

提价有望增厚利润，白酒业务价值凸显

买入（维持）

2020年01月19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	13,861	16,140	18,488
同比（%）	2.9%	14.8%	16.4%	14.6%
归母净利润（百万元）	744	985	1,480	1,964
同比（%）	69.8%	32.3%	50.2%	32.7%
每股收益（元/股）	1.00	1.33	1.99	2.65
P/E（倍）	54.27	41.00	27.29	20.57

事件

- 据微酒网消息，近日顺鑫农业全资子公司牛栏山鑫鑫贸易有限公司发布《调价通知》，因运营成本、生产成本增长，自2020年1月16日起公司将上调7大系列产品出厂价格，其中光瓶酒系列上调6元/件，珍品陈酿系列上调8元/件。

投资要点

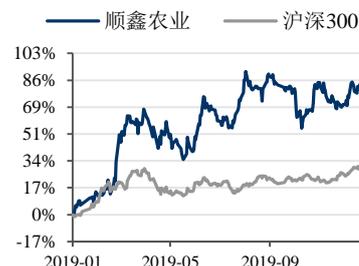
- **核心产品提价有望显著增厚业绩。**据渠道调研反馈，本次公司提价产品覆盖范围较大，牛栏山主力产品如白牛二、珍品陈酿等系列自1月16日起将提高出厂价约5%-7%水平，其中白牛二光瓶酒系列单瓶提价0.5元/瓶，珍品陈酿系列每瓶提价1元/瓶，渠道利润略增厚。考虑到公司近2-3年未提价，物流、生产成本提升部分侵蚀利润，同时相较16年公司产品认可度大幅提升，而春节消费以中高端产品为主，公司此时提价对终端及消费者影响较小预计不会对销量造成较大影响。同时本次全国范围春节打款比例近半，提价预计将在2020年下半年开始对业绩产生影响，考虑到白酒业务净利率较低的特点，预计此次提价将显著增厚20-21年利润，年均增厚利润或超1.5亿元，白酒业务净利率水平直接提升1.0-1.5pct水平。

- **旺季动销助力业绩增长，白酒业务价值凸显。**公司19年白酒业务稳健增长，北京地区以结构升级为主线，主推35-50元价格带产品全国化进程同样进展顺利，19年公司华东样板市场保持高速增长，渠道反馈华东、华南、山东、安徽等地区增速均超30%，预计20-21年外埠区域仍可维持高速扩张势头，在当前光瓶酒头部集中+结构升级背景下，预计白酒业务20-21年仍可保持15%以上增长，白酒业务资产价值愈发清晰。同时，公司在渠道管理和经销商合作方面能力领先，渠道利润充足，20年春节销售旺季临近，渠道反馈经销商打款情况较为积极，终端动销状况良好，有望助力公司业绩增长。此外，受猪肉价格高企影响，公司19全年猪肉业务预计将扭亏为盈，亦将对业绩形成支持。

- **盈利预测与投资评级：**长期来看，公司牛栏山全国性品牌优势突出，渠道资源整合及经销商合作理念领先行业，未来将充分受益光瓶酒市场头部集中，产品结构升级以及全国化扩张趋势带来的高质量增长。我们预计19-21年公司营收为139/161/185亿，同比增长14.8%/16.4%/14.6%；归母净利润为9.9/14.8/19.6亿，同比增长32.3%/50.2%/32.7%；对应EPS分别为1.33/1.99/2.65元，对应PE分别为41/27/21X，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等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.45
一年最低/最高价	28.08/55.50
市净率(倍)	5.54
流通A股市值(百万元)	40389.21

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)：Q3白酒表现平稳，总部费用拖累业绩》2019-10-27
- 2、《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
- 3、《顺鑫农业(000860)：业绩符合预期，猪肉地产略有拖累》2019-04-28

顺鑫农业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15321	17650	20027	21196	营业收入	12074	13861	16140	18488
现金	6172	7624	8070	9754	减:营业成本	7250	8359	9421	10456
应收账款	74	124	234	382	营业税金及附加	1600	1816	2114	2403
存货	8213	8673	10553	8991	营业费用	1224	1525	1711	1923
其他流动资产	861	1229	1170	2069	管理费用	681	744	807	934
非流动资产	4530	4932	5413	5852	财务费用	144	-26	-66	-82
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	41	26	30	35
固定资产	3149	3525	4014	4489	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	235	312	373	398	其他收益	0	0	0	0
无形资产	751	709	666	626	营业利润	1063	1418	2123	2820
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	22582	25440	27049	利润总额	1059	1417	2121	2818
流动负债	8756	10858	12622	12742	减:所得税费用	331	443	663	881
短期借款	2000	2000	2049	1800	少数股东损益	-16	-11	-22	-27
应付账款	258	468	351	695	归属母公司净利润	744	985	1480	1964
其他流动负债	6497	8389	10223	10247	EBIT	1141	1400	2069	2718
非流动负债	3366	3107	2854	2518	EBITDA	1401	1617	2318	3006
长期借款	2211	1952	1700	1363					
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	13965	15476	15260	每股收益(元)	1.00	1.33	1.99	2.65
少数股东权益	20	8	-14	-40	每股净资产(元)	9.04	10.26	12.10	14.60
					发行在外股份(百万股)	571	742	742	742
归属母公司股东权益	7709	8609	9977	11830	ROIC(%)	6.0%	6.8%	9.2%	11.2%
负债和股东权益	19851	22582	25440	27049	ROE(%)	9.4%	11.3%	14.6%	16.4%
					毛利率(%)	40.0%	39.7%	41.6%	43.4%
					销售净利率(%)	6.2%	7.1%	9.2%	10.6%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率(%)	61.1%	61.8%	60.8%	56.4%
经营活动现金流	3175	1901	1366	2974	收入增长率(%)	2.9%	14.8%	16.4%	14.6%
投资活动现金流	-235	-618	-729	-727	净利润增长率(%)	69.8%	32.3%	50.2%	32.7%
筹资活动现金流	-1864	169	-339	-414	P/E	54.27	41.00	27.29	20.57
现金净增加额	1077	1452	297	1833	P/B	6.02	5.31	4.50	3.73
折旧和摊销	260	217	250	288	EV/EBITDA	28.26	23.72	16.29	11.81
资本开支	247	402	481	440					
营运资本变动	1947	736	-275	831					

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>

