

顺鑫农业(000860)/饮料制造

样板市场表现强劲，全国复制拓展可期

评级：买入(维持)

市场价格：51.10

分析师：范劲松
执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

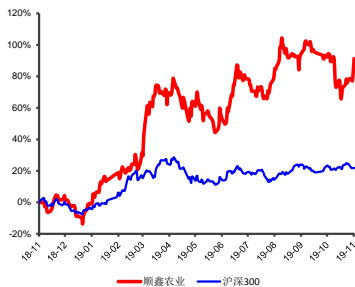
Email：fangzq@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐
执业证书编号：S0740518070005

Email：gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 742 |
| 流通股本(百万股) | 742 |
| 市价(元) | 51.10 |
| 市值(百万元) | 37,900 |
| 流通市值(百万元) | 37,900 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 顺鑫农业(000860.SZ)_深度报告：牛二依旧牛，再论顺鑫的成长性
- 2 顺鑫农业(000860.SZ)_三季报点评：费用确认致利润波动，白酒增长依旧稳健
- 3 顺鑫农业(000860.SZ)_中报点评：牛栏山稳健增长，产品迭代初显成效
- 4 顺鑫农业(000860.SZ)_一季报点评：业绩符合预期，牛栏山继续稳健增长

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,734 | 12,074 | 14,531 | 16,857 | 19,180 |
| 增长率 yoy% | 4.79% | 2.90% | 20.35% | 16.00% | 13.78% |
| 净利润 | 438 | 744 | 1,203 | 1,603 | 2,090 |
| 增长率 yoy% | 6.25% | 69.78% | 61.59% | 33.25% | 30.40% |
| 每股收益(元) | 0.77 | 1.30 | 1.62 | 2.16 | 2.82 |
| 每股现金流量 | 3.33 | 4.28 | 6.91 | 8.09 | 10.27 |
| 净资产收益率 | 6.18% | 9.65% | 14.73% | 16.91% | 18.67% |
| P/E | 86.47 | 50.93 | 31.52 | 23.65 | 18.14 |
| PEG | 1.59 | 1.19 | 0.75 | 0.44 | 0.42 |
| P/B | 5.35 | 4.92 | 4.64 | 4.00 | 3.39 |

备注：

投资要点

- 近日我们走访了顺鑫农业公司、牛栏山华东样板渠道，反馈华东地区全年继续保持快速增长，明年开门红可期，同时样板市场产品结构继续升级，渠道高利润高周转自我驱动力充足。我们认为公司短中长期成长逻辑清晰，样板市场的成功有望逐渐向全国复制，收入的提升也会推升利润率水平的提升，我们对公司未来3年白酒成长的信心仍足，预计市值长期依旧具备翻倍的空间。
- 华东地区全年增速靓丽，明年一季度开门红可期。2019年牛栏山华东地区收入预计接近29亿元(销售公司口径)，增速超40%。其中浙江、上海更快，增速预计50%以上。华东地区已经提前准备明年的开门红任务，我们预计开门红的时间阶段收入在全年占比为55%，去年为50%，前几年为40%，开门红阶段占比持续提升，我们认为开门红完成情况可以作为全年任务实现概率的风向标，后续值得重点跟踪，从经销商的反馈来看，打款积极，部分经销商计划超额完成任务。华东市场作为牛二省外最好的样板市场，其成功的模式有望复制到其他省份，样板市场的成功有利于全国化的拓展，结合我们对其他省份的了解，我们预计明年Q1白酒快速增长值得期待。
- 产品：新品快速放量，产品结构进一步升级。分产品来看，2019年华东地区白牛二增速预计约30%，新品增速更快，预计达到翻番增长，其中20-25元产品表现更优。新品快速放量带动产品结构持续优化，预计华东地区白牛二占比已降至65%-70%，去年约为72%，预计20元以上产品占比超过30%，基本实现了年初对于产品结构的规划，我们预计公司将通过产品升级迭代而非提价的方式实现盈利能力提升，长期来看白酒净利率有望持续提升。
- 渠道：经销商利润率高，资金周转快，终端覆盖率持续提升。分渠道来看，华东地区收入增长主要来自于两方面：一方面，华东地区传统经销商新增有限，增长主要来自于单店销量增长，挤占了一些竞品份额，目前牛二终端覆盖率预计达到95%以上；另一方面渠道细化，新增了一部分餐饮经销商。据渠道反馈，牛栏山经销商具备两方面优势：1)单品利润率高，牛二的经销商利润率超过30%，新品利润率更高，厂家会给予新品陈列活动以一定费用支持；2)资金周转快，终端销售商资金一个月可周转1-2次，最高的时候每个月可达3次。高利润和高周转保障了渠道充足的利润空间，许多经销商只做牛栏山产品，因此忠诚度高、自我驱动力足。
- 短中长期逻辑清晰，牛二增长潜力仍旧充足。从短期来看，公司当前继续以提升市场覆盖率和占有率为主，目前北京大本营占比不到30%，初步全

