收入	2%	1%	1%	1%	
营业利润	80	24	732	937	
%同比增长率	98%	-70%	90%	28%	
利润总额	81	24	731	937	(1) 毛利下降。 (2) 地产亏损扩大, 计提损失。
%同比增长率	100%	-70%	90%	28%	
所得税费用	39	5	211	265	
%实际税率	2%	0%	2%	2%	
净利润	42	19	520	671	
%同比增长率	49%	-53%	87%	29%	
归母净利润	55	17	536	665	
%同比增长率	99%	-70%	97%	24%	

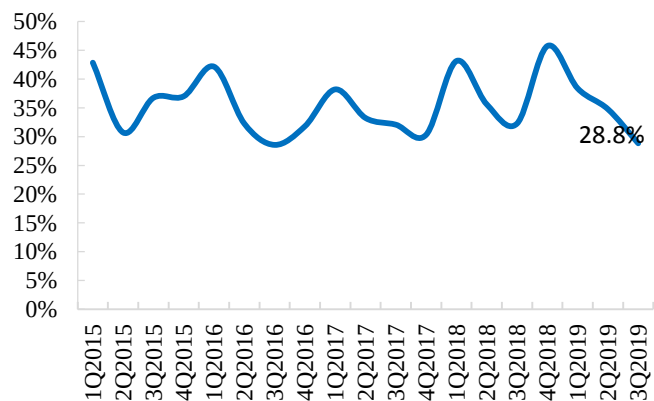
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图1： 2015Q1-2019Q3 单季营业收入及同比

