

顺鑫农业 (000860)

盈利表现不及预期，期待“五五”表现

——顺鑫农业业绩点评报告

✍️ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
☎️ 联系人：杨骥、张潇倩
✉️ yangji@stocke.com.cn;

评级 买入

上次评级 买入
当前价格 44.95

单季度业绩 元/股

1Q/2020 0.48
2Q/2020 0.26
3Q/2020 -0.15
4Q/2020 -0.02



事件

顺鑫农业发布 2020 年年报：报告期内公司实现营业收入 155.11 亿元，同比增长 4.10%；实现归属上市公司净利润 4.20 亿元，同比下降 48.10%（母公司报表——白酒、肉类业务及总净利润 7.7 亿，房地产业务净利-5.3 亿）；20Q4 单季度公司实现营业收入 30.92 亿元，同比下降 19.44%；实现归属上市公司净利润-0.14 亿元，同比下降 109.35%。

投资要点

□ 白酒收入较去年同期持平，会计准则变动影响毛利率

2020 年公司白酒、猪肉业务收入分别为 101.85、46.37 亿元，分别同比变动-1.01%、30.26%，占比分别较去年同期变动-3.40、6.00 个百分点至 65.66%、29.89%，具体来看：

白酒方面：2020 年白酒收入与去年同期几乎持平，会计准则变动为毛利率下降原因之一。2020 年白酒销量及吨价分别同比变动-3.84%、+2.94%（销量下降主要系货折增加所致），白酒板块业绩整体由价格驱动。具体来看，1) 分产品——2020 年低端酒、中高端酒、高端酒收入增速分别为-1.52%、11.62%、-12.68%，毛利率分别较去年同期变动-9.92、-3.08、-0.61 个百分点至 35.08%、39.92%、69.39%；2) 分地区——北京地区受疫情影响，收入增速放缓明显，外阜市场销售收入占销售总额的 80% 以上。我们认为白酒板块毛利率较去年同期下降 8.86 个百分点至 39.22%，主因：

- 1) 高端酒占比较大的北京地区受疫情影响明显，高端酒销量整体下降；
- 2) 包材等成本提升；
- 3) 根据新收入准则，将运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算。考虑到公司各价位段产品已陆续进行提价，预计提价红利将逐步释放。

猪肉方面：猪价全年总体处较高位置，盈利端表现稳健。2020 年种畜养殖及屠宰业务收入分别同比增长 125.33%、24.92%，受益于猪价整体高位运行，种畜养殖业盈利能力显著提升，而屠宰业则出现亏损，毛利率则出现下降（毛利率分别较去年同期变动+32.64、-4.22 个百分点），整体来看，猪肉板块盈利能力较为稳健。

□ 地产业务减值及亏损拖累利润，预收表现较好

毛利率方面，2020 年公司毛利率 28.36%，同比-7.83 个百分点；20Q4 毛利率 30.12%，同比-9.79 个百分点，利润端承压主因：1) **房地产业务减值亏损拖累公司利润端表现。**2020 年房地产业务收入为 5.27 亿元 (-39.64%)，地产减值及亏损仍导致整体业绩低于预期，预计全年亏损超 5 亿，主因：计提减值 1.4 亿元（预计减值主要涉及包头项目）；地产降价促销以加速去化；部分利息费用化处理。2) 白酒结构变化。3) 会计准则变更。费用率方面，2020 年期间费用率为 13.13%，同比-3.05 个百分点；预收款方面：2020 年末合同负债+预收款为 51.39 亿，环比增长 16.45 亿元，白酒预收款表现较好，显示牛栏山仍然维持了稳健向好的增长态势，长期成长潜力仍大；现金流方面，2020 年公司经营

公司简介

公司是北京市第一家农业类上市公司，公司从事的主要业务包括：白酒酿造与销售；种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工；房地产开发。公司已形成了以白酒、猪肉为主的两大产业。牛栏山酒厂是北京地区保持自主酿造规模最大的白酒企业，是北京地区白酒行业中最早拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”和“中国酿酒大师”（首届）的企业。

相关报告

《顺鑫农业深度报告：结构升级为翼，纵深发展助飞》（20210413）

性现金流净额为 15.46 亿元，同比增长 18.47%。

□ “五·五”战略开局，产品结构升级将为利润增长点

2021 年为公司“五·五”战略的开局之年，公司将继续聚焦酒业、肉食两大主业，其中白酒产业将实现精细化管理和数字化运营升级、产品结构、品牌文化、营销模式、价值链体系、科技研发方面“六大升级”。我们认为公司未来有以下两大看点：

看点一：“白牛二”基本盘盈利稳健，珍品为下一发力点。在毛利较低的“白牛二”销量不断提升背景下，公司采取品牌升级策略以改善盈利能力——将以基于全国化营销的战略单品为一条主线，以三大战略发展区、省区联动产品和因地制宜开发的区域市场特色产品为两条副线，借陈酿之势，全力推广“珍牛”、Z20 系列升级产品，虽然当前推广成本较高，但后期随着样板市场逐步树立、规模效应逐步体现叠加费用/收入比下降，珍品规模或将超越当前的“白牛二”，从而推动公司利润实现稳健增长。

