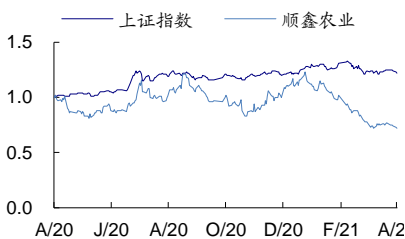


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
顺鑫农业(000860)
买入
2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较

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
上证综指/深圳成指	3,396/13,528
12 个月最高/最低(元)	79.00/44.21

相关研究报告:

《顺鑫农业-000860-重大事件快评: 五年目标对标行业前八强, 21 年持续推进深度全国化》——2021-03-01

《顺鑫农业-000860-深度报告: 短中长逻辑清晰, 牛栏山享受全方位升级》——2021-01-04

《顺鑫农业-000860-2020 三季报点评: 费用增加致业绩低预期, 中长期成长逻辑仍在》——2020-11-02

《顺鑫农业-000860-2020 年中报点评: Q2 白酒收入略超预期, 下半年向好确定性高》——2020-08-29

《顺鑫农业-000860-2019 年三季报点评: 白酒稳健增长, 多因素致利润承压》——2019-10-28

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

证券分析师: 熊鹏

电话: 021-60875164

E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
21Q1 业绩恢复正增长, 看好全年利润改善
● 21Q1 公司收入平稳, 利润恢复正增长

公司公布 2021 年一季报, 一季度公司实现营收 54.86 亿元 (-0.70%), 归母净利润 3.73 亿元 (+5.73%), 结束连续 6 个季度的业绩下滑。公司收入利润较为平稳, 分业务来看, 21Q1 公司白酒业务预计营收 40 亿元, 同比小个位数增长, 增速较低主要系中高端产品仍受疫情影响; 猪肉业务及房地产业务收入水平跟去年同期基本持平。21Q1 末公司母公司预收款(合同负债+其他流动负债) 31.95 亿元, 同比下滑 4.64 亿元, 销售商品收到现金 40.02 亿元, 同比下滑 1.64 亿元, 主要系公司进一步开发市场, 对经销商扶持力度增加, 加大应收票据, 一季度母公司应收票据同比增长 3.31 亿元 (+76.8%)。

● 公司毛利率小幅提升, 税金率基数原因影响整体净利率

我们根据母公司利润表估算 21Q1 公司白酒利润同比增长 10%-15%, 猪肉利润同比增长 2000 万左右, 地产同比亏损 5000 万左右, 白酒业务为公司利润主要贡献。21Q1 公司毛利率 28.91%, 同比提升 0.47pct, 预计主要系去年白酒提价导致, 考虑到公司会计准则变更, 运输费用记到成本端, 实际毛利率提升更为明显; 税金率同比提升 2.5pct 至 10.72%, 主要系疫情影响去年生产节奏, 去年同期基数较低(行业普遍情况), 销售费用率同比下滑 2.62pct 至 4.26%, 主要系运输费用会计准则变化, 管理费用基本持平, 综合作用下, 公司净利率同比提升 0.49pct 至 6.93%。

● “结构优化+提价助力”, 看好公司 21 年整体利润改善

20 年疫情影响严重同时叠加地产亏损加大, 业绩持续低迷, 但从 20Q4-21Q1 开始公司销售明显得到改善, 提价效应开始显现, 白酒净利率环比逐步提升。随着疫情影响逐步弱化, 21 年有望延续白酒较好的销售趋势, 在去年核心产品提价以及今年产品结构优化双重作用下, 21 年白酒利润仍有望大幅增长。

投资建议: 维持“买入”评级。维持盈利预测, 预计 2021-2023 年公司归母净利润为 7.85/10.36/12.28 亿元, 摊薄 EPS 为 1.06/1.40/1.66 元, 当前股价对应 PE=46/35/30x, 维持买入评级。**风险提示:** 低端酒竞争加剧, 产品结构升级低预期

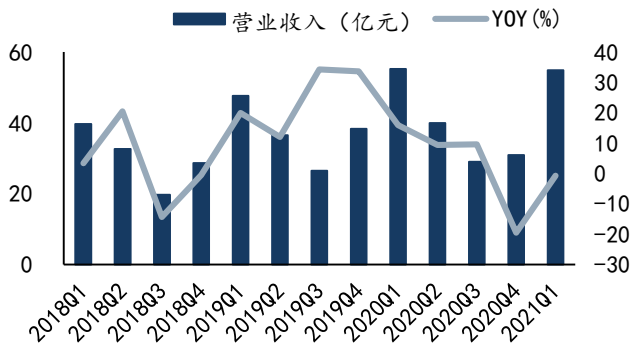
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,900	15,511	16,975	19,037	21,123
(+/-%)	23.4%	4.1%	9.4%	12.2%	11.0%
净利润(百万元)	809	420	785	1036	1228
(+/-%)	8.7%	-48.1%	87.0%	31.9%	18.6%
摊薄每股收益(元)	1.09	0.57	1.06	1.40	1.66
EBIT Margin	9.5%	7.2%	7.7%	9.5%	9.9%
净资产收益率(ROE)	10.9%	5.4%	10.2%	13.5%	16.2%
市盈率(PE)	45.0	86.6	46.3	35.1	29.6
EV/EBITDA	30.7	37.0	32.1	24.7	22.3
市净率(PB)	4.89	4.70	4.72	4.75	4.79

