

Q1 利润增速低于预期，长期看好牛栏山成长性



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——顺鑫农业（000860）2020年一季报点评

事件：顺鑫农业发布2020年一季报，报告期内公司实现营业收入55.24亿元，同比增长15.93%；实现归属母公司净利润3.53亿元，同比减少17.64%。

点评

❖ 猪肉业务占比提升致毛利率大幅下滑，利润增长不及预期

2020Q1公司营业收入同比+15.93%，营业成本同比+34.64%，销售毛利率为28.44%，较2019年的36.20%大幅下滑7.76pct，预计毛利率下滑主因低毛利猪肉业务占比较高所致。渠道调研反馈，预计白酒收入同比持平，但考虑到母公司20Q1预收账款为36.58亿元，环比减少18.29亿元，环比下滑主因结转销售收入所致，预计20Q1白酒收入有所下滑。此外，期间费用率同比-3.37pct至11.62%，其中销售费用率同比-1.57pct至6.57%，管理费用率分别同比-0.51pct至3.67%。经营活动现金流量净额为-8.58亿元，同比-462.80%，主因合同负债结转收入导致销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。整体来看，20Q1归属净利润同比-17.64%，利润增长不及预期主因：1)短期疫情使得牛栏山销量承压叠加生猪价格维持高位，整体毛利率大幅下滑；2)19Q1净利润基数较高。

❖ 疫情冲击下牛栏山具备刚需防御属性，继续看好公司长期成长性

公司节前回款正常，疫情冲击下以自饮消费为主的光瓶牛栏山具备刚需防御属性，总体影响可控。2020年牛栏山的工作总基调为“稳增长、增存量、提质量”，一方面通过深分销持续推进全国化布局，另一方面通过调结构树立品牌势能，打开成长新空间。考虑到低端白酒市场规模约2000亿，但CR3仅为12%，牛栏山有望凭借全国化品牌、产品高性价比、渠道利润丰厚持续提升市占率。

❖ 维持公司“增持”评级

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为162.92、183.26、207.11亿元；归属净利润分别为9.27、12.38、16.36亿元；EPS分别为1.44、1.94、2.52元/股，对应当前PE分别为45.21、33.88、25.63倍。短期以自饮消费为主的光瓶牛栏山具备刚需防御属性，长期有望凭借高性价比优势持续提升市占率，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；疫情持续时间拉长风险；食品安全风险；外埠渠道拓展风险。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	14900.14	16292.39	18325.93	20711.27
+/-%	23.40%	9.34%	12.48%	13.02%
归属母公司股东净利润(百万)	809.23	927.38	1237.51	1635.93
+/-%	8.73%	14.60%	33.44%	32.20%
EPS(元)	1.09	1.25	1.67	2.21
PE	51.81	45.21	33.88	25.63

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期2020/04/27

④ 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2020/04/27
前收盘价	56.52元
公司评级	增持评级

④ 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

④ 联系人

郭晓东
证书编号：S1100119080011
021-68595118
guoxiaodong@cczq.com

④ 川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号 中海国际中心15楼， 100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177号中海国际中心B座17楼，610041

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
利润表 (人民币, 百万)		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	经营性现金净流量	3187.7	1312.6	773.8	1520.6	1416.9	
营业收入	12074.4	14900.1	16292.4	18325.9	20711.3		投资性现金净流量	-234.6	-105.6	-200.0	-200.0	-200.0	
减:营业成本	7249.6	9506.8	10235.0	11290.7	12529.1		筹资性现金净流量	-1864.2	707.2	-369.3	-370.1	-370.9	
营业税金及附加	1600.3	1709.8	1869.6	2103.0	2376.7		现金流量净额	1088.9	1914.2	204.5	950.5	845.9	
营业费用	1223.8	1430.2	1792.2	2015.9	2278.2								
管理费用	680.8	838.5	1107.9	1282.8	1449.8								
财务费用	143.6	125.0	104.4	81.2	51.1								
资产减值损失	41.1	-93.6	80.0	80.0	80.0		财务分析和估值指标		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
加:投资收益	1.1	11.1	0.0	0.0	0.0		盈利能力						
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		毛利率	40.0%	36.2%	37.2%	38.4%	39.5%	
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		销售净利率	6.2%	5.5%	5.8%	6.8%	8.0%	
营业利润	1062.8	1185.9	1103.4	1472.4	1946.4		ROE	9.7%	10.9%	11.2%	13.1%	15.0%	
加:其他非经营损益	-3.4	-1.2	0.0	0.0	0.0		ROA	6.6%	6.1%	5.2%	6.2%	7.3%	
利润总额	1059.4	1184.7	1103.4	1472.4	1946.4		ROIC						
减:所得税	331.3	366.3	165.5	220.9	292.0		成长能力						
净利润	728.1	818.4	937.9	1251.5	1654.4		销售收入增长率	2.9%	23.4%	9.3%	12.5%	13.0%	
减:少数股东损益	-16.2	9.2	10.5	14.0	18.5		净利润增长率	69.4%	9.2%	14.5%	33.4%	32.2%	
归属母公司股东净利润	744.3	809.2	927.4	1237.5	1635.9								
资产负债表 (人民币, 百万)							资本结构						
货币资金	5576.2	7789.1	7993.6	8944.1	9790.0		资产负债率	59.5%	65.4%	63.9%	61.9%	59.8%	
应收和预付款项	504.2	838.0	785.8	1028.2	1008.9		流动比率	1.8	1.5	1.5	1.5	1.6	
存货	8213.1	8159.8	9467.2	9978.0	11599.9		速动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	
其他流动资产	431.1	480.4	480.4	480.4	480.4		经营效率						
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	
投资性房地产	39.8	38.6	38.6	38.6	38.6		存货周转率	0.9	1.2	1.1	1.1	1.1	
固定资产和在建工程	3383.9	3315.4	3406.8	3478.3	3529.7		业绩和估值						
无形资产和开发支出	760.1	735.5	735.5	735.5	735.5		EPS	1.0	1.1	1.3	1.7	2.2	
其他非流动资产	159.4	118.4	113.7	109.1	109.1		BPS	10.4	10.0	11.2	12.7	14.7	
资产总计	19067.7	21475.3	23021.8	24792.3	27292.3		PE	56.3	51.8	45.2	33.9	25.6	
短期借款	2000.0	3200.0	3200.0	3200.0	3200.0		PB	5.4	5.6	5.1	4.5	3.8	
应付和预收款项	5972.6	6537.0	7421.4	8241.5	9420.8								
长期借款	2211.5	1855.8	1655.8	1455.8	1255.8								
其他负债	1154.8	2441.3	2441.3	2441.3	2441.3								
负债合计	11338.9	14034.1	14718.6	15338.6	16317.9								
股本	570.6	741.8	741.8	741.8	741.8								
资本公积	2798.5	2627.3	2627.3	2627.3	2627.3								
留存收益	4340.0	4063.7	4915.2	6051.6	7553.9								
归属母公司股东权益	7709.1	7432.7	8284.3	9420.7	10923.0								
少数股东权益	19.6	27.5	38.0	52.0	70.5								
股东权益合计	7728.7	7460.3	8322.3	9472.7	10993.5								
负债和股东权益合计	19067.7	21494.4	23021.8	24792.3	27292.3								

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004