

2021年04月14日

# 顺鑫农业 (000860.SZ)

## 公司快报

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

**买入-A(维持)**

股价(2021-04-13)

44.95 元

### 交易数据

总市值(百万元)	33,342.43
流通市值(百万元)	33,342.43
总股本(百万股)	741.77
流通股本(百万股)	741.77
12个月价格区间	44.21/79.00 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.69	-24.08	-54.14
绝对收益	-7.05	-34.44	-28.47

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号: S0910520030001  
 zhourong@huajinsec.com

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001  
 chenchenzhi@huajinsec.com  
 021-20377051

### 相关报告

顺鑫农业: 地产拖累盈利短期承压 白酒业务仍具长期成长性 2020-10-30

顺鑫农业: 上半年白酒增速略放缓 长期增长逻辑依然清晰 2020-08-23

## 20年白酒地产双承压 “五五”新气象仍可期

**事件:** 公司公布 2020 年年报, 2020 年公司实现营业收入 155.11 亿元, 同比增长 4.10%, 实现归母净利润 4.20 亿元, 同比减少 48.10%; 其中 20 年第四季度实现营业收入 30.92 亿元, 同比减少 19.44%, 实现归母净利润-1.35 亿元, 同比减少 109.35%。略低于市场预期。拟每 10 股派发现金红利 1.00 元(含税)。

### 投资要点

◆ **全年白酒收入疫情影响下基本持平, 猪肉业务占比提升。** 公司去年受全国疫情影响及叠加北京二次疫情, 白酒收入全年实现 101.85 亿元, 同比减少 1.01%。分产品看, 高档酒实现收入 10.13 亿元, 同比减少 23.83%; 中档酒实现收入 15.40 亿元, 同比增长 4.76%; 低档酒实现收入 76.32 亿元, 同比增长 1.90%。高/中/低档酒分别占营业总收入 6.53%/9.93%/49.20%, 较 19 年同期-2.40/+0.06/-1.06pcts, 高档酒收入占比有所下滑主要受 20 年疫情影响, 全国化布局进程放缓所致。分地区来看, 北京大本营市场前三季度承压较大, 四季度动销逐步恢复; 省外新疆地区也同样受二次疫情影响, 动销恢复较慢; 华东地区相对疫情影响较小, 预计全年实现小幅正增长。同时受益于 20 年猪肉价格持续上涨, 公司 20 年全年猪肉业务(养殖+屠宰)实现收入 46.37 亿元, 同比增长 30.26%。白酒和猪肉业务仍然是公司主要的两个业务板块, 占比公司全年营业收入分别为 65.66%/29.89%, 较 19 年-3.39/+6.00pcts。地产业务实现收入 5.27 亿元, 同比减少 39.64%。公司地产业务去化速度正在加快中。

◆ **受收入结构及地产业务拖累, 20 年公司毛利率仍承压。** 公司 20 年全年毛利率 28.36%, 较 19 年同期-7.83pcts。其中 Q4 毛利率 30.12%, 较 19 年同期-9.79pcts, 环比 20Q3 +6.49pcts。公司 20 年综合毛利率下降主要受两个因素影响: 1) 白酒业务因疫情影响下, 餐饮渠道受限公司高端化放缓, 低端产品放量拉低白酒业务毛利率; 2) 猪肉业务占比提升, 由于猪肉业务主要为屠宰业务, 其毛利水平 20 年较低(主要系 20 年生猪价格较高, 入库成本增加所致), 致公司综合毛利率有所下降。公司 2020 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 6.31%/5.16%/1.57%, 同比-3.29/-0.47/+0.73pcts, 20Q4 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为-1.40%/7.96%/1.65%, 同比-11.77/+1.49/+1.04 pcts。销售费用率下降主要系根据新收入准则, 将运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算导致, 同时上半年受疫情影响, 相应广告费用投放也有所减少。相较于 19 年, 公司 20 年没有资本化利息, 致使财务费用率有所增加。同时, 公司 20 年公司资产减值共计 1.46 亿元, 同比增长 56.43%, 主要系地产业务亏损所致, 致使公司净利润率承压。从现金流看, 截至 20 年末母公司合同负债为 50.88 亿元, 环比 20Q3 +15.94 亿元, 经销商回款积极性有所回升。

◆ **春节后全国动销积极恢复, “五五”新气象仍可期。** 根据渠道调研, 牛栏山北京市场春节动销恢复至 2019 年正常水平, 省外华东山东安徽等地区春节期间至少有 15% 以上的动销增长, 同时经销商打款积极性较高, 山东部分地区 21Q1 打款比例超 50%, 整体一季度表现亮眼, 确保公司 21 年业绩开门红。同时全年维度来看,

疫情改善下公司产品结构有望得到改善，同时去年公司主力产品提价有望带来今年业绩的大幅改善，21年业绩反转确定性较高，“五五”新气象仍可期。

总体而言，公司定位 2020 年是长期发展战略中的调整年&巩固年，持续聚焦产品结构&市场结构调整，虽然受产品结构、地产业务等影响，短期利润率略有承压。长期来看，华东等经济发达地区消费升级支撑性较高，待市场有一定稳固后，公司会加快高价位产品，产品结构将有明显提升。同时低端白酒需求刚性，具有快消品高周转渠道模式，随着省外市场稳固后结构逐渐提升以及规模效应显现，净利率仍有较大提升空间。低端光瓶酒地方小企业及其渠道体系由于抗风险能力较弱，预计将加速退出，竞争环境优化后，公司作为百元价位段内的龙头，将能够充分享受行业加速集中红利，公司白酒成长空间仍然存在。

