

证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

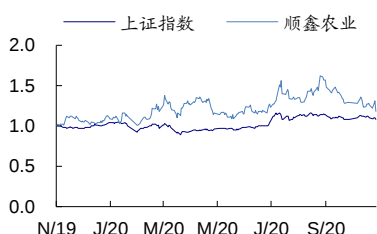
顺鑫农业(000860)
买入

2020 三季报点评

(维持评级)

2020 年 11 月 02 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	742/742
总市值/流通(百万元)	40,753/40,753
上证综指/深圳成指	3,225/13,237
12 个月最高/最低(元)	79.00/44.00

相关研究报告:

《顺鑫农业-000860-2020 年中报点评: Q2 白酒收入略超预期,下半年向好确定性高》——2020-08-29

《顺鑫农业-000860-2019 年三季报点评: 白酒稳健增长, 多因素致利润承压》——2019-10-28

《顺鑫农业-000860-2019 年中报: 业绩超预期, 牛栏山持续发力》——2019-08-26

《顺鑫农业-000860-2019 年一季报: 聚焦酒肉主业, 外埠市场持续发力》——2019-04-29

《顺鑫农业-000860-2018 年年报: 百亿目标已实现, 牛栏山进入新时代》——2019-03-15

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080001

证券分析师: 熊鹏

电话: 13012858690

E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

费用增加致业绩低预期, 中长期成长逻辑仍在
● Q3 收入符合预期, 利润低预期

公司 2020 前三季度营收 124.19 亿元 (+12.27%), 归母净利润 4.34 亿元 (-34.78%), 单 Q3 营收 28.99 亿元 (+9.57%), 归母净利润 -1.15 亿元 (-789.81%), 收入符合我们此前预期, 利润低预期。公司前三季度收入增长主要来自猪肉和地产业务, 受疫情影响, 报告期内公司北京地区白酒销售有所下滑, 外阜地区仍保持双位数增长, 前三季度白酒收入预计在 80 亿左右, 单三季度白酒收入跟去年同期持平略增。Q3 母公司预收款 29.44 亿元, 环比基本持平。

● “地产亏损加剧+白酒费用投入较大”拉低公司整体利润

2020 前三季度公司毛利率 27.93%, 同比下滑 6.98pct, 其中单三季度毛利率 23.63%, 同比下滑 5.2pct, 毛利率大幅下滑主要系: 1) 疫情影响下北京地区销售受损严重恢复较慢, 高端酒占比下滑; 2) 三季度消费恢复后公司加大促销推广活动。Q3 公司销售费用率同比增长 5.76pct 至 12.08%, 主要因为上半年疫情影响下终端动销受阻公司投入减少, 三季度恢复后公司加大促销推广尤其是升级产品的费用投入, 管理费用率 (包含研发费用) 同比小幅下滑 0.19% 至 5.52%, 税金及附加比例同比下滑 5.39pct 至 7.92%, 主要系季节性的生产波动影响。综合影响下, Q3 公司净利率大幅下滑 3.07pct 至 -3.81%。分业务看, 预计公司前三季度猪肉业务盈利约 8000 万, 单三季度猪肉业务盈利不到 3000 万, 地产业务同比多亏接近 1 亿元, 白酒业务利润不到 5000 万, 费用投入较大压制白酒净利率的提升, 但从绝对额看但三季度利润基数较小, 对全年业绩影响不大。

● 短期利润承压, 中长期成长逻辑仍在

三季度由于地产亏损加大以及促销推广带来的费用增加, 使得公司全年业绩承压。但我们认为公司成长逻辑仍在, 疫情影响下光瓶酒竞争有所加剧, 但牛栏山品牌力、产品力以及渠道力在同价位带有明显优势, 升级产品已在多地形成样板市场, 中长期仍可享受集中度提升和结构升级带来的业绩增长。