国化已经形成，18 年已经形成了 22 个过亿市场，后续将重点培育样板市场。在此基础上，公司将继续优化产品结构，未来 20-50 元价位是重点方向，从今年来看公司新品如珍品和精制陈酿等动销明显好于去年。长期来看，在千亿规模的低端酒市场上，目前公司市占率约 10%，有望凭借渠道下沉壁垒+品牌优势+自然动销模式持续收割地产酒和竞品的市场份额。同时，随着公司海南项目和下坡屯项目逐渐确认收入，公司主业愈加清晰，我们预计业绩弹性有望得到充分体现，当前公司股价对应 2020 年 EPS 仅约 23 倍，明年业绩增速预计在 30%以上，公司市值仍被低估，我们持续重点推荐。

- **投资建议：维持“买入”评级，持续重点推荐。**我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 145.31、168.57、191.80 亿元，同比增长 20.35%、16.00%、13.78%；实现净利润分别为 12.03、16.03、20.90 亿元，同比增长 61.59%、33.25%、30.40%，对应 EPS 分别为 1.62、2.16、2.82 元。
- **风险提示：**房地产业务剥离速度放缓、公司机制改善进度低于预期、低端酒竞争加剧。

图表 1: 顺鑫农业三大财务报表预测 (单位: 百万元)

