顺鑫农业(000860)/饮料制造 业绩短期波动较大，白酒竞争力依旧

评级：买入(维持)

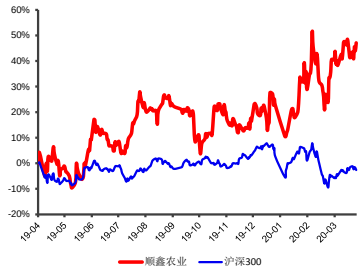
市场价格：56.52

分析师：范劲松
执业证书编号：S0740517030001
电话：021-20315138
Email：fanjs@r.qlzq.com.cn
分析师：龚小乐
执业证书编号：S0740518070005
Email：gongxl@r.qlzq.com.cn
研究助理：房昭强
Email：fangzq@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)	56.52
市值(百万元)	41,938
流通市值(百万元)	41,938

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）_中报点评：牛栏山稳健增长，产品迭代初显成效

3 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,074	14,900	16,465	18,643	20,731
增长率 yoy%	2.90%	23.40%	10.50%	13.22%	11.20%
净利润	744	809	952	1,301	1,620
增长率 yoy%	69.78%	8.73%	17.62%	36.70%	24.50%
每股收益（元）	0.77	1.30	1.28	1.75	2.18
每股现金流量	4.28	1.76	6.59	9.65	10.24
净资产收益率	9.65%	10.89%	11.22%	13.63%	14.89%
P/E	56.33	51.81	44.05	32.22	25.88
PEG	2.56	1.98	1.48	1.47	0.99
P/B	5.44	5.64	4.94	4.39	3.85

备注：

投资要点

- **事件：2019 年公司实现营业收入 149 亿元，同比增长 23.4%，归母净利润 8.09 亿元，同比增长 8.73%，每股收益 1.09 元，同比增长 8.72%；2020 年一季度实现营业收入 55.24 亿元，同比增长 15.93%，归母净利润 3.53 亿元，同比下降 17.64%。**
- **年报和一季报收入符合预期，利润低于预期。**分业务看，2019 年白酒收入 102.89 亿元，同比增长 10.91%，销量 71.76 万吨，同比增长 15.56%，北京市场微增，外阜市场实现双位数增长，白酒增速放缓主要是 2018 年快速增长基数较高，且公司完成百亿目标后（过亿市场超过 22 个），更加注重市场渠道体系和产品结构的调整，母公司报表预收款 54.87 亿元，同比增长 17.53%，占白酒收入比例达 53%，创历史新高，反映终端需求和潜在增长能力依旧较强；我们预计白酒净利润 12 亿元左右，净利率约 12%，与去年同期持平。肉类加工 33.7 亿元，同比增长 42.28%，预计屠宰业务约亏损几千万元，考虑种猪业务整体肉制品盈利几千万元；房地产收入 8.73 亿元，同比大幅增长 500.97%，主要是地产业务开始确认收入，净利润亏损 3.39 亿元，同比亏损面扩大主要是计提资产减值损失 1.09 亿。我们预计 20Q1 白酒收入同比个位数下降，母公司预收账款为 36.58 亿元，环比下降 33.33%，同比下降 10.47%，对应白酒净利润同比下降 25%左右，主要是北京地区受疫情管控严格，盒装酒等高端产品受影响较大所致；房地产业务预计亏损 3 千万元左右。
- **毛利率下降明显，期间费用率下行。**2019 年公司毛利率 36.2%，同比下降 3.76pct，其中白酒业务毛利率 48.08%，同比下降 1.54pct，主要一是包装材料和人工成本上升明显，二是白牛二低端产品在阜外市场放量所致。2019 年公司期间费用率 16.19%，同比下降 0.89pct，销售费用率 9.6%，同比下降 0.54pct，管理费用率 5.75%，同比基本持平，财务费用率 0.84%，同比下降 0.35pct；净利率 5.49%，同比下降 0.54pct。20Q1 公司毛利率为 28.44%，同比大幅下降 9.94pct，主要是受疫情影响白酒产品结构下移所致；期间费用率为 11.69%，同比下降 3.38pct，其中销售费用率 6.57%，同比下降 2.87pct，管理费用率 3.74%，同比下降 1.18pct，财务费用率 1.38%，同比提高 0.67pct。2019 年和 20Q1 经营性净现金流分别为 13.05、-8.58 亿元，同比下降 58.92%、462.80%，主要是白酒预收账款下降所致。
- **牛栏山刚需属性较强，疫情将加速品牌集中进程。**短期来看，牛栏山春节消费占比较低，疫情对其影响较小，3 月开始复工后动销恢复较快，商超

需求增长弥补部分餐饮场景缺失销量，核心产品提价效应有望在二季度开始逐步体现，我们预计全年白酒收入仍有望实现稳健增长。长期来看，目前牛栏山市占率约 10%，疫情将加快淘汰中小品牌，龙头充分受益；目前产品结构升级逐步进行，未来 20-50 元价位产品是重点发展方向，公司深度打造 1+4+N 样板市场，规模化示范效应持续显现。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，继续看好牛栏山中长期发展潜力。

