

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 顺鑫农业 (000860): 地产拖累业绩, 期待白酒深度全国化发展

2021年4月21日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格: 50.50元

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本(亿股): 7.42

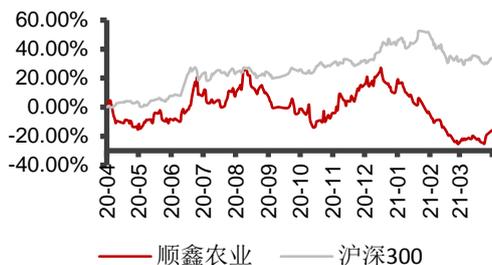
流通股本(亿股): 4.64

自由流通市值(亿元): 375

每股净资产(元): 10.44

资产负债率(%): 64.14

### 顺鑫农业与沪深300涨跌幅走势图



资料来源: Wind

### 相关报告

- 1、贵州茅台(600519): 2020年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402
- 2、海天味业(603288): 疫情下稳定成长, 2021年积极目标有望达成 20210401
- 3、疫情反复下关注确定性及同比改善 20210207

### 内容提要:

顺鑫农业发布2020年年报, 全年实现营业收入155.11亿元, 同比增长4.1%; 归母净利润为4.2亿元, 同比下降48.1%。四季度实现营业收入30.92亿元, 同比下降19.44%; 归母净利润为0.14亿元, 同比下降109.35%。

**疫情下主业表现平稳。**公司白酒业务表现较为平稳, 实现销售收入101.85亿元, 同比小幅下降1.01%, 其中销售量同比下滑3.8%, 但提价的逐步执行, 吨价同比上涨2.9%。疫情对公司高档产品影响较大, 中高档产品升级趋势已现, 低档产品表现较为稳定。公司外阜市场收入占比超80%, 全国化格局已基本形成。公司猪肉业务实现营业收入46.37亿元, 同比增长30.26%。在非洲猪瘟及新冠疫情的背景下, 公司加大在生猪养殖板块投入, 并适度减少屠宰业生产量。

**地产业务拖累净利率表现。**2020年, 公司整体毛利率为28.36%, 同比下降7.84个百分点。白酒业务毛利率39.22%, 同比下降8.86个百分点, 若剔除运费影响, 同口径下估计同比下滑4-4.5个百分点, 主要由于疫情对公司高档酒销售影响较大。全年费用表现较为稳定, 但净利率仅为2.75%, 下降幅度较大, 主要是受利息费用化及计提资产减值准备影响, 2020年地产业务全年亏损5.3亿元, 若剔除地产业务影响, 盈利能力表现稳定。

**投资建议:**公司发展策略稳定明晰, 低端酒龙头地位不断强化, 未来在深度全国化的战略下, 产品结构有望快速上攻。目前公司PE为89.2倍, 处于历史较高水平, 主要受地产亏损拖累, 若该业务能按预期去化, 则估值水平较为合理。我们预计2021-23年EPS分别为0.92元/1.16元/1.44元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 地产项目清退进程不及预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

**事件：**公司发布2020年年报，全年实现营业收入155.11亿元，同比增长4.1%；归母净利润为4.2亿元，同比下降48.1%。四季度实现营业收入30.92亿元，同比下降19.44%；归母净利润为0.14亿元，同比下降109.35%。

**疫情下主业表现平稳。**分业务板块来看，2020年公司白酒业务表现较为平稳，实现销售收入101.85亿元，同比小幅下降1.01%，其中销售量同比下滑3.8%，但提价逐步执行，吨价同比上涨2.9%。2020年下半年，白酒收入同比增长2.4%，增速环比提升4.9个百分点，小幅低于预期，主要由于下半年南方洪涝灾害及北京疫情反复等导致。分产品来看，以经典二锅头、百年牛栏山为代表的高档产品实现营收10.13亿元，同比下降12.68%，受疫情影响较大；以珍品陈酿为代表的中高档产品实现收入15.4亿元，同比增长11.62%，虽然因疫情影响增速不及公司预期，但产品升级趋势已现；以陈酿、传统二锅头为代表的低档酒实现营收76.32亿元，同比下降1.52%，表现较为稳定。分区域看，全年外阜市场收入占比超80%，全国化格局已基本形成，成为稳定发展的重要支撑力。根据公司披露，包括北京在内的北方市场受疫情反复影响，部分市场降幅较大，东南沿海和中部地区稳中有增，西南地区基数相对较小，2020年销售收入表现亮眼，增幅明显。