看点二：高价位产品全国化布局有望加速，纵向拓张空间大。2020 年外埠收入占比已超 80%，全国化布局已初步完成，具体来看：当前北京地区覆盖率较高，增长仍主要靠珍品及特制等高价位产品带动；华东地区保持高速增长，在更注重考核产品结构影响下，预计产品结构将稳步实现升级；山东地区升级产品培育情况较好；其他地区仍将继续通过“白牛二”实现份额的快速扩张，继而布局高价位产品。

□ 盈利预测及估值

顺鑫农业所处的光瓶酒赛道享受扩容红利，公司将在“白牛二”已实现泛全国化布局基数上，导入高价位产品以实现产品结构升级方式提升盈利能力。考虑到地产业务亏损将逐步缩窄，预计 2021-2023 年收入增速分别为 12.9%、14.7%、13.1%；归母净利润增速分别为 100.5%、15.9%、44.3%；EPS 分别为 1.1/1.3/1.9 元/股；PE 分别为 40/34/24 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ **催化剂：**消费升级持续、高价位产品导入顺利；

□ **风险提示：**国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	15511	17518	20091	22727
(+/-)	4.1%	12.9%	14.7%	13.1%
净利润	420	842	976	1409
(+/-)	-48.1%	100.5%	15.9%	44.3%
每股收益 (元)	0.6	1.1	1.3	1.9
P/E	79.4	39.6	34.2	23.7

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	17238	21255	22291	23355	营业收入	15511	17518	20091	22727
现金	8797	12255	12097	11905	营业成本	11112	11888	13722	15424
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	1508	2012	2188	2431
应收账款	425	432	376	484	营业费用	979	981	1205	1023
其它应收款	17	31	33	34	管理费用	800	904	1125	1364
预付账款	230	273	307	340	研发费用	15	17	20	23
存货	7291	7800	9004	10120	财务费用	243	257	231	229
其他	477	463	474	471	资产减值损失	147	166	80	0
非流动资产	4436	4129	3872	3603	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	6	2	3	投资净收益	2	2	2	2
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	6	2	2	3
固定资产	2939	2753	2560	2360	营业利润	715	1298	1523	2239
无形资产	723	686	651	618	营业外收支	(14)	(6)	(7)	(9)
在建工程	318	258	230	202	利润总额	701	1291	1516	2230
其他	456	425	429	421	所得税	275	436	525	800
资产总计	21673	25383	26163	26959	净利润	426	855	991	1430
流动负债	11222	11969	12841	12887	少数股东损益	6	13	15	21
短期借款	4070	3090	3453	3538	归属母公司净利润	420	842	976	1409
应付款项	284	304	350	394	EBITDA	1187	1754	1950	2664
预收账款	51	5180	4785	4069	EPS (最新摊薄)	0.6	1.1	1.3	1.9
其他	6817	3396	4252	4886	主要财务比率				
非流动负债	2679	4787	3704	3023		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	2679	2679	2679	2679	成长能力				
其他	0	2107	1025	344	营业收入	4.1%	12.9%	14.7%	13.1%
负债合计	13901	16756	16545	15910	营业利润	-39.7%	81.4%	17.4%	47.0%
少数股东权益	31	44	58	80	归属母公司净利润	-48.1%	100.5%	15.9%	44.3%
归属母公司股东权	7741	8584	9560	10968	获利能力				
负债和股东权益	21673	25383	26163	26959	毛利率	28.4%	32.1%	31.7%	32.1%
					净利率	2.7%	4.9%	4.9%	6.3%
					ROE	5.5%	10.3%	10.7%	13.6%
					ROIC	3.8%	6.5%	6.6%	8.6%
					偿债能力				
					资产负债率	64.1%	66.0%	63.2%	59.0%
					净负债比率	51.8%	38.9%	43.1%	43.7%
					流动比率	1.5	1.8	1.7	1.8
					速动比率	0.9	1.1	1.0	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
					应收帐款周转率	277.4	280.1	253.7	273.4
					应付帐款周转率	40.2	40.5	42.0	41.4
					每股指标(元)				
					每股收益	0.6	1.1	1.3	1.9
					每股经营现金	2.1	3.8	0.4	1.0
					每股净资产	10.4	11.6	12.9	14.8
					估值比率				
					P/E	79.4	39.6	34.2	23.7
					P/B	4.3	3.9	3.5	3.0
					EV/EBITDA	44.0	16.1	14.8	10.8

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1546	2838	314	766
净利润	426	855	991	1430
折旧摊销	254	216	212	214
财务费用	243	257	231	229
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(835)	1808	12	7
其它	1459	(296)	(1130)	(1112)
投资活动现金流	(161)	65	50	48
资本支出	21	72	35	43
长期投资	1	(8)	5	(1)
其他	(183)	1	10	6
筹资活动现金流	(719)	3645	2932	2532
短期借款	870	(980)	363	84
长期借款	823	0	0	0
其他	(2412)	4625	2568	2448
现金净增加额	665	6548	3295	3346

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>