

# 顺鑫农业 (000860)

证券研究报告

2021年04月15日

## 疫情过后轻装上阵，产品升级及全国化进程逐步推进

**事件：公司披露 2020 年报，全年实现营业收入 155.11 亿，同比增长 4.1%；实现归母净利润 4.2 亿元，同比减少 48.1%。其中，2020Q4 实现营业收入 30.92 亿元，同比减少 19.44%；实现归母净利润-0.14 亿元，同比减少 109.35%。**

**白酒中档酒增速明显，疫情影响部分销量。**2020 年，公司实现营业收入 155.11 亿元。其中白酒/猪肉行业实现收入 101.85/42.09 亿元，同比-1.01%/+24.92%。2020 年公司白酒板块营收占比 65.66%，销量 69.01 万千升，吨收入 1.48 万元/吨。按产品档次划分，高档酒/中档酒/低档酒实现收入 10.13/15.40/76.32 亿元，各自占比 9.95%/15.12%/74.94%，其中，中档酒增速明显，同比增长 11.62%，高档酒及低档酒占比分别下滑 12.68%及 1.52%。这主要由于公司 10-50 元价格带的中档酒表现良好，低档酒受疫情影响占比下降，高档酒产品公司还在培育期。按区域来看，2020 年外阜市场销售收入占比达 80%以上。20 年公司克服疫情不利影响，努力打造全国化营销格局，致力提升终端管控能力，渠道下沉。

**成本上升及房地产计提影响公司短期盈利能力。**2020 年，公司盈利能力有所下降。主因是毛利率下降所致。2020 年公司毛利率 28.36%，同比下降 7.84pct，其中白酒板块毛利率下降较多，2020 年为 39.22%，比上年同期减少 8.86%，主要是两方面原因，一是运输费用从销售费用计入成本里，二是原材料成本上升。2020 年公司净利率 2.75%，同比下降 2.74pct，除了毛利率影响外，还有 1.46 亿资产减值计提所致。

**聚集白酒及屠宰，白酒升级是重点。**未来白酒和屠宰业务将成为公司的 2 大业务，房地产业务逐步剥离。白酒仍会是重中之重，白酒板块顺鑫白牛二大单品做到了极致，未来更重要的是渠道进一步下沉以及产品升级。目前光瓶酒市场的机遇更多也集中在 50 元左右价格带，增长空间较大，顺鑫在此有渠道和品牌优势，更重要的是把珍品及以上产品迅速再发力。2020 年公司也大力发展市场营销，进一步提升终端掌控能力，渠道下沉，省外市场销售表现稳定。此外，公司建立了一批形象店、核心店，样板市场培育初显成效，品牌形象得以提升。数字化营销有序推进，精细化管理市场，未来可期。

**盈利预测：**原先预测公司 2020/2021/2022 年实现收入 168.49/200.13/226.70 亿元，归母净利 10.45/13.25/16.86 亿元。实际 2020 年市场竞争激烈，公司披露的收入利润低于之前预期，基数变低，另外结合行业竞争加剧，公司业务聚集升级会稳步进行，故适当调低公司 2021 及 2022 年收入利润绝对值，对应同比增速有调整，现预测公司 2021/2022/2023 实现收入 184.25/208.73/229.93 亿元，同比增长 18.78%/13.28%/10.16%，实现归母净利 10.29/13.09/15.72 亿元，同比增长 145.07%/27.18%/20.11%，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**低端酒市场竞争加剧；原材料价格波动风险；全国化扩张不及预期；食品安全风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,900.14	15,511.40	18,425.13	20,872.81	22,993.43
增长率(%)	23.40	4.10	18.78	13.28	10.16
EBITDA(百万元)	1,764.76	1,506.44	1,990.04	2,381.02	2,805.37
净利润(百万元)	809.23	420.01	1,029.30	1,309.04	1,572.24
增长率(%)	8.73	(48.10)	145.07	27.18	20.11
EPS(元/股)	1.09	0.57	1.39	1.76	2.12
市盈率(P/E)	43.22	83.27	33.98	26.72	22.24
市净率(P/B)	4.71	4.52	4.04	3.57	3.13
市销率(P/S)	2.35	2.25	1.90	1.68	1.52
EV/EBITDA	21.20	34.38	15.42	14.21	9.44