公司猪肉业务实现营业收入46.37亿元，同比增长30.26%。其中，种畜养殖业务营收达4.27亿元，同比增长125.33%，在非洲猪瘟及新冠疫情的背景下，公司加大在生猪养殖板块投入，积极增加存栏，在猪肉市场价格走高的旺季，适时出栏一批育肥猪。公司屠宰业实现营收42.09亿元，同比增长24.92%，主要由于2020年生猪价格较高且来源紧缺，猪肉吨价提升，而生产量、销量下降。具体来看，屠宰业务销售量下降13.11%，吨价上升43.77%，但预计猪周期拐点将至，公司抛售库存商品，库存量减少45.97%。2020年，公司种畜养殖业务有序推进陕西城固两座新建种猪场项目的建设，屠宰业务增加辽宁省、河北省等外阜定点屠宰场，保障销售货源稳定并扩大市占率，生鲜产业大力发展冷鲜肉、小包装产品、低温肉制品、调理肉制品业务，整体来看猪肉业务实现了稳定、积极的发展。

此外，公司地产业务全年实现收入5.59亿元，通过加大促销等手段对包头、海南等地块的处置提速，外阜项目去化较为明显。

**地产业务拖累净利率表现。**2020年，公司整体毛利率为28.36%，同比下降7.84个百分点。分业务来看，白酒业务毛利率39.22%，同比下降8.86

个百分点，若剔除运费影响，同口径下估计同比下滑4-4.5个百分点，主要由于疫情对公司高档酒销售影响较大。猪肉业务受生猪价格波动，屠宰业毛利率有所下降，种猪业务毛利率明显提升，其中屠宰业务毛利率2.7%，若剔除运费影响，估计同比下降3.8个百分点左右；种畜养殖业务毛利率达35.41%，同比提升32.64个百分点。费用方面，公司销售费用率为6.31%，同比大幅下降3.29个百分点，主要由于会计调整所致。其中白酒业务销售费用占比83.17%，疫情期间公司减少白酒广告投放（同比下降17.6%），但加大了促销力度（增长54.22%），若剔除运费影响，销售费用率小幅下降1.17个百分点。此外，管理费用率5.16%，小幅下降0.47个百分点，财务费用为1.57%，同比提升0.73个百分点，主要因地产业务确认收入后利息费用化所致。公司全年净利率2.75%，下降幅度较大，主要是受利息费用化及计提资产减值准备影响，2020年地产业务全年亏损5.3亿元，若剔除地产业务影响，公司盈利能力表现稳定。

**五五规划思路明晰，白酒深度全国化值得期待。**白酒方面，根据“五五”规划，公司将分三个步骤推进深度全国化战略：第一步，样本市场培育，在1（北京）+4（重点市场）基础上，提出1+4+N战略，增至30个重点市场进行培育；第二步，对全国大部分市场提出深度营销标准，形成大板块辐射区；第三步，完成深度全国化。产品策略方面，公司将坚持“民酒”的品牌定位，未来打造以珍品陈酿为核心的30-50元的系列，作为托底价格带，以及以珍品20为核心的60-70元系列，抢占高线。2020年，公司已经开始进行结构调整，在北京大本营的终端、营销及产品结构调整上均进行了较为充分准备的准备工作，且产品升级、价格提升效果逐渐显现。在清晰的战略下，我们认为公司深度全国化战略或将使公司重启高增长。

猪肉业务方面，公司的生鲜肉及肉制品是北京菜篮子工程重要组成部分。未来，公司猪肉业务的重点工作一是夯实在北京的产品和终端网点的开发，二是加快外阜产能及销售网络建设。预计后续猪肉业务将持续稳健发展。

**投资建议：**公司发展策略稳定明晰，低端酒龙头地位不断强化，未来在深度全国化的战略下，产品结构有望快速上攻。目前公司PE为89.2倍，处于历史较高水平，主要受地产亏损拖累，若该业务能按预期去化，则估值水平较为合理。我们预计2021-23年EPS分别为0.92元/1.16元/1.44元，对应PE分别为55倍/43倍/35倍，维持“买入”评级。