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

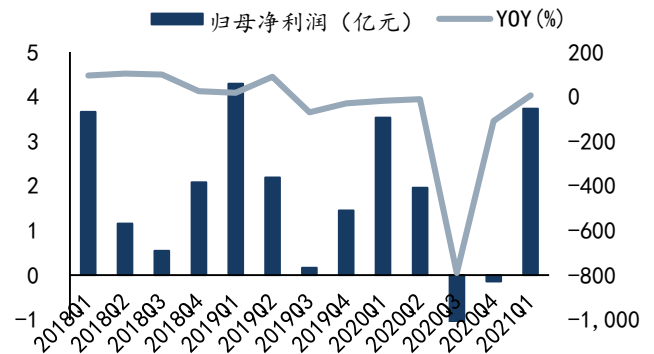
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 顺鑫农业分季度营业收入及同比增速



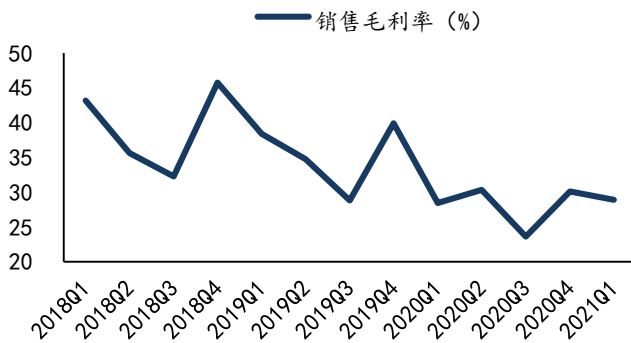
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 顺鑫农业分季度归母净利润及同比增速



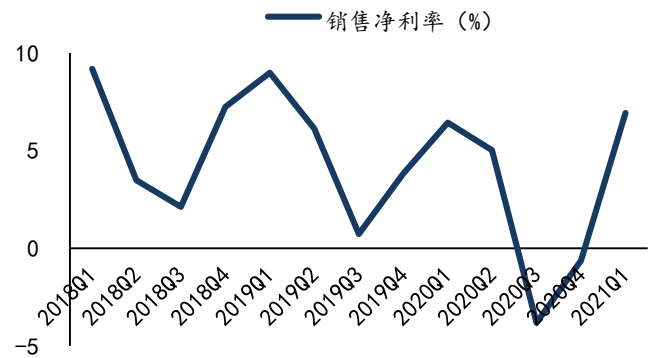
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 顺鑫农业分季度毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 顺鑫农业分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 4 月 27 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000596.SZ	古井贡酒	58.9	1047	4.17	4.17	5.42	59	58	44	买入
603589.SH	口子窖	21.1	362	2.87	2.30	2.78	21	26	22	买入
603369.SZ	今世缘	42.0	658	1.16	1.24	1.55	45	42	34	买入
	平均	31.6	689	2.73	2.57	3.25	42	42	33	
000860.SZ	顺鑫农业	86.6	364	1.09	0.57	1.06	45	87	46	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	8797	8797	8797	8797	营业收入	15511	16975	19037	21123
应收款项	442	593	665	737	营业成本	11112	11826	13102	14564
存货净额	7291	9830	10921	12158	营业税金及附加	1508	1782	1999	2218
其他流动资产	708	775	869	964	销售费用	979	1120	1142	1162
流动资产合计	17238	19994	21252	22656	管理费用	800	946	981	1085
固定资产	3257	3119	2818	2510	财务费用	243	240	240	240
无形资产及其他	723	694	665	636	投资收益	2	6	6	5
投资性房地产	456	456	456	456	资产减值及公允价值变动	146	76	(75)	(75)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(303)	0	0	0
资产总计	21673	24263	25191	26258	营业利润	715	1143	1505	1784
短期借款及交易性金融负债	4525	5994	6725	7474	营业外净收支	(14)	(6)	(6)	(6)
应付款项	284	342	360	400	利润总额	701	1137	1499	1778
其他流动负债	6413	8093	8902	9850	所得税费用	275	341	450	533
流动负债合计	11222	14429	15986	17724	少数股东损益	6	10	14	16
长期借款及应付债券	2679	2679	2679	2679	归属于母公司净利润	420	785	1036	1228
其他长期负债	0	(577)	(1155)	(1762)					
长期负债合计	2679	2102	1524	917					
负债合计	13901	16530	17511	18641					
少数股东权益	31	30	30	29					
股东权益	7741	7702	7650	7589					
负债和股东权益总计	21673	24263	25191	26258					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	420	785	1036	1228
资产减值准备	53	4	(11)	(14)
折旧摊销	245	349	366	376
公允价值变动损失	(146)	(76)	75	75
财务费用	243	240	240	240
营运资本变动	43	(1592)	(1019)	(1038)
其它	(53)	(5)	10	13
经营活动现金流	561	(534)	457	641
资本开支	(390)	(110)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(390)	(110)	(100)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	823	0	0	0
支付股利、利息	(441)	(825)	(1088)	(1290)
其它融资现金流	(217)	1469	731	749
融资活动现金流	548	644	(357)	(541)
现金净变动	719	0	0	0
货币资金的期初余额	8079	8797	8797	8797
货币资金的期末余额	8797	8797	8797	8797
企业自由现金流	575	(443)	516	704
权益自由现金流	1181	1180	1102	1284

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.57	1.06	1.40	1.66
每股红利	0.59	1.11	1.47	1.74
每股净资产	10.44	10.38	10.31	10.23
ROIC	5%	6%	8%	9%
ROE	5%	10%	14%	16%
毛利率	28%	30%	31%	31%
EBIT Margin	7%	8%	10%	10%
EBITDA Margin	9%	10%	11%	12%
收入增长	4%	9%	12%	11%
净利润增长率	-48%	87%	32%	19%
资产负债率	64%	68%	70%	71%
息率	1.2%	2.3%	3.0%	3.5%
P/E	86.6	46.3	35.1	29.6
P/B	4.7	4.7	4.8	4.8
EV/EBITDA	37.0	32.1	24.7	22.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032