

顺鑫农业(000860)

点评报告

公司研究—食品饮料—

证券研究报告

# 白酒业务收入微增，盈利能力稳步提升

## ——顺鑫农业 2021 一季报点评

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 联系人：杨骥、张潇倩  
 mali@stocke.com.cn

### 事件

顺鑫农业发布 2021 年一季报：报告期内公司实现营业收入 54.86 亿元，同比下降 0.70%；实现归属上市公司净利润 3.73 亿元，同比增长 5.73%。

### 业绩点评

#### □ 21Q1 白酒业务收入小幅微增，盈利能力稳步提升

**收入端：**21Q1 公司收入为 54.86 亿元，同比下降 0.7%，主因：1) 在猪价呈下行趋势背景下，猪肉业务收入有所下降；2) 白酒业务在一定程度上受华北地区疫情拖累，预计收入约为 40+亿元，实现个位数增长；3) 地产业务收入同比下降。**利润端：**21Q1 公司净利润为 3.73 亿元，同比增长 5.73%，主因：1) 受益于珍品等中高端产品导入、提价效应开始逐步体现，产品结构稳步提升带动白酒板块净利润实现双位数增长，但与此同时，地产业务仍处于亏损状态。毛利率端：受益于收入占比较高的白酒业务产品结构提升，21Q1 公司毛利率较去年同期提升 0.47 个百分点至 28.91%。

#### □ 净利率实现小幅提升，预收款环比下降

费用率方面，21Q1 期间费用率较上年同期下降 2.32 个百分点至 9.37%，具体来看，销售费用率下降 2.18 个百分点至 4.39%（受会计准则变化影响，交通运输费从销售费用科目转至成本科目），管理费用率基本持平；21Q1 公司净利率同比提升 0.49 个百分点至 6.93%；现金流方面，21Q1 公司经营活动现金净流量为 -12.06 亿元，同比下降 40.50%；预收款方面，20Q1 预收款为 41.15 亿元，环比下降 16.40 亿元；销售商品收到现金 42.95 亿，同比减少 2.05 亿，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（21Q1 应收票据为 7.62 亿元，较 2020 年末增长了 101.24%）。

#### □ “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，纵向拓展空间大。**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

### 评级 买入

上次评级	买入
当前价格	49.04

### 单季度业绩 元/股

2Q/2020	0.26
3Q/2020	-0.15
4Q/2020	-0.02
1Q/2021	0.50



### 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。公司现已形成了以白酒、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成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

- 《顺鑫农业业绩点评：盈利表现不及预期，期待“五五”表现》（20210414）
- 《顺鑫农业深度报告：结构升级为翼，纵深发展助飞》（20210413）

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21Q2将迎来中高端产品恢复性增长+提价效应显现，公司盈利能力有望稳步提升。另外，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43/37/26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	86.6	43.2	37.3	25.8

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	17238	21255	22291	23355
现金	8797	12255	12097	11905
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	425	432	376	484
其它应收款	17	31	33	34
预付账款	230	273	307	340
存货	7291	7800	9004	10120
其他	477	463	474	471
<b>非流动资产</b>	4436	4129	3872	3603
金额资产类	0	6	2	3
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2939	2753	2560	2360
无形资产	723	686	651	618
在建工程	318	258	230	202
其他	456	425	429	421
<b>资产总计</b>	21673	25383	26163	26959
<b>流动负债</b>	11222	11969	12841	12887
短期借款	4070	3090	3453	3538
应付款项	284	304	350	394
预收账款	51	5180	4785	4069
其他	6817	3396	4252	4886
<b>非流动负债</b>	2679	4787	3704	3023
长期借款	2679	2679	2679	2679
其他	0	2107	1025	344
<b>负债合计</b>	13901	16756	16545	15910
少数股东权益	31	44	58	80
归属母公司股东权	7741	8584	9560	10968
<b>负债和股东权益</b>	21673	25383	26163	26959
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	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)
<b>投资活动现金流</b>	(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
<b>筹资活动现金流</b>	(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
<b>现金净增加额</b>	665	6548	3295	3346

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	15511	17518	20091	22727
营业成本	11112	11888	13722	15424
营业税金及附加	1508	2012	2188	2431
营业费用	979	981	1205	1023
管理费用	800	904	1125	1364
研发费用	15	17	20	23
财务费用	243	257	231	229
资产减值损失	147	166	80	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	6	2	2	3
<b>营业利润</b>	715	1298	1523	2239
营业外收支	(14)	(6)	(7)	(9)
<b>利润总额</b>	701	1291	1516	2230
所得税	275	436	525	800
<b>净利润</b>	426	855	991	1430
少数股东损益	6	13	15	21
<b>归属母公司净利润</b>	420	842	976	1409
<b>EBITDA</b>	1187	1754	1950	2664
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.6	1.1	1.3	1.9
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.1%	12.9%	14.7%	13.1%
营业利润	(39.7%)	81.4%	17.4%	47.0%
归属母公司净利润	(48.1%)	100.5%	15.9%	44.3%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	86.6	43.2	37.3	25.8
P/B	4.7	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	44.0	17.8	16.4	12.0

## 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：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>