● 投资建议: 维持 “买入” 评级。

下调业绩预测, 预计 2020-2022 年归母净利润 8.36/10.67/12.46 亿元, 摊薄公司 EPS 为 1.13/1.44/1.68 元, 当前股价对应 PE=49/38/33x。维持 “买入” 评级。

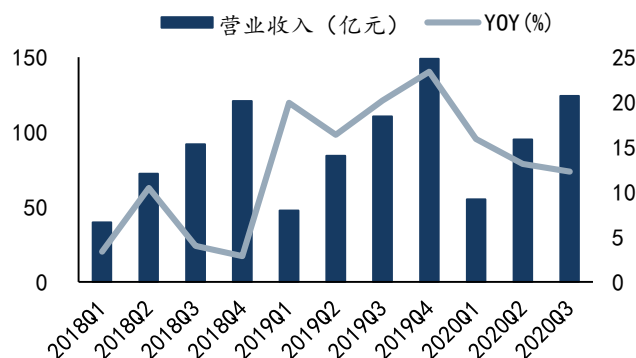
风险提示: 全国化扩张不及预期; 结构升级低预期

盈利预测和财务指标

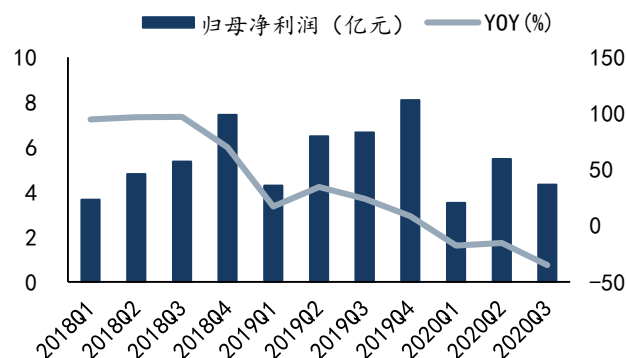
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,074	14,900	15,157	17,434	19,640
(+/-%)	2.9%	23.4%	1.7%	15.0%	12.7%
净利润(百万元)	744	809	836	1067	1246
(+/-%)	69.8%	8.7%	3.3%	27.7%	16.7%
摊薄每股收益(元)	1.30	1.09	1.13	1.44	1.68
EBIT Margin	10.9%	9.5%	8.1%	8.6%	8.8%
净资产收益率(ROE)	9.7%	10.9%	10.7%	12.8%	13.9%
市盈率(PE)	42.1	50.4	48.8	38.2	32.7
EV/EBITDA	27.9	33.3	35.5	30.6	27.6
市净率(PB)	4.07	5.48	5.20	4.88	4.55

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

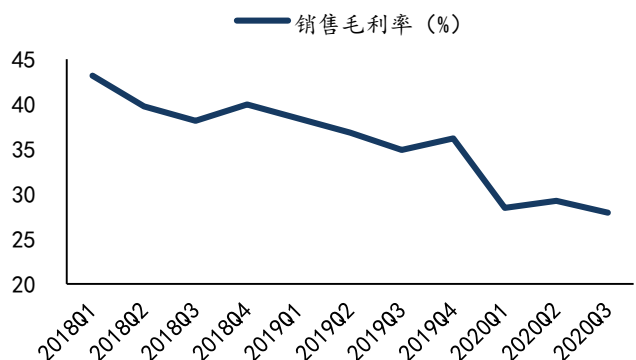
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：顺鑫农业分季度营业收入及同比增速


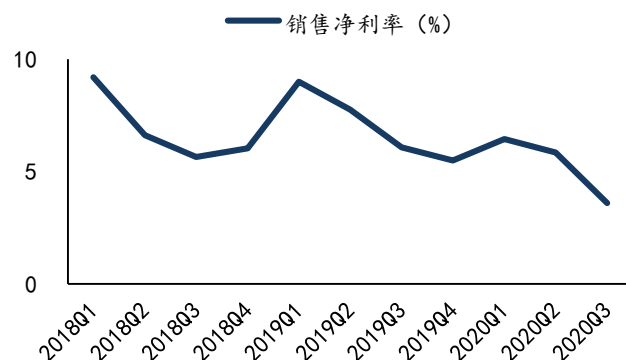
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：顺鑫农业分季度归母净利润及同比增速