- **投资建议：维持“买入”评级。**我们更新盈利预测，2020-2022 年公司收入分别为 164.7/186.4/207.3 亿元，同比增长 10.5%/13.2%/11.2%；实现净利润分别为 9.5/13.0/16.2 亿元，同比增长 17.6%、36.7%、24.5%，对应 EPS 分别为 1.28、1.75、2.18 元。
- **风险提示：**疫情持续扩散、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）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**12,074**	**14,900**	**16,465**	**18,643**	**20,731**
增长率	2.9%	23.4%	10.5%	13.2%	11.2%
营业成本	-7,250	-9,507	-10,354	-11,554	-12,658
% 销售收入	60.0%	63.8%	62.9%	62.0%	61.1%
毛利	4,825	5,393	6,112	7,089	8,073
% 销售收入	40.0%	36.2%	37.1%	38.0%	38.9%
营业税金及附加	-1,600	-1,710	-1,926	-2,107	-2,343
% 销售收入	13.3%	11.5%	11.7%	11.3%	11.3%
营业费用	-1,224	-1,430	-1,597	-1,771	-1,969
% 销售收入	10.1%	9.6%	9.7%	9.5%	9.5%
管理费用	-681	-838	-988	-1,119	-1,202
% 销售收入	5.6%	5.6%	6.0%	6.0%	5.8%
息税前利润（EBIT）	1,320	1,415	1,600	2,093	2,558
% 销售收入	10.9%	9.5%	9.7%	11.2%	12.3%
财务费用	-144	-125	-171	-149	-147
% 销售收入	1.2%	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%
资产减值损失	41	-94	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	11	1	1	1
% 税前利润	0.1%	0.9%	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	1,218	1,207	1,461	1,974	2,442
营业利润率	10.1%	8.1%	8.9%	10.6%	11.8%
营业外收支	-3	-1	-2	-2	-2
税前利润	**1,215**	**1,206**	**1,459**	**1,972**	**2,441**
利润率	10.1%	8.1%	8.9%	10.6%	11.8%
所得税	-331	-366	-433	-591	-736
所得税率	27.3%	30.4%	29.7%	30.0%	30.2%
净利润	728	818	966	1,321	1,645
少数股东损益	-16	9	14	20	25
归属于母公司的净利润	**744**	**809**	**952**	**1,301**	**1,620**
净利率	6.2%	5.4%	5.8%	7.0%	7.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	728	818	966	1,321	1,645
加：折旧和摊销	260	249	251	254	256
资产减值准备	41	94	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	191	182	171	149	147
投资收益	-1	-11	-1	-1	-1
少数股东损益	-16	9	14	20	25
营运资金的变动	2,993	-810	3,504	5,433	5,549
经营活动现金净流	**3,175**	**1,305**	**4,891**	**7,156**	**7,596**
固定资本投资	100	69	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**-235**	**-106**	**-36**	**-37**	**-27**
股利分配	-86	-86	-171	-234	-292
其他	-1,779	793	409	-5,143	-610
筹资活动现金净流	**-1,864**	**707**	**238**	**-5,377**	**-901**
现金净流量	**1,077**	**1,906**	**5,094**	**1,742**	**6,668**

资产负债表（人民币百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,172	8,079	13,172	14,914	21,583
应收款项	323	616	458	728	598
存货	8,213	8,160	12,366	10,418	13,534
其他流动资产	612	702	815	630	907
流动资产	15,321	17,557	26,811	26,690	36,621
% 总资产	77.2%	79.7%	86.5%	87.0%	90.7%
长期投资	59	39	35	33	31
固定资产	3,149	3,030	2,828	2,624	2,418
% 总资产	15.9%	13.8%	9.1%	8.6%	6.0%
无形资产	751	731	691	651	611
非流动资产	4,530	4,465	4,181	3,988	3,762
% 总资产	22.8%	20.3%	13.5%	13.0%	9.3%
资产总计	**19,851**	**22,022**	**30,991**	**30,678**	**40,383**
短期借款	2,000	3,200	3,544	607	0
应付款项	5,973	6,537	14,075	17,462	26,434
其他流动负债	783	2,301	1,245	1,443	1,663
流动负债	8,756	12,038	18,865	19,512	28,097
长期贷款	1,113	1,856	1,856	0	0
其他长期负债	2,253	668	1,748	1,556	1,324
负债	**12,122**	**14,561**	**22,468**	**21,069**	**29,421**
普通股股东权益	7,709	7,433	8,481	9,548	10,876
少数股东权益	20	28	42	62	87
负债股东权益合计	**19,851**	**22,022**	**30,991**	**30,678**	**40,383**

比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益(元)	1.00	1.09	1.28	1.75	2.18
每股净资产(元)	10.39	10.02	11.43	12.87	14.66
每股经营现金净流(元)	4.28	1.76	6.59	9.65	10.24
每股股利(元)	0.12	0.12	0.23	0.32	0.39
回报率					
净资产收益率	9.65%	10.89%	11.22%	13.63%	14.89%
总资产收益率	3.67%	3.72%	3.12%	4.31%	4.07%
投入资本收益率	10.05%	16.83%	18.72%	66.43%	-49.58%
增长率					
营业总收入增长率	2.90%	23.40%	10.50%	13.22%	11.20%
EBIT增长率	60.70%	18.73%	3.39%	31.33%	22.58%
净利润增长率	69.78%	8.73%	17.62%	36.70%	24.50%
总资产增长率	7.81%	10.94%	40.73%	-1.01%	31.63%
资产管理能力					
应收账款周转天数	3.2	2.4	3.6	3.1	3.0
存货周转天数	239.0	197.8	224.4	220.0	208.0
应付账款周转天数	13.3	10.0	13.4	12.2	11.9
固定资产周转天数	94.3	74.6	64.0	52.6	43.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-50.03%	-85.02%	-91.26%	-202.29%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	8.9	12.2	9.2	13.8	17.2
资产负债率	61.07%	66.12%	72.50%	68.68%	72.85%

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。