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	47.15 元
目标价格	70 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	741.77
流通 A 股股本(百万股)	741.77
A 股总市值(百万元)	34,974.31
流通 A 股市值(百万元)	34,974.31
每股净资产(元)	10.44
资产负债率(%)	64.14
一年内最高/最低(元)	79.00/43.01

### 作者

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

**娄倩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520100002  
louqian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《顺鑫农业-半年报点评:白酒受疫情影响略低预期，全国化进程稳步推进》2020-08-25
- 2 《顺鑫农业-首次覆盖报告:全国化进程稳步推进，牛栏山步入后百亿时代》2020-05-10
- 3 《顺鑫农业-公司研究简报:主业向上确定性高，且地产预售或可加快》2017-03-10

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,078.53	8,797.43	9,212.56	8,349.12	16,095.40
应收票据及应收账款	584.46	425.04	696.52	591.79	846.64
预付账款	221.98	230.34	353.25	273.86	424.01
存货	8,159.82	7,290.87	14,956.77	8,687.47	16,950.88
其他	512.00	494.16	514.71	496.12	528.45
<b>流动资产合计</b>	<b>17,556.80</b>	<b>17,237.84</b>	<b>25,733.81</b>	<b>18,398.36</b>	<b>34,845.37</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	2.00	2.00
固定资产	3,005.37	2,938.65	2,793.95	2,585.30	2,363.44
在建工程	285.53	318.19	224.39	177.49	154.04
无形资产	730.88	722.68	683.07	642.91	602.74
其他	442.98	456.02	414.71	417.63	413.16
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,464.76</b>	<b>4,435.54</b>	<b>4,116.13</b>	<b>3,825.33</b>	<b>3,535.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>22,021.56</b>	<b>21,673.38</b>	<b>29,849.94</b>	<b>22,223.69</b>	<b>38,380.75</b>
短期借款	3,200.00	4,070.00	4,335.63	5,842.16	6,596.94
应付票据及应付账款	268.61	283.76	475.91	325.89	559.52
其他	8,569.22	6,867.97	15,272.20	4,947.82	18,915.19
<b>流动负债合计</b>	<b>12,037.83</b>	<b>11,221.73</b>	<b>20,083.74</b>	<b>11,115.86</b>	<b>26,071.65</b>
长期借款	1,855.80	2,679.19	459.44	836.74	739.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	667.66	0.00	607.49	425.05	344.18
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,523.46</b>	<b>2,679.19</b>	<b>1,066.92</b>	<b>1,261.79</b>	<b>1,083.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>14,561.29</b>	<b>13,900.92</b>	<b>21,150.66</b>	<b>12,377.65</b>	<b>27,155.16</b>
少数股东权益	27.53	30.98	32.31	40.21	51.91
股本	741.77	741.77	741.77	741.77	741.77
资本公积	2,627.32	2,627.32	2,627.32	2,627.32	2,627.32
留存收益	6,720.97	7,029.71	7,925.20	9,064.06	10,431.91
其他	(2,657.32)	(2,657.32)	(2,627.32)	(2,627.32)	(2,627.32)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,460.27</b>	<b>7,772.46</b>	<b>8,699.28</b>	<b>9,846.04</b>	<b>11,225.59</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22,021.56</b>	<b>21,673.38</b>	<b>29,849.94</b>	<b>22,223.69</b>	<b>38,380.75</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	818.38	426.35	1,029.30	1,309.04	1,572.24
折旧摊销	249.35	254.05	265.16	267.70	269.07
财务费用	181.63	293.13	224.96	224.75	264.27
投资损失	(11.15)	(1.74)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(812.46)	5,550.84	1,096.20	(4,592.36)	5,704.99
其它	878.84	(4,977.08)	1.33	7.90	11.70
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,304.60</b>	<b>1,545.55</b>	<b>2,606.95</b>	<b>(2,792.98)</b>	<b>7,812.28</b>
资本支出	636.81	865.81	(620.42)	154.42	64.46
长期投资	0.00	0.00	0.00	2.00	0.00
其他	(742.42)	(1,027.03)	648.36	(113.41)	(33.06)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(105.61)</b>	<b>(161.21)</b>	<b>27.94</b>	<b>43.02</b>	<b>31.41</b>
债权融资	6,829.44	7,203.72	5,312.73	7,594.18	7,965.43
股权融资	(1,141.37)	(229.24)	(181.37)	(211.16)	(250.68)
其他	(4,980.92)	(7,693.35)	(7,351.11)	(5,496.50)	(7,812.16)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>707.15</b>	<b>(718.88)</b>	<b>(2,219.75)</b>	<b>1,886.52</b>	<b>(97.41)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,906.14</b>	<b>665.45</b>	<b>415.13</b>	<b>(863.44)</b>	<b>7,746.28</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>14,900.14</b>	<b>15,511.40</b>	<b>18,425.13</b>	<b>20,872.81</b>	<b>22,993.43</b>
营业成本	9,506.76	11,111.60	12,712.94	14,587.00	16,153.83
营业税金及附加	1,709.84	1,507.52	2,100.46	2,379.50	2,621.25
营业费用	1,430.17	978.88	923.10	1,035.50	956.07
管理费用	838.46	800.22	1,021.67	834.91	809.37
研发费用	18.22	15.41	18.43	20.87	22.99
财务费用	124.96	242.83	224.96	224.75	264.27
资产减值损失	(93.64)	(146.47)	(66.35)	(88.30)	(96.38)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.15	1.74	10.00	10.00	10.00
其他	168.31	284.26	(20.00)	(20.00)	(20.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,185.90</b>	<b>715.39</b>	<b>1,499.91</b>	<b>1,888.57</b>	<b>2,272.03</b>
营业外收入	0.37	0.07	0.22	0.22	0.17
营业外支出	1.54	14.34	6.48	7.45	9.42
<b>利润总额</b>	<b>1,184.73</b>	<b>701.13</b>	<b>1,493.66</b>	<b>1,881.34</b>	<b>2,262.77</b>
所得税	366.34	274.77	463.03	564.40	678.83
<b>净利润</b>	<b>818.38</b>	<b>426.35</b>	<b>1,030.62</b>	<b>1,316.94</b>	<b>1,583.94</b>
少数股东损益	9.16	6.34	1.33	7.90	11.70
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>809.23</b>	<b>420.01</b>	<b>1,029.30</b>	<b>1,309.04</b>	<b>1,572.24</b>
每股收益(元)	1.09	0.57	1.39	1.76	2.12

