

2021年04月13日

疫情影响逐渐消退，期待“五五”新发展

顺鑫农业(000860)

评级:	买入	股票代码:	000860
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	79.0/44.21
目标价格:		总市值(亿)	335.35
最新收盘价:	45.21	自由流通市值(亿)	335.35
		自由流通股数(百万)	741.77

事件概述

2021年4月13日，公司发布2020年年度报告，2020年公司实现营业总收入155.11亿元，同比+4.10%；实现归母净利润4.20亿元，同比-48.10%；实现扣非归母净利润4.26亿元，同比-46.73%。

分析判断:

► 公司全年收入不及预期受多方面因素影响，2020H2白酒业务随着餐饮消费场景逐渐恢复。

2020年公司实现营业总收入155.11亿元，同比+4.10%；其中，2020H2实现营业总收入59.91亿元，同比-7.60%；2020Q4实现营业总收入30.92亿元，同比-19.44%。2020年公司白酒业务实现收入101.85亿元，同比-1.01%；其中，2020H2白酒业务实现收入37.19亿元，同比+2.42%。公司全年白酒销售量6.90万千升，同比-3.84%。分产品拆分来看，2020年高档酒（经典二锅头、百年牛栏山）实现收入10.13亿元，同比-12.68%；中档酒（珍品陈酿）实现收入15.40亿元，同比+11.62%；低档酒（传统二锅头等）实现收入76.32亿元，同比-1.52%。

公司全年收入略低于市场预期受多方面因素影响。2020H1疫情影响第一大主营业务白酒收入下滑（同比-2.89%）。2020H2虽然国内疫情得到有效控制，餐饮端消费场景有所恢复，但是公司主要销售区域北京下半年疫情有所反复，因此白酒业务收入在下半年恢复程度有限。并且2020H2在公司总收入中占比较高的肉类加工和房地产业务营业收入有较大程度下滑（分别同比-9.71%/-66.87%）。

► 疫情导致高端白酒承压和成本提升双重原因导致全年归母净利润有较大幅度下滑。

2020年公司毛利率为28.36%，同比-7.83pct；其中，2020H2公司整体毛利率26.98%，同比-8.41pct；2020Q4公司整体毛利率30.12%，同比-9.79pct。2020年公司白酒业务毛利率39.22%，同比-8.86pct；其中2020H2白酒业务毛利率39.80%，同比-14.70pct。2020年高档酒毛利率69.39%，同比-0.35pct；中档酒毛利率39.92%，同比-3.85pct；低档酒毛利率35.08%，同比-10.53pct。2020年公司整体毛利率大幅下滑主要原因：1）高档酒占比较高的北京地区疫情反复，低档酒收入占比提升拉低整体毛利率；2）白酒生产的原材料、耗材等成本提升明显（白酒原材料成本同比+6.22%）；3）新收入准则剥离了运输费用至主营业务成本，因此Q4销售费用大幅下降。

2020年公司销售费用率为6.31%，同比-3.29pct；其中，2020Q4销售费用率-1.40%，同比-13.07pct。销售费用率大幅下降主因新收入准则剥离了运输费用，但职工工资/促销费分别同比+34.10%/+54.22%。2020年公司管理费用率5.16%，同比-0.47pct；2020Q4管理费用率7.96%，同比+1.24pct。全年管理费用率缩减主要系社保减免和劳动保健费减少所致，Q4管理费用率提升主因Q4收入同比大幅下滑。综合来看，2020年公司实现归母净利润4.20亿元，同比-48.10%；其中

2020Q4 实现归母净利润-0.14 亿元，同比-109.35%。2020 年公司实现扣非归母净利润 4.26 亿元，同比-46.73%；其中 2020Q4 实现扣非归母净利润-0.15 亿元，同比-110.93%。

▶ **未来公司将继续聚焦酒业和肉食两大主业，打造中国最具影响力的民酒集团。**

公司“四五”百亿目标顺利实现，虽然“五五”战略开年受到疫情影响营收增速放缓，但是公司聚焦两大主业、深度全国化营销的战略没有受到影响。未来公司将继续剥离其他业务，聚焦白酒和肉食两大行业。白酒产业一方面通过牛栏山推动营销组织优化并深化终端建设，实现全国化深度营销；另一方面，在部分区域市场全力推广“珍牛”、“百年”等系列产品，进行产品结构升级。未来公司将大力推动品牌文化建设项目，打造全国化“新名酒”品牌，力争成为中国最具影响力的民酒集团。

