



顺鑫农业(000860)

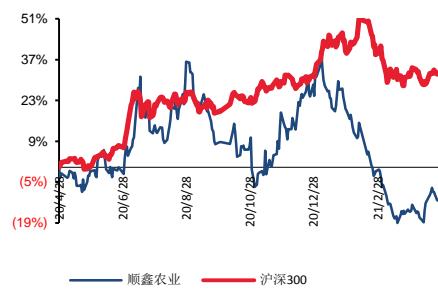
目标价: 57.75

昨收盘: 49.04

日常消费 食品、饮料与烟草

顺鑫农业: 白酒逐步恢复, 地产期待下半年减亏

■ 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)	36,376/36,376
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 2020 年年报点评: 白酒营收平稳百亿, 五五战略可期》—2021/4/14
- 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

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: 蔡雪昱

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517050002

事件: 公司披露 2021 年一季报, 2021Q1 收入 54.9 亿, -0.7%, 归母净利润 3.7 亿, +5.73%, 扣非归母净利润 3.7 亿, +2.89%。

白酒继续呈恢复性增长: 母公司报表代表白酒和猪肉业务, 公司 2021Q1 母公司收入 51.4 亿, +0.3%。我们预计白酒一季度继续呈恢复增长态势, 受猪价影响猪业务收入略有下降。2020Q1 合同负债+其他流动负债为 35.4 亿元, 环比 2020 年底减少 15.6 亿, 同比减少 6.2 亿。2020Q1 环比 2019 年底减少 13.3 亿。去年疫情一季度影响部分生产发货节奏, 今年相对恢复正常。应收票据增长幅度较大, 主要系公司为进一步开发新市场, 对经销商的扶持力度增加。2021Q1 应收票据 7.6 亿, 环比 2020 年底增加 3.8 亿, 同比 2019Q1 增加 5.6 亿, 2019Q1 环比增加 0.2 亿。

白酒利润恢复增长、地产亏损继续扩大: 从合并报表看, 公司 2021Q1 归母净利润 3.7 亿, +5.73%, 扣非归母净利润 3.7 亿, +2.89%。毛利率 28.9%, +0.47pct, 营业税金率 10.4%, +2.6pct, 销售费用率 4.4%, -2.19pct, 管理费用率 4.3%, +0.56pct, 财务费用率 0.7%, -0.7pct。净利率 6.8%, +0.41pct。估计白酒利润也相应呈恢复性增长, 猪业务利润双位数增长, 地产亏损同比仍有扩大。

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。公司光瓶酒业务占白酒比例高达 80% 以上, 疫情发生后餐饮渠道消费受影响, 而以居家自饮需求为主的光瓶酒受影响相对较小。牛栏山酒厂作为北京地区保持自主酿造规模最大的白酒生产企业, 疫情使牛栏山销售承压, 但有利于行业集中度的加速提升, 牛栏山作为光瓶酒龙头长期份额提升的逻辑不变。大体上看, 疫情使部分现金流紧张的地方中小企业倒闭, 公司有望借助危机进一步抢占市场份额。

此外公司实施“树样板、调结构、深分销”战略, 以北京、江苏省市场为阵地, 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。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。2020 年是公司“四五计划”收官之年，2021 年公司仍将稳扎稳打夯实基础，继续贯彻“深分销、调结构、树样板”的思路，推进产品结构调整及全国化进程。

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 年公司白酒将逐季呈现更好的增长，猪产业链由于猪价回落盈利有所回落，地产上半年外阜项目逐步出清，保守估计略有减亏，略调整盈利预测，预计 2021-2023 年收入增速 6.2%，17.5%，25.4%，净利润增速 91.7%，37.7%，34.9%。维持一年目标价 57.75 元、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	805.00	1108.86	1496.07
同比增长	-48.1%	91.7%	37.7%	34.9%
摊薄每股收益(元)	0.57	1.09	1.49	2.02
PE	87	45	33	24

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	zhafzl@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



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



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。