



2021-04-14

公司点评报告

买入/维持

顺鑫农业(000860)

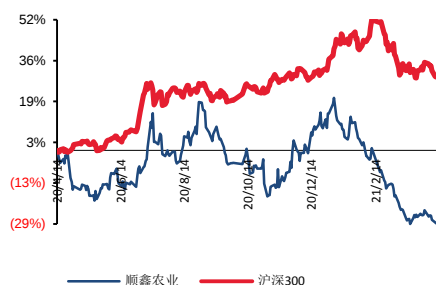
目标价: 57.75

昨收盘: 44.95

日常消费 食品、饮料与烟草

顺鑫农业：白酒营收平稳百亿，五五战略可期

■ 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)	33,342/33,342
12 个月最高/最低(元)	76.48/44.83

相关研究报告：

顺鑫农业(000860)《顺鑫农业 2019 年年报点评：白酒跨入百亿，预收款创新高》--2020/4/27

顺鑫农业(000860)《顺鑫农业 2019 年三季报点评：白酒稳健增长，费用增加和地产亏损影响净利》--2019/10/27

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

事件：2020 年营业收入 155 亿，同比增长 4%。归母净利润 4.2 亿，同比下降 48%。Q4 收入 30.92 亿，同比下降 19%，归母净利润-0.14 亿，同比下降 109%。

整体白酒营收稳在百亿，中端酒收入两位数增长。白酒板块营收 101.84 亿略降 1.01%，整体疫情影响百元大众酒消费价格带背景下，百亿体量仍然平稳，四五规划达成。拆分量价看，销量 69.01 万千升、同比 -3.85%，吨价同比+2.95%。

分产品看，白酒业务高端（出厂一斤装大于等于 50 元，以经典二锅头、百年牛栏山为代表）/中端（出厂介于 10-50 元，珍品为代表）/低端（出厂小于 10 元、陈酿、传统二锅头为代表）白酒收入增速分别为 -12.68%/11.62%/-1.52%，珍品为代表的中端酒表现突出。分区域来看，疫情对于北京影响较大，我们估计去年北京白酒收入下滑 20%左右，外阜收入增速在中个位数。分季度看 Q4 白酒中个位数增长，白酒收入同比增速逐季恢复，白酒受疫情的影响逐渐减弱。我们预计今年 Q1 虽然疫情点状反复、北京河北等地仍受一定影响，但公司保持恢复的势头不改。

全年猪产业链收入 46.37 亿同增 30.25%，地产业务全年收入 5.59 亿下降 39.64%，猪肉和地产业务 Q4 均较大幅度下滑。母公司预收款体现白酒情况，年末（合同负债+其他流动负债+预收款项）为 50.96 亿、处于高位，体现渠道回款强劲，环比 Q3 季度末增加 16.45 亿，较去年 Q4 环比增加的 18.16 亿略减少、或与春节时间靠后有关。

高端酒收入下滑影响白酒板块利润，地产亏损创历史新高严重拖累业绩。2020 年公司毛利率 43.3%（还原运输费用后），同比-4.8pct。高端/中端/低端酒毛利率分别-0.35%/-3.85%/-10.53%（未还原运输费用）。还原运费后销售费用率 9.6%，和去年基本持平。管理费用率 5.26%，同比-0.49pct。税金方面，疫情影响白酒生产，消化了部分库存商品，年底库存商品 16.3 亿，较年初下降 4.43 亿元。由于白酒消费税在生产环节缴纳，2020 年消费税率为 12.45%，同比略下降 1.5pct。公司全年实现归母净利润 4.2 亿元，净利率 2.75%，同比下降 2.74pct。

分业务来看，白酒净利润估计下降 20%左右，主要系高端酒占比较大的北京市场受疫情影响大、高端酒收入下滑双位数以上，同时光瓶酒升级产品持续加大市场投入、调结构战略延续。猪产业链盈利估计接近翻倍，地产亏损 5.35 亿（19 年同期亏损 3.39 亿）、其中包头项目资产减值 1.46 亿元（包头 19 年计提 1.1 亿），亏损达历史最高水平，严重拖累公司业绩。单季度来看，白酒板块 Q4 净利润仍有双位数左右的下滑、但较前三季度已是大幅度放缓。Q4 猪盈利在同期较高基数下、下降幅度较大；地产 Q4 估计亏损增加 50%。

牛栏山提价顺应消费升级，期待珍品成为新的增长引擎。2020 年初公司牛栏山 7 大系列产品在全国范围内提价以顺应消费升级，占领主流的大众消费价格带。此外公司实施“树样板、调结构、深分销”战略，以北京、江苏市场为阵地，大幅投入费用推广珍品陈酿，推进产品结构升级，树立样板市场，再进行区域复制，推进珍品陈酿全国化，也可以看到以珍品为代表的中端酒销售双位数增长、表现最好。经销商方面，截至 2020 年末公司经销商 400 家，净增 11 家，均为京外经销商。公司持续推进渠道下沉至县乡地区，使渠道力量不断壮大。我们认为，随着产品结构升级的实现以及珍品的全国化完成，公司将迎来较快增长。长期来看，消费升级叠加成本上行导致光瓶酒市场扩容有力，且目前低端白酒行业整体集中度较低，市场份额将进一步向优质龙头企业集中。牛栏山作为光瓶酒龙头，大单品陈酿竞争地位稳固。未来随着产品结构升级，珍品陈酿将逐渐发力，成为新的增长引擎。肉类板块布局完整产业链，抗周期能力较强，盈利能力稳健。地产亏损加大，拖累公司业绩，目前公司加大销售端的促销政策、加速库存去化。

盈利预测与评级：

公司提出白酒五五战略规划，提出对标行业前八强，较以往的具体数字目标，转而更关注行业整体头部企业的增速。对标当前百亿元公司的规划来看，我们预计顺鑫未来五年化将保持双位数以上的增长。短期来看，疫情改善促白酒消费恢复、产品结构恢复，提价带来的利润部分投入到持续推升产品结构中，21 年公司白酒将恢复稳步增长，猪产业链由于猪价回落盈利有所回落，地产保守估计略有减亏，预计 2021-2023 年收入增速 6.2%、17.5%、25.4%，净利润增速 126.3%、28.7%、28.1%。给予明年 35 倍 PE，目标价 57.75 元、维持买入评级

风险提示

白酒销售低于预期；房地产销售低于预期；

■ 主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	15509.00	16473.60	18230.34	20650.59
同比增长	4.086%	6.2%	17.5%	25.4%
净利润(亿元)	419.97	950.26	1223.14	1567.05
同比增长	-48.1%	126.3%	28.7%	28.1%
摊薄每股收益(元)	0.57	1.28	1.65	2.11
PE	83	37	29	22

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。