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：顺鑫农业分季度毛利率


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：顺鑫农业分季度净利率


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 10 月 30 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000596.SZ	古井贡酒	56	898	4.17	4.25	5.35	50.47	49.47	39.26	买入
603589.SH	口子窖	26	329	2.87	2.46	2.92	19.11	22.27	18.76	买入
603369.SZ	今世缘	44	650	1.16	1.29	1.59	44.61	40.23	32.70	买入
	平均	42	626	2.73	2.67	3.29	38.06	37.32	30.24	
000860.SZ	顺鑫农业	70	408	1.09	1.13	1.44	50.4	48.8	38.2	买入

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	8079	8079	8079	8079	营业收入	14900	15157	17434	19640
应收款项	616	516	594	669	营业成本	9507	9733	11144	12725
存货净额	8160	9715	11201	12758	营业税金及附加	1710	1895	2232	2475
其他流动资产	702	714	822	926	销售费用	1430	1485	1656	1768
流动资产合计	17557	19024	20695	22432	管理费用	838	812	902	943
固定资产	3291	3199	3109	3007	财务费用	125	124	57	30
无形资产及其他	731	702	672	643	投资收益	11	6	6	8
投资性房地产	443	443	443	443	资产减值及公允价值变动	94	94	94	94
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(209)	0	0	0
资产总计	22022	23368	24919	26525	营业利润	1186	1209	1544	1802
短期借款及交易性金融负债	4974	5580	5371	5366	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
应付款项	269	324	361	400	利润总额	1185	1207	1542	1800
其他流动负债	6796	6879	7888	8884	所得税费用	366	362	463	540
流动负债合计	12038	12783	13620	14649	少数股东损益	9	9	12	14
长期借款及应付债券	1856	1856	1856	1856	归属于母公司净利润	809	836	1067	1246
其他长期负债	668	857	1047	1011					
长期负债合计	2523	2713	2903	2867					
负债合计	14561	15496	16523	17516					
少数股东权益	28	32	38	45					
股东权益	7433	7839	8358	8965					
负债和股东权益总计	22022	23368	24919	26525					

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	809	836	1067	1246
资产减值准备	53	5	(2)	(3)
折旧摊销	245	352	371	383
公允价值变动损失	(94)	(94)	(94)	(94)
财务费用	125	124	57	30
营运资本变动	(482)	(1134)	(437)	(740)
其它	(48)	(0)	8	10
经营活动现金流	483	(36)	913	801
资本开支	(300)	(142)	(156)	(156)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(300)	(142)	(156)	(156)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	743	0	0	0
支付股利、利息	(416)	(429)	(548)	(640)
其它融资现金流	1069	607	(209)	(6)
融资活动现金流	1723	177	(757)	(645)
现金净变动	1906	(0)	(0)	(0)
货币资金的期初余额	6172	8079	8079	8079
货币资金的期末余额	8079	8079	8079	8079
企业自由现金流	440	(61)	828	697
权益自由现金流	2252	687	519	595

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.09	1.13	1.44	1.68
每股红利	0.56	0.58	0.74	0.86
每股净资产	10.02	10.57	11.27	12.09
ROIC	8%	6%	7%	8%
ROE	11%	11%	13%	14%
毛利率	36%	36%	36%	35%
EBIT Margin	9%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	11%	10%	11%	11%
收入增长	23%	2%	15%	13%
净利润增长率	9%	3%	28%	17%
资产负债率	66%	66%	66%	66%
息率	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%
P/E	50.4	48.8	38.2	32.7
P/B	5.5	5.2	4.9	4.5
EV/EBITDA	33.3	35.5	30.6	27.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032