投资建议

根据公司年报调整营业预测，预计公司 2021-2023 年实现营业收入 177.70/203.13/228.96 亿元，同比+14.6%/+14.3%/+12.7%，上次预测 2021-2022 年同比+14.4%/+12.5%；实现归母净利润 9.34/11.72/14.23 亿元，同比+122.3%/+25.5%/+21.5%，上次预测 2021-2022 年同比+31.2%/+20.5%；EPS 分别为 1.26/1.58/1.92 元，当前股价对应估值分别为 35.72/28.46/23.43 倍。维持“买入”评级。

风险提示

①疫情持续超预期；②经济下行导致需求减弱；③食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,900	15,511	17,770	20,313	22,896
YoY (%)	23.4%	4.1%	14.6%	14.3%	12.7%
归母净利润(百万元)	809	420	934	1,172	1,423
YoY (%)	8.7%	-48.1%	122.3%	25.5%	21.5%
毛利率 (%)	36.2%	28.4%	32.3%	32.8%	33.2%
每股收益 (元)	1.09	0.57	1.26	1.58	1.92
ROE	10.9%	5.4%	10.8%	12.0%	12.8%
市盈率	41.20	79.39	35.72	28.46	23.43

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：010-59775343

联系人：王厚

邮箱：wanghoug@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：010-59775343

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	15,511	17,770	20,313	22,896	净利润	426	941	1,179	1,430
YoY (%)	4.1%	14.6%	14.3%	12.7%	折旧和摊销	254	170	178	174
营业成本	11,112	12,037	13,645	15,291	营运资金变动	482	-444	-455	-442
营业税金及附加	1,508	2,044	2,336	2,633	经营活动现金流	1,546	899	1,149	1,405
销售费用	979	1,155	1,320	1,488	资本开支	-163	-97	-108	-111
管理费用	800	906	1,016	1,122	投资	0	0	0	0
财务费用	243	122	122	122	投资活动现金流	-161	-91	-102	-104
资产减值损失	-146	-120	-133	-127	股权募资	0	0	0	0
投资收益	2	6	6	7	债务募资	5,822	0	0	0
营业利润	715	1,378	1,730	2,102	筹资活动现金流	-719	-262	-298	-336
营业外收支	-14	6	3	2	现金净流量	665	546	749	965
利润总额	701	1,384	1,733	2,103	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	275	443	555	673	成长能力				
净利润	426	941	1,179	1,430	营业收入增长率	4.1%	14.6%	14.3%	12.7%
归属于母公司净利润	420	934	1,172	1,423	净利润增长率	-48.1%	122.3%	25.5%	21.5%
YoY (%)	-48.1%	122.3%	25.5%	21.5%	盈利能力				
每股收益	0.57	1.26	1.58	1.92	毛利率	28.4%	32.3%	32.8%	33.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	2.7%	5.3%	5.8%	6.2%
货币资金	8,797	9,343	10,092	11,057	总资产收益率 ROA	1.9%	4.1%	4.8%	5.5%
预付款项	230	241	259	275	净资产收益率 ROE	5.4%	10.8%	12.0%	12.8%
存货	7,291	7,915	8,411	8,797	偿债能力				
其他流动资产	919	1,051	1,181	1,318	流动比率	1.54	1.61	1.70	1.81
流动资产合计	17,238	18,549	19,944	21,448	速动比率	0.87	0.90	0.96	1.05
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.78	0.81	0.86	0.93
固定资产	2,939	2,865	2,767	2,682	资产负债率	64.1%	62.1%	59.5%	56.5%
无形资产	723	723	723	723	经营效率				
非流动资产合计	4,436	4,367	4,298	4,235	总资产周转率	0.72	0.78	0.84	0.89
资产合计	21,673	22,916	24,243	25,683	每股指标 (元)				
短期借款	4,070	4,070	4,070	4,070	每股收益	0.57	1.26	1.58	1.92
应付账款及票据	284	297	318	335	每股净资产	10.44	11.67	13.19	14.99
其他流动负债	6,868	7,177	7,346	7,425	每股经营现金流	2.08	1.21	1.55	1.89
流动负债合计	11,222	11,543	11,733	11,830	每股股利	0.00	0.19	0.24	0.29
长期借款	2,679	2,679	2,679	2,679	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	79.39	35.72	28.46	23.43
非流动负债合计	2,679	2,679	2,679	2,679	PB	6.95	3.85	3.41	3.00
负债合计	13,901	14,223	14,413	14,510					
股本	742	742	742	742					
少数股东权益	31	39	46	53					
股东权益合计	7,772	8,694	9,830	11,173					
负债和股东权益合计	21,673	22,916	24,243	25,683					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。