- ◆ **投资建议：**公司 21 年一季度开门红可期，全年有望受益于产品结构改善和产品提价效应。我们给予公司盈利预测：2021-2023 年营业收入分别为 175.48/201.78/231.34 亿元，同比增长 13.1%/15.0%/14.6%。归母净利润 8.73/11.43/14.17 亿元，同比增长 107.9%/30.9%/23.9%，EPS 分别为 1.18/1.54/1.91 元，对应 PE 分别为 38.4X/29.3X/23.7X。维持公司“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,900	15,511	17,548	20,178	23,134
YoY(%)	23.4	4.1	13.1	15.0	14.6
净利润(百万元)	809	420	873	1,143	1,417
YoY(%)	8.7	-48.1	107.9	30.9	23.9
毛利率(%)	36.2	28.4	33.4	34.7	36.0
EPS(摊薄/元)	1.09	0.57	1.18	1.54	1.91
ROE(%)	11.0	5.5	10.1	11.8	13.0
P/E(倍)	41.4	79.8	38.4	29.3	23.7
P/B(倍)	4.5	4.3	3.9	3.5	3.1
净利率(%)	5.4	2.7	5.0	5.7	6.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	17557	17238	24049	20441	25978	<b>营业收入</b>	14900	15511	17548	20178	23134
现金	8079	8797	13566	9668	12968	营业成本	9507	11112	11693	13186	14797
应收票据及应收账款	584	425	717	596	909	营业税金及附加	1710	1508	1995	2311	2649
预付账款	222	230	281	307	368	营业费用	1430	979	1572	1816	2221
存货	8160	7291	8968	9367	11209	管理费用	838	800	946	1065	1234
其他流动资产	512	494	515	502	525	研发费用	18	15	17	20	23
<b>非流动资产</b>	4465	4436	4698	5063	5461	财务费用	125	243	74	106	123
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-94	-146	-35	-46	-77
固定资产	3030	2977	3264	3641	4047	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	731	723	686	649	613	投资净收益	11	2	27	10	13
其他非流动资产	704	736	748	773	801	<b>营业利润</b>	1186	715	1312	1731	2176
<b>资产总计</b>	22022	21673	28746	25503	31439	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	12038	11222	17817	13911	18928	营业外支出	2	14	5	6	7
短期借款	3200	4070	4070	5659	4070	<b>利润总额</b>	1185	701	1307	1725	2170
应付票据及应付账款	269	284	298	358	378	所得税	366	275	431	579	741
其他流动负债	8569	6868	13450	7893	14480	<b>税后利润</b>	818	426	876	1145	1428
<b>非流动负债</b>	<b>2523</b>	<b>2679</b>	<b>2280</b>	<b>1901</b>	<b>1491</b>	少数股东损益	9	6	3	2	11
长期借款	1856	2679	2280	1901	1491	<b>归属母公司净利润</b>	809	420	873	1143	1417
其他非流动负债	668	0	0	0	0	EBITDA	1508	1115	1521	1972	2441
<b>负债合计</b>	14561	13901	20098	15812	20418						
少数股东权益	28	31	34	36	47	<b>主要财务比率</b>					
股本	742	742	742	742	742	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2627	2627	2627	2627	2627	<b>成长能力</b>					
留存收益	4094	4402	5142	6120	7328	营业收入(%)	23.4	4.1	13.1	15.0	14.6
归属母公司股东权益	7433	7741	8615	9656	10974	营业利润(%)	11.6	-39.7	83.4	31.9	25.7
<b>负债和股东权益</b>	22022	21673	28746	25503	31439	归属于母公司净利润(%)	8.7	-48.1	107.9	30.9	23.9
						<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	36.2	28.4	33.4	34.7	36.0
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	5.4	2.7	5.0	5.7	6.1
<b>经营活动现金流</b>	1305	1546	5582	-4361	6116	ROE(%)	11.0	5.5	10.1	11.8	13.0
净利润	818	426	876	1145	1428	ROIC(%)	5.8	3.5	5.6	6.5	8.3
折旧摊销	249	254	220	232	260	<b>偿债能力</b>					
财务费用	125	243	74	106	123	资产负债率(%)	66.1	64.1	69.9	62.0	64.9
投资损失	-11	-2	-27	-10	-13	流动比率	1.5	1.5	1.3	1.5	1.4
营运资金变动	20	482	4439	-5834	4317	速动比率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
其他经营现金流	103	142	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-106	-161	-455	-587	-646	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
<b>筹资活动现金流</b>	707	-719	-358	-539	-581	应收账款周转率	33.8	30.7	30.7	30.7	30.7
						应付账款周转率	36.1	40.2	40.2	40.2	40.2
<b>每股指标(元)</b>						<b>估值比率</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.09	0.57	1.18	1.54	1.91	P/E	41.4	79.8	38.4	29.3	23.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	2.08	7.53	-5.88	8.24	P/B	4.5	4.3	3.9	3.5	3.1
每股净资产(最新摊薄)	10.02	10.44	11.61	13.02	14.79	EV/EBITDA	21.9	28.7	17.7	16.3	11.0

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn