

2020 年 11 月 01 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

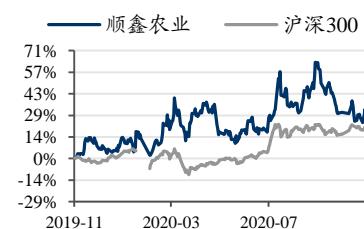
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	14,900	16,254	18,170	20,619
同比 (%)	23.4%	9.1%	11.8%	13.5%
归母净利润 (百万元)	809	635	915	1,274
同比 (%)	8.7%	-21.6%	44.2%	39.2%
每股收益 (元/股)	1.09	0.86	1.23	1.72
P/E (倍)	50.36	64.20	44.52	31.99

事件:公司发布 2020 年三季报,20Q1-Q3 实现营收 124.19 亿元(+12.27%),归母净利 4.34 亿元 (-34.78%), 扣非净利 4.41 亿元 (-33.82%)。20Q3 实现营收 28.99 亿元 (+9.57%), 归母净利-1.15 亿元 (-789.81%), 扣非净利 -1.17 亿元 (-789.52%)。

投资要点

- **白酒复苏在途,地产业务拖累 Q3 业绩。**公司 20Q1-Q3 实现营收 124.19 亿 (同+12.27%), 归母净利 4.34 亿 (同-34.78%); 20Q3 实现营收 28.99 亿 (同+9.57%), 实现归母净利-1.15 亿。整体来看公司 20Q3 收入增长符合市场预期, 利润增速低于预期。**1) 白酒业务方面**, 整体来看处于缓慢恢复过程中, 预计 20Q3 同比略有个位数增长, 调研反馈北京市场进入 7 月开始白酒业务营收由负转正, 动销逐步恢复正常, 但疫情反复仍对产品升级造成影响; 华东市场白牛二/珍品陈酿进入下半年同比增长, 其他市场动销环比改善。疫情延缓公司结构优化进程, 预计 20Q3 净利率有所下滑。**2) 猪肉业务方面**, 受益肉价上涨, 预计养殖业务 20Q3 营收保持高增, 屠宰业务略有亏损, 整体贡献利润为百万量级。**3) 地产业务**公司加速退出, 但由于高财务费用预计有过亿亏损, 极大拖累了 20Q3 业绩。
- **毛利率下滑+销售费率增加拖累 Q3 净利率, 公司现金流相对稳健。**公司 20Q3 毛利率同比下滑 5.2pct 至 23.63%, 预计系白酒结构升级节奏放缓、低毛利猪肉业务占比提升以及地产业务高成本拖累所致。同时, 公司 20Q3 销售费用率同比增加 5.02pct 至 11.67%, 预计系疫后费用投入大幅增加所致。受毛利率下滑+费用率提升影响, 公司单季度净利率同比下滑 4.54pct 至-3.81%, 此外公司管理费用率(含研发)相对平稳为 6.84%(-0.73pct)。公司现金流相对稳健, 20Q3 销售收现 32.1 亿 (同比 +1.3 亿), 经营净现金流-1.1 亿 (同比-0.5 亿), 公司合同负债 34.9 亿, 环比基本持平。
- **竞逐光瓶酒好赛道, 公司竞争格局占优。**受疫后复苏节奏影响 20 年公司业绩略低于预期, 但光瓶酒赛道成长空间与价格升级潜力较大, 顺鑫当前渠道库存良性, 预计“五五规划”即将推出, 报表端也将迎来改善。长期看光瓶酒市场在头部集中的大背景下, 牛栏山品牌力+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, 作为当前少数基本实现光瓶酒全国化的企业, 公司当前的竞争具备优势。
- **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 6.4/9.2/12.7 亿元, 增速为 -22/+44/+39%; 对应 EPS 为 0.86/1.23/1.72 元。当前股价对应 PE 分别为 64/45/32X, 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)	54.94
一年最低/最高价	43.88/79.00
市净率(倍)	5.26
流通 A 股市值(百万元)	40752.68

基础数据

每股净资产(元)	10.45
资产负债率(%)	60.20
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): 20Q2 环比改善, 看好长期成长空间》2020-08-23
- 2、《顺鑫农业 (000860): 20Q1 业绩短期承压, 白酒资产价值依旧》2020-04-30
- 3、《顺鑫农业 (000860): “酒肉”业务稳中向好, 地产减值拖累业绩》2020-04-26

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	17709	18574	20092	营业收入	14900	16254	18170	20619
现金	8079	7925	8534	8514	减:营业成本	9507	11280	12226	13617
应收账款	66	89	76	83	营业税金及附加	1710	1706	1825	1994
存货	8160	8429	8670	10112	营业费用	1430	1445	1645	1930
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	73	157	104
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	911	1322	1835
其他非流动资产	419	415	411	411	加:营业外收支	-1	-2	-2	-2
资产总计	22022	22295	23359	25156	利润总额	1185	908	1320	1833
流动负债	12038	12010	12537	13496	减:所得税费用	366	281	408	567
短期借款	3200	5000	5000	5000	少数股东损益	9	-7	-4	-8
应付账款	269	310	272	333	归属母公司净利润	809	635	915	1274
其他流动负债	8569	6700	7265	8163	EBIT	1259	973	1422	1916
非流动负债	2523	2308	2045	1729	EBITDA	1508	1210	1687	2212
长期借款	1856	1542	1246	963	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	668	767	798	766	每股收益(元)	1.09	0.86	1.23	1.72
负债合计	14561	14318	14582	15225	每股净资产(元)	10.02	10.73	11.81	13.38
少数股东权益	28	20	17	9	发行在外股份(百万股)	742	742	742	742
归属母公司股东权益	7433	7956	8760	9923	ROIC(%)	5.8%	4.3%	6.1%	7.7%
负债和股东权益	22022	22295	23359	25156	ROE(%)	11.0%	7.9%	10.4%	12.7%
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	36.2%	30.6%	32.7%	34.0%
经营活动现金流	1305	181	1571	1045	销售净利率(%)	5.4%	3.9%	5.0%	6.2%
投资活动现金流	-106	-347	-452	-565	资产负债率(%)	66.1%	64.2%	62.4%	60.5%
筹资活动现金流	707	13	-509	-500	收入增长率(%)	23.4%	9.1%	11.8%	13.5%
现金净增加额	1906	-153	609	-20	净利润增长率(%)	8.7%	-21.6%	44.2%	39.2%
折旧和摊销	249	237	265	296	P/E	50.36	64.20	44.52	31.99
资本开支	129	22	167	313	P/B	5.48	5.12	4.65	4.11
营运资本变动	20	-745	248	-610	EV/EBITDA	26.65	33.51	23.53	17.82

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>