

20Q2 环比改善，看好长期成长空间

买入 (维持)

2020 年 08 月 23 日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

研究助理 宋英男

songyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	14,900	16,254	18,170	20,619
同比 (%)	23.4%	9.1%	11.8%	13.5%
归母净利润 (百万元)	809	916	1,251	1,646
同比 (%)	8.7%	13.2%	36.6%	31.6%
每股收益 (元/股)	1.09	1.23	1.69	2.22
P/E (倍)	60.85	53.76	39.37	29.92

事件

公司发布 2020 年中报, 20H1 实现营收 95.2 亿元 (+13.12%), 归母净利 5.48 亿元 (-15.36%), 扣非净利 5.58 亿元 (-14.02%)。20Q2 实现营收 39.96 亿元 (+9.45%), 归母净利 1.96 亿元 (-10.91%), 扣非净利 1.96 亿元 (-11.08%)。

投资要点

■ **20H1 肉类业务或实现盈利，白酒净利率有所下滑：**公司 20H1 实现营收 95.2 亿元 (+13.12%)，实现归母净利 5.48 亿元 (-15.36%)。**1) 收入端，白酒业务方面**公司 20H1 实现收入 64.7 亿 (-2.9%)，白酒业务毛利率为 38.9% (同比-5.7pct)，预计由于疫情延缓了公司 1 月提价执行，对于成本端压力 (全国化扩张带来的物流成本+包材成本) 没有形成有效对冲所致；当前公司普通陈酿占比约 60%以上，中高端产品占比不到 30%，由于北京是公司主要产品结构升级市场 (19 年净利率预计为 15-20%)，疫情反复对净利率也产生影响，预计净利率略有下滑。**肉类产业链**受益行业景气度表现优于 19H1，其中屠宰/养殖业务同比实现 72/342%的高增，分别实现营收 24.6/2.1 亿元，养殖业务毛利率达到 52%，种猪销售优于去年同期，而屠宰业务受生猪采购价格波动影响业绩承压，整合来看预计肉类产业链业务 20H1 实现盈利。**房地产业务**仍处于亏损状态，子公司顺鑫佳宇实现净利润-1.51 亿，后续房地产业务将加速剥离。**2) 利润端，**20H1 公司净利率 5.84% (-1.91pct)，主要系白酒及屠宰业务毛利拖累整体毛利率下滑 7.58pct 所致，同时受益于收入增长，公司疫情期间促销及广告费投入减少，销售/管理费用率分别减少 3.0/0.9pct。

■ **20Q2 白酒盈利承压，但动销改善趋势向好：**公司 20Q2 单季度实现营收 39.96 亿 (+9.45%)，据调研反馈 20Q1 后白酒 4-5 月环比明显恢复 (5 月销售口径恢复至去年同期正常水平)，但北京地区二次疫情使得恢复速度放缓，外埠市场保持增长，考虑到北京疫情打乱产品升级节奏白酒净利润同比或有下滑；肉类屠宰业务环比 20Q1 持续改善。同时，公司 20Q2 实现归母净利 1.96 亿元 (-10.91%)，净利率为 5.02% (同减 1.1pct)，主因毛利率下滑 4.43pct 所致，而销售/管理费用率分别减 3.1/0.6pct 在一定程度上抵消毛利下滑的压力。**现金流方面，**20H1 公司经营活动净现金流约-7.3 亿 (同比-344%)，主要系预收款结转收入所致 (较 19 年底减少 25 亿)，但 20Q2 现金流环比显著改善，单季度经营现金流量净额由负转正为 1.3 亿，合同负债环比下降约 6.3 亿，体现公司良性管控渠道，放缓经销商打款节奏。

■ **长期看公司竞争格局占优，盈利提升空间仍足：**公司通过前期消化，当前渠道库存良性，随疫后消费场景复苏，预计下半年“五五规划”即将推出，公司报表改善可期。**长期看，**光瓶酒市场头部集中背景下，牛栏

股价走势



市场数据

收盘价(元)	66.38
一年最低/最高价	43.88/75.20
市净率(倍)	6.26
流通 A 股市值(百万元)	49238.49

基础数据

每股净资产(元)	10.61
资产负债率(%)	60.30
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)：20Q1 业绩短期承压，白酒资产价值依旧》2020-04-30
- 2、《顺鑫农业 (000860)：“猪肉”业务稳中向好，地产减值拖累业绩》2020-04-26
- 3、《顺鑫农业 (000860)：提价有望增厚利润，白酒业务价值凸显》2020-01-20

山品牌力+渠道管理能力突出，全国化“深分销”与“样板市场”稳步升级趋势较为确定，参考北京地区白酒业务高净利率，未来公司净利率提升空间仍足。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年营收为 162.5/181.7/206.2 亿元，增速为 9/12/14%；归母净利润为 9.2/12.5/16.5 亿元，增速为 13/37/32%；对应 EPS 为 1.23/1.69/2.22 元。当前股价对应 PE 分别为 54/39/30X，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。

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	17389	19161	21318	营业收入	14900	16254	18170	20619
现金	8079	8127	9085	10309	减:营业成本	9507	10926	11879	13231
应收账款	66	89	76	83	营业税金及附加	1710	1706	1751	1913
存货	8160	7908	8706	9544	营业费用	1430	1406	1601	1878
其他流动资产	1253	1265	1294	1382	管理费用	838	850	1005	1148
非流动资产	4465	4586	4784	5065	财务费用	125	64	138	88
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-94	1	1	1
固定资产	3030	3170	3401	3708	加:投资净收益	11	11	11	11
在建工程	286	312	323	337	其他收益	0	0	0	0
无形资产	731	689	649	609	营业利润	1186	1313	1805	2369
其他非流动资产	419	415	411	411	加:营业外净收支	-1	-2	-2	-2
资产总计	22022	21975	23945	26383	利润总额	1185	1311	1804	2367
流动负债	12038	11412	12511	13741	减:所得税费用	366	405	558	732
短期借款	3200	4799	4938	5682	少数股东损益	9	-10	-5	-11
应付账款	269	292	274	314	归属母公司净利润	809	916	1251	1646
其他流动负债	8569	6321	7300	7745	EBIT	1259	1366	1886	2435
非流动负债	2523	2308	2045	1729	EBITDA	1508	1603	2152	2730
长期借款	1856	1542	1246	963					
其他非流动负债	668	767	798	766					
负债合计	14561	13721	14556	15470	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	28	17	12	2	每股收益(元)	1.09	1.23	1.69	2.22
					每股净资产(元)	10.02	11.11	12.64	14.71
归属母公司股东权益	7433	8237	9377	10912	发行在外股份(百万 股)	742	742	742	742
负债和股东权益	22022	21975	23945	26383	ROIC(%)	5.8%	6.0%	7.8%	9.0%
					ROE(%)	11.0%	11.0%	13.3%	15.0%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	36.2%	32.8%	34.6%	35.8%
经营活动现金流	1305	574	1762	1529	销售净利率(%)	5.4%	5.6%	6.9%	8.0%
投资活动现金流	-106	-347	-452	-565	资产负债率(%)	66.1%	62.4%	60.8%	58.6%
筹资活动现金流	707	-1778	-690	-684	收入增长率(%)	23.4%	9.1%	11.8%	13.5%
现金净增加额	1906	-1551	619	280	净利润增长率(%)	8.7%	13.2%	36.6%	31.6%
折旧和摊销	249	237	265	296	P/E	60.85	53.76	39.37	29.92
资本开支	129	22	167	313	P/B	6.62	5.98	5.25	4.51
营运资本变动	20	-621	124	-478	EV/EBITDA	32.28	30.33	22.10	17.13

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>