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.40%	4.10%	18.78%	13.28%	10.16%
营业利润	11.58%	-39.68%	109.66%	25.91%	20.30%
归属于母公司净利润	8.73%	-48.10%	145.07%	27.18%	20.11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.20%	28.36%	31.00%	30.11%	29.75%
净利率	5.43%	2.71%	5.59%	6.27%	6.84%
ROE	10.89%	5.43%	11.88%	13.35%	14.07%
ROIC	16.90%	10.09%	20.80%	33.74%	20.47%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.12%	64.14%	70.86%	55.70%	70.75%
净负债率	-16.74%	-20.50%	-44.83%	-7.67%	-72.42%
流动比率	1.46	1.54	1.28	1.66	1.34
速动比率	0.78	0.89	0.54	0.87	0.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	33.78	30.73	32.86	32.40	31.97
存货周转率	1.82	2.01	1.66	1.77	1.79
总资产周转率	0.71	0.71	0.72	0.80	0.76
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.09	0.57	1.39	1.76	2.12
每股经营现金流	1.76	2.08	3.51	-3.77	10.53
每股净资产	10.02	10.44	11.68	13.22	15.06
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.22	83.27	33.98	26.72	22.24
市净率	4.71	4.52	4.04	3.57	3.13
EV/EBITDA	21.20	34.38	15.42	14.21	9.44
EV/EBIT	24.62	41.06	17.79	16.01	10.44

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com