

20Q1 业绩短期承压，白酒资产价值依旧 买入（维持）

2020年04月29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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	14,900	16,840	19,110	21,997
同比 (%)	23.4%	13.0%	13.5%	15.1%
归母净利润 (百万元)	809	1,111	1,334	1,552
同比 (%)	8.7%	37.3%	20.1%	16.4%
每股收益 (元/股)	1.09	1.50	1.80	2.09
P/E (倍)	49.04	35.72	29.74	25.56

事件

公司发布 2020 年一季报，20Q1 实现营收 55.24 亿元 (+15.93%)，归母净利润 3.53 亿元 (-17.64%)，扣非净利 3.63 亿元 (-15.53%)。同时，公司 20Q1 毛利率 28.44%(-9.95pct)，净利率 6.44%(-2.56pct)，销售费用率 6.57%(-2.87pct)，管理费用率 (含研发费用) 3.74%(-1.18pct)。

投资要点

■ **疫情下部分区域终端动销放缓，现金流表现承压：**公司 20Q1 实现营收 55.24 亿元 (+15.93%)。根据终端反馈，公司全国范围内春节期间及疫后低端酒发货节奏稳定，但北京等地区餐饮渠道消费抑制下公司高端化进程受阻，拖累白酒收入，预计 20Q1 一季度业绩增长主要由猪肉业务贡献，白酒业务考虑预收款变化后小幅下滑。现金流方面公司 20Q1 表现承压，20Q1 末经营性净现金流为-8.86 亿 (同比-11.0 亿)，主要系预收款减少，销售商品、提供劳务收到现金减少所致。公司合同负债约 36.58 亿元 (调整前预收账款口径)，环比 19 年末减少 18.3 亿元，同比减少 4.3 亿元，预计主要受疫情冲击渠道打款节奏放缓所致。同时公司应收票据 4.3 亿 (同比+82%)，印证渠道调整节奏，期待疫情减弱后餐饮消费回暖加速公司北京区域产品高端化进程，同时带动终端动销回暖。

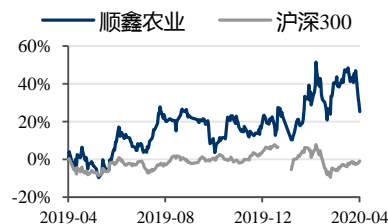
■ **收入结构拖累毛利，地产+白酒业务受损影响盈利水平：**公司 20Q1 毛利率 28.44%(-9.95pct)，或因疫情影响下餐饮渠道受限公司高端化放缓，低端产品放量拉低毛利率、低毛利猪肉业务营收占比大幅上升以及包材等原材料价格上涨导致。费用方面公司 20Q1 销售费用率 6.57%(-2.87pct) 系广宣投放费用减少，管理费用率 (含研发费用) 3.74%(-1.18pct)。公司净利率为 6.44%(-2.56pct)，主要系地产业务持续亏损约 0.3 亿元，白酒业务结构升级不畅导致净利率下行叠加 19Q1 高净利率基数影响。预计未来随疫后消费反弹优化产品结构，叠加一季度覆盖范围约 80% 的提价，覆盖包材等成本压力后毛利率水平或迎来反弹带动盈利能力上行。

■ **白酒资产仍是核心价值，聚焦主业有望提振盈利：**当前光瓶酒头部集中+结构升级背景下，公司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，全国化进程顺利同样有望助力公司业绩增长。此外，考虑到猪价变化，公司 19 全年猪肉业务预计将持续维持盈利，亦将对业绩形成支持。中长期期待公司剥离地产业务后进一步提振盈利。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年营收为 168.4/191.1/220.0 亿元，增速为 13.0%/13.5%/15.1%；归母净利润为 11.1/13.3/15.5 亿元，增速为 37.3%/20.1%/16.4%；对应 EPS 为 1.50/1.80/2.09 元。当前股价对应 PE 分别为 36/30/26X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**低端酒竞争加剧风险，生猪疫情风险，消费需求疲软

股价走势



市场数据

收盘价(元)	53.50
一年最低/最高价	38.18/65.92
市净率(倍)	5.10
流通 A 股市值(百万元)	39684.53

基础数据

每股净资产(元)	10.50
资产负债率(%)	61.69
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)：“酒肉”业务稳中向好，地产减值拖累业绩》2020-04-26
- 2、《顺鑫农业 (000860)：提价有望增厚利润，白酒业务价值凸显》2020-01-20
- 3、《顺鑫农业 (000860)：Q3 白酒表现平稳，总部费用拖累业绩》2019-10-27

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17557	22775	22040	27690	营业收入	14900	16840	19110	21997
现金	8079	8420	9555	10998	减:营业成本	9507	10529	11653	13282
应收账款	66	175	250	484	营业税金及附加	1710	1987	2274	2816
存货	8160	13112	10671	14155	营业费用	1430	1684	2007	2310
其他流动资产	1253	1068	1564	2054	管理费用	838	977	1127	1298
非流动资产	4465	4828	5250	5790	财务费用	125	81	133	67
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-94	1	1	1
固定资产	3005	3424	3867	4409	加:投资净收益	11	11	11	11
在建工程	286	330	349	371	其他收益	0	0	0	0
无形资产	731	689	649	609	营业利润	1186	1592	1926	2235
其他非流动资产	443	386	385	400	加:营业外净收支	-1	-2	-2	-2
资产总计	22022	27603	27289	33480	利润总额	1185	1590	1924	2233
流动负债	12038	16833	15524	20505	减:所得税费用	366	492	595	690
短期借款	3200	5432	4266	5949	少数股东损益	9	-13	-5	-10
应付账款	269	647	366	962	归属母公司净利润	809	1111	1334	1552
其他流动负债	8569	10754	10891	13595	EBIT	1259	1662	1999	2278
非流动负债	2523	2323	2101	1878	EBITDA	1508	1882	2229	2536
长期借款	1856	1655	1433	1211					
其他非流动负债	668	668	668	668	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	14561	19156	17624	22384	每股收益(元)	1.09	1.50	1.80	2.09
少数股东权益	28	15	10	-0	每股净资产(元)	10.02	11.37	13.02	14.96
					发行在外股份(百万股)	742	742	742	742
归属母公司股东权益	7433	8432	9655	11097	ROIC(%)	5.8%	6.9%	8.4%	8.1%
负债和股东权益	22022	27603	27289	33480	ROE(%)	11.0%	13.0%	13.8%	13.9%
					毛利率(%)	36.2%	37.5%	39.0%	39.6%
					销售净利率(%)	5.4%	6.6%	7.0%	7.1%
					资产负债率(%)	66.1%	69.4%	64.6%	66.9%
					收入增长率(%)	23.4%	13.0%	13.5%	15.1%
					净利润增长率(%)	8.7%	37.3%	20.1%	16.4%
					P/E	49.04	35.72	29.74	25.56
					P/B	5.34	4.71	4.11	3.58
					EV/EBITDA	25.95	20.96	16.58	14.60

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>