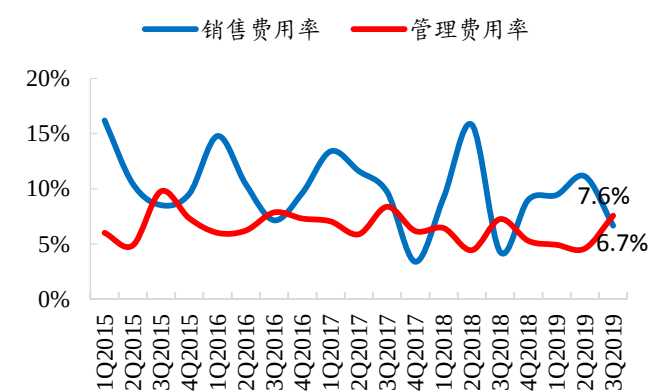
资料来源：公司季报，新时代证券研究所

图2： 2015Q1-2019Q3 单季归母净利润及同比

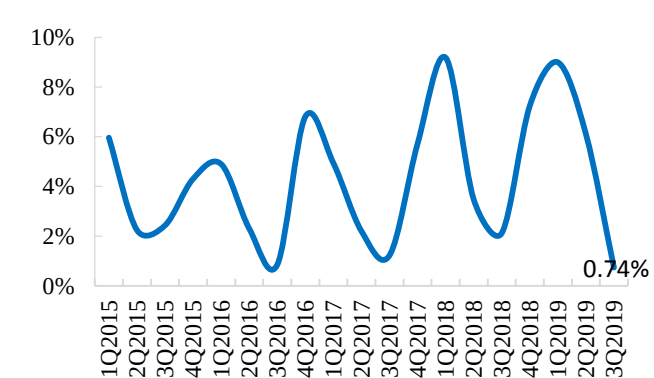
资料来源：公司季报，新时代证券研究所

图3： 2015Q1-2019Q3 单季毛利率

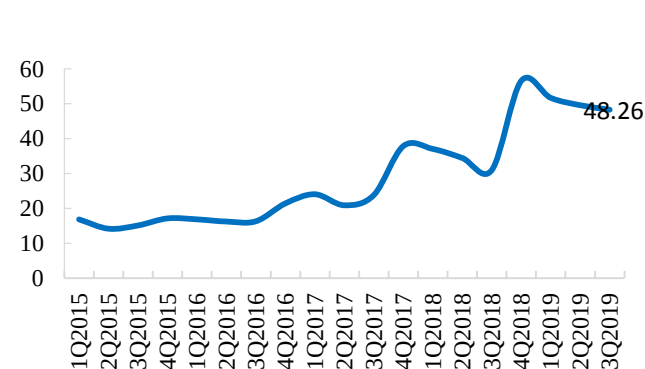
资料来源：公司季报，新时代证券研究所

图4： 2015Q1-2019Q3 单季销售费用率和管理费用率

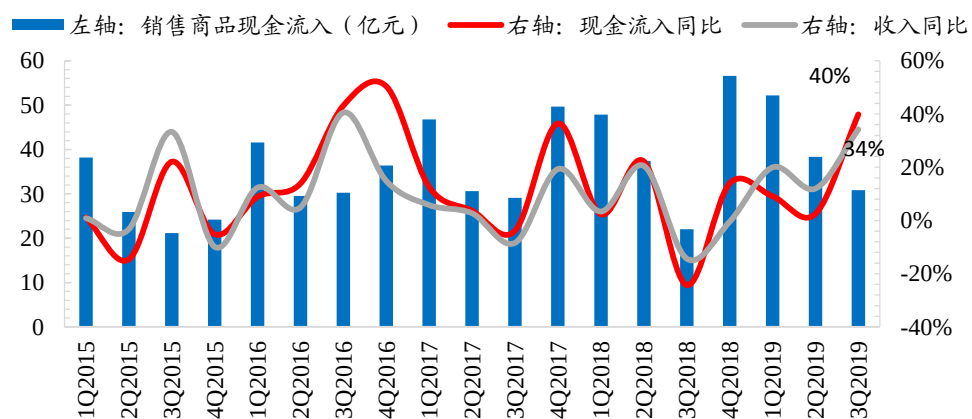
资料来源：公司季报，新时代证券研究所

图5： 2015Q1-2019Q3 单季净利率

资料来源：公司季报，新时代证券研究所

图6： 2015Q1-2019Q3 公司预收账款（百万元）

资料来源：公司季报，新时代证券研究所

图7： 2015Q1-2019Q3 销售商品现金流入及其同比增速

资料来源：公司季报，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	18355	26509	22712
现金	5096	6172	8679	14939	11225
应收票据及应收账款合计	406	298	546	438	689
其他应收款	25	26	35	36	45
预付账款	215	181	294	260	375
存货	7817	8213	7369	9405	8946
其他流动资产	281	431	1431	1431	1431
非流动资产	4571	4530	5126	5637	6100
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3180	3149	3694	4213	4710
无形资产	771	751	709	666	626
其他非流动资产	620	630	723	759	763
资产总计	18412	19851	23481	32146	28811
流动负债	8174	8756	11701	19609	15457
短期借款	3400	2000	4000	4000	4000
应付票据及应付账款合计	279	258	2928	3550	1707
其他流动负债	4495	6497	4773	12059	9751
非流动负债	3111	3366	3196	2936	2584
长期借款	2823	2211	2041	1781	1429
其他非流动负债	288	1155	1155	1155	1155
负债合计	11285	12122	14896	22545	18041
少数股东权益	39	20	28	34	35
股本	571	571	742	742	742
资本公积	2798	2798	2627	2627	2627
留存收益	2719	3340	4140	5084	6157
归属母公司股东权益	7088	7709	8557	9567	10735
负债和股东权益	18412	19851	23481	32146	28811

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2471	3175	954	7132	-2742
净利润	442	728	941	1110	1266
折旧摊销	254	260	222	261	302
财务费用	158	144	-61	-121	-145
投资损失	-95	-1	-72	-89	-64
营运资金变动	1652	1947	-92	5952	-4124
其他经营现金流	60	98	15	19	24
投资活动现金流	-91	-235	-762	-702	-723
资本支出	208	247	596	512	462
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	118	12	-166	-191	-261
筹资活动现金流	-423	-1864	2314	-169	-249
短期借款	229	-1400	2000	0	0
长期借款	-32	-612	-171	-260	-352
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	485	91	103
现金净增加额	1957	1077	2507	6260	-3714

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	14471	16874	19330
营业成本	7753	7250	9349	10903	12387
营业税金及附加	1293	1600	1881	2194	2513
营业费用	1150	1224	1302	1552	1836
管理费用	800	681	724	861	967
研发费用	0	14	4	6	9
财务费用	158	144	-61	-121	-145
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	1327	1548	1804
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	1323	1545	1801
所得税	195	331	382	435	535
净利润	442	728	941	1110	1266
少数股东损益	4	-16	8	7	0
归属母公司净利润	438	744	933	1103	1265
EBITDA	1130	1401	1574	1757	2006
EPS(元)	0.59	1.00	1.26	1.49	1.71

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	4.8	2.9	19.8	16.6	14.6
营业利润(%)	16.3	66.7	24.9	16.6	16.5
归属于母公司净利润(%)	6.3	69.8	25.4	18.2	14.7
获利能力					
毛利率(%)	33.9	40.0	35.4	35.4	35.9
净利率(%)	3.7	6.2	6.4	6.5	6.5
ROE(%)	6.2	9.4	11.0	11.6	11.8
ROIC(%)	7.0	11.6	13.0	54.4	18.3
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3	61.1	63.4	70.1	62.6
净负债比率(%)	24.1	-10.4	-11.3	-77.4	-37.3
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.4	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
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	1.26	1.49	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	4.07	1.29	9.61	-3.70
每股净资产(最新摊薄)	8.21	9.04	10.19	11.55	13.12
估值比率					
P/E	91.0	53.6	42.7	36.2	31.5
P/B	6.6	5.9	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	36.9	27.9	24.7	18.5	17.9

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/>