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业总收入 | 11,734 | 12,074 | 14,531 | 16,857 | 19,180 | 货币资金 | 5,096 | 6,172 | 11,625 | 13,486 | 20,339 |
| 增长率 | 4.8% | 2.9% | 20.3% | 16.0% | 13.8% | 应收款项 | 431 | 323 | 707 | 436 | 851 |
| 营业成本 | -7,753 | -7,250 | -8,792 | -10,026 | -11,119 | 存货 | 7,817 | 8,213 | 10,308 | 10,852 | 12,973 |
| %销售收入 | 66.1% | 60.0% | 60.5% | 59.5% | 58.0% | 其他流动资产 | 496 | 612 | 960 | 511 | 1,043 |
| 毛利 | 3,980 | 4,825 | 5,739 | 6,831 | 8,062 | 流动资产 | 13,841 | 15,321 | 23,601 | 25,285 | 35,206 |
| %销售收入 | 33.9% | 40.0% | 39.5% | 40.5% | 42.0% | %总资产 | 75.2% | 77.2% | 85.0% | 86.4% | 90.4% |
| 营业税金及附加 | -1,293 | -1,600 | -1,700 | -1,972 | -2,244 | 长期投资 | 60 | 59 | -7 | -32 | -63 |
| %销售收入 | 11.0% | 13.3% | 11.7% | 11.7% | 11.7% | 固定资产 | 3,180 | 3,149 | 2,959 | 2,766 | 2,572 |
| 营业费用 | -1,150 | -1,224 | -1,308 | -1,433 | -1,573 | %总资产 | 17.3% | 15.9% | 10.7% | 9.5% | 6.6% |
| %销售收入 | 9.8% | 10.1% | 9.0% | 8.5% | 8.2% | 无形资产 | 771 | 751 | 711 | 670 | 630 |
| 管理费用 | -800 | -681 | -741 | -843 | -959 | 非流动资产 | 4,571 | 4,530 | 4,180 | 3,967 | 3,736 |
| %销售收入 | 6.8% | 5.6% | 5.1% | 5.0% | 5.0% | %总资产 | 24.8% | 22.8% | 15.0% | 13.6% | 9.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 738 | 1,320 | 1,990 | 2,583 | 3,286 | 资产总计 | 18,412 | 19,851 | 27,780 | 29,252 | 38,941 |
| %销售收入 | 6.3% | 10.9% | 13.7% | 15.3% | 17.1% | 短期借款 | 3,400 | 2,000 | 2,491 | 31 | 0 |
| 财务费用 | -158 | -144 | -182 | -185 | -167 | 应付款项 | 4,122 | 5,973 | 12,870 | 16,643 | 24,596 |
| %销售收入 | 1.3% | 1.2% | 1.3% | 1.1% | 0.9% | 其他流动负债 | 651 | 783 | 753 | 729 | 755 |
| 资产减值损失 | 36 | 41 | 30 | 30 | 30 | 流动负债 | 8,174 | 8,756 | 16,114 | 17,403 | 25,352 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 789 | 1,113 | 1,113 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 95 | 1 | 1 | 1 | 1 | 其他长期负债 | 2,322 | 2,253 | 2,353 | 2,309 | 2,305 |
| %税前利润 | 13.4% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 11,285 | 12,122 | 19,579 | 19,713 | 27,657 |
| 营业利润 | 711 | 1,218 | 1,839 | 2,429 | 3,150 | 普通股股东权益 | 7,088 | 7,709 | 8,163 | 9,477 | 11,190 |
| 营业利润率 | 6.1% | 10.1% | 12.7% | 14.4% | 16.4% | 少数股东权益 | 39 | 20 | 38 | 62 | 94 |
| 营业外收支 | -1 | -3 | -3 | -2 | -3 | 负债股东权益合计 | 18,412 | 19,851 | 27,780 | 29,252 | 38,941 |
| 税前利润 | 710 | 1,215 | 1,837 | 2,427 | 3,147 | | | | | | |
| 利润率 | 6.1% | 10.1% | 12.6% | 14.4% | 16.4% | 比率分析 | | | | | |
| 所得税 | -195 | -331 | -556 | -740 | -965 | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税率 | 27.4% | 27.3% | 30.3% | 30.5% | 30.7% | 每股指标 | | | | | |
| 净利润 | 442 | 728 | 1,221 | 1,627 | 2,122 | 每股收益 (元) | 0.59 | 1.00 | 1.62 | 2.16 | 2.82 |
| 少数股东损益 | 4 | -16 | 18 | 24 | 32 | 每股净资产 (元) | 9.56 | 10.39 | 11.00 | 12.78 | 15.09 |
| 归属于母公司的净利润 | 438 | 744 | 1,203 | 1,603 | 2,090 | 每股经营现金净流 (元) | 3.33 | 4.28 | 6.91 | 8.09 | 10.27 |
| 净利率 | 3.7% | 6.2% | 8.3% | 9.5% | 10.9% | 每股股利 (元) | 0.12 | 0.12 | 0.29 | 0.39 | 0.51 |
| | | | | | | 回报率 | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | 净资产收益率 | 6.18% | 9.65% | 14.73% | 16.91% | 18.67% |
| 净利润 | 442 | 728 | 1,221 | 1,627 | 2,122 | 总资产收益率 | 2.40% | 3.67% | 4.39% | 5.56% | 5.45% |
| 加: 折旧和摊销 | 254 | 260 | 240 | 243 | 245 | 投入资本收益率 | 6.58% | 10.05% | 25.05% | 98.68% | -93.81% |
| 资产减值准备 | 36 | 41 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业总收入增长率 | 4.79% | 2.90% | 20.35% | 16.00% | 13.78% |
| 财务费用 | 203 | 191 | 182 | 185 | 167 | EBIT增长率 | -1.01% | 60.70% | 53.24% | 30.24% | 27.50% |
| 投资收益 | -95 | -1 | -1 | -1 | -1 | 净利润增长率 | 6.25% | 69.78% | 61.59% | 33.25% | 30.40% |
| 少数股东损益 | 4 | -16 | 18 | 24 | 32 | 总资产增长率 | 3.24% | 7.81% | 39.94% | 5.30% | 33.12% |
| 营运资金的变动 | 1,058 | 2,993 | 3,487 | 3,946 | 5,086 | 资产管理能力 | | | | | |
| 经营活动现金净流 | 2,471 | 3,175 | 5,129 | 6,000 | 7,619 | 应收账款周转天数 | 5.3 | 3.2 | 5.9 | 4.8 | 4.7 |
| 固定资本投资 | 70 | 100 | -60 | -60 | -50 | 存货周转天数 | 239.6 | 239.0 | 229.4 | 225.9 | 223.6 |
| 投资活动现金净流 | -91 | -235 | 28 | -14 | 2 | 应付账款周转天数 | 16.9 | 13.3 | 16.1 | 15.4 | 15.0 |
| 股利分配 | -86 | -86 | -216 | -288 | -376 | 固定资产周转天数 | 99.6 | 94.3 | 75.7 | 61.1 | 50.1 |
| 其他 | -338 | -1,779 | 513 | -3,837 | -391 | 偿债能力 | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -423 | -1,864 | 296 | -4,126 | -767 | 净负债/股东权益 | 4.92% | -95.92% | -98.12% | -194.49% | -125.00% |
| 现金净流量 | 1,957 | 1,077 | 5,453 | 1,860 | 6,854 | EBIT利息保障倍数 | 5.0 | 8.9 | 10.8 | 13.8 | 19.5 |
| | | | | | | 资产负债率 | 61.29% | 61.07% | 70.48% | 67.39% | 71.02% |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。