**表 1: 重点指标预测**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,511	17,519	19,982	22,699
增长率	4.1%	12.9%	14.1%	13.6%
归母净利润（百万元）	420	684	864	1,070
增长率	-48.10%	62.77%	26.39%	23.81%
每股收益（元）	0.57	0.92	1.16	1.44
PE	128.11	54.79	43.35	35.02

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年4月20日，2021-2023年业绩为作者预测值。

**风险提示：** 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；地产项目清退进程不及预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

**表2: 盈利预测**

报表预测		单位: 百万元			
<b>资产负债表</b>					
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
货币资金	8,797	8,441	10,190	12,089	
存货	7,291	7,403	8,058	8,696	
其他流动资产	725	764	801	845	
流动资产合计	17,238	17,140	19,657	22,320	
固定资产	2,939	2,939	2,889	2,839	
<b>资产总计</b>	<b>21,673</b>	<b>21,453</b>	<b>23,950</b>	<b>26,592</b>	
应付账款	284	320	365	413	
应付职工薪酬	128	147	168	190	
应交税费	439	491	559	636	
其他流动负债	6,301	6,953	8,073	9,147	
流动负债合计	11,222	9,911	11,165	12,387	
<b>负债合计</b>	<b>13,901</b>	<b>13,090</b>	<b>14,844</b>	<b>16,566</b>	
归属于母公司的所有者权益	7,741	8,325	9,059	9,969	
少数股东权益	31	38	47	57	
<b>股东权益</b>	<b>7,772</b>	<b>8,363</b>	<b>9,106</b>	<b>10,026</b>	
<b>负债及股东权益</b>	<b>21,673</b>	<b>21,453</b>	<b>23,950</b>	<b>26,592</b>	
<b>现金流量表</b>					
	单位: 百万元				
经营活动现金流净额	1546	1323	1477	1656	
投资活动现金流净额	-161	-9	-97	-97	
筹资活动现金流净额	-719	-1670	370	340	
<b>现金净流量</b>	<b>665</b>	<b>-357</b>	<b>1750</b>	<b>1899</b>	

利润表		单位: 百万元			
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
营业收入	15,511	17,519	19,982	22,699	
营业成本	11,112	12,282	14,006	15,869	
毛利	4,400	5,237	5,976	6,830	
毛利率	28%	30%	30%	30%	
税金及附加	1,508	1,752	1,998	2,270	
税金及附加/营业收入	10%	10%	10%	10%	
销售费用	979	1,226	1,439	1,634	
销售费用率	6%	7%	7%	7%	
管理费用	800	981	1,099	1,248	
管理费用率	5%	6%	6%	6%	
研发费用	15	21	24	27	
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
财务费用	243	113	108	104	
财务费用率	1.6%	0.6%	0.5%	0.5%	
<b>营业利润</b>	<b>715</b>	<b>1002</b>	<b>1247</b>	<b>1544</b>	
营业利润/营业收入	-40%	40%	24%	24%	
<b>利润总额</b>	<b>701</b>	<b>987</b>	<b>1247</b>	<b>1544</b>	
利润总额/营业收入	-41%	41%	26%	24%	
所得税费用	275	296	374	463	
<b>净利润</b>	<b>426</b>	<b>691</b>	<b>873</b>	<b>1081</b>	
<b>归母净利润</b>	<b>420</b>	<b>684</b>	<b>864</b>	<b>1070</b>	
少数股东损益	6	7	9	11	

基本指标				
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>EPS (元)</b>	0.57	0.92	1.16	1.44
<b>BVPS</b>	10.44	11.22	12.21	13.44
<b>PE (倍)</b>	128.11	54.79	43.35	35.02
<b>PEG</b>	—	0.87	1.64	1.47
<b>PB (倍)</b>	6.95	4.50	4.13	3.76
<b>EV/EBITDA</b>	38.63	25.26	21.81	18.13
<b>ROE</b>	5%	8%	10%	11%

数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年4月20日, 2021-2023年业绩为作者预测值。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层