

中高档酒收入下降，收入业绩低于预期

顺鑫农业(000860)

| | | | |
|--------|-------|-------------|------------|
| 评级: | 增持 | 股票代码: | 000860 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 79.0/30.13 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 238.48 |
| 最新收盘价: | 32.15 | 自由流通市值(亿) | 238.48 |
| | | 自由流通股数(百万) | 741.77 |

事件概述

2021H1 实现收入 91.91 亿元，同比-3.46%；归母净利 4.76 亿元，同比-13.27%；扣非归母净利 4.76 亿元，同比-14.74%；合同负债 29.45 亿元，同比-17.33%。其中，2021Q2 实现收入 37.06 亿元，同比-7.26%；归母净利 1.02 亿元，同比-48.41%；扣非归母净利 1.03 亿元，同比-47.45%；合同负债-7.47 亿元，同比+7.87%。低于市场预期。

分析判断:

► 中高档酒收入下降，大本营市场收入不及预期。

2021H1 公司白酒业务实现收入 65.36 亿元，同比+1.09%；屠宰业务实现收入 19.25 亿元，同比-21.72%；白酒/屠宰业务收入占比分别为 71.11%/20.94%，分别同比+3.20/-4.89pct。公司收入下滑主要由于屠宰业务收入大幅下降。分产品来看，2021H1 高档酒/中档酒/低档酒分别实现收入 7.96/7.65/49.76 亿元，分别同比-1.96%/-17.42%/+5.24%。公司白酒业务收入增长主要来源于低档酒（陈酿、传统二锅头等）收入增长，低档酒收入占比达到 76.12%，同比+3.00pct。分区域来看，2021H1 北京/外阜地区分别实现收入 38.44/53.48 亿元，分别同比-8.67%/+0.68%，经销商数量分别净+12/-6 个，大本营市场收入不及预期，外阜地区收入仅有低个位数增长。

► 毛利率下降明显拉低净利率。

2021H1 公司整体毛利率 27.46%，同比-1.78pct；白酒业务毛利率 35.62%，同比-3.27pct；高档/中档/低档酒毛利率分别为 70.98%/42.35%/28.93%，分别同比+0.17/+2.42/+0.01pct；屠宰业务毛利率 4.45%，同比+2.99pct。其中 2021Q2 公司整体毛利率为 25.30%，同比-5.04pct。受会计准则变化影响，销售费用中的运输费用计入营业成本中，还原后白酒业务毛利率为 38.77%，同比-0.12pct，主因价格较低的低档酒收入占比提高拉低了公司整体毛利率。

由于广告宣传费用下降（H1 同比-11.83%）因此 H1 销售费用率 4.95%，同比-2.23pct；其中 Q2 销售费用率 5.78%，同比-2.25pct。由于劳动保险费（H1 同比+88.76%）和折旧或摊销费用（H1 同比+19.50%）增加因此管理费用率 4.61%，同比+0.83pct；其中 Q2 管理费用率 5.24%，同比+1.32pct。毛利率下降导致公司净利率略有下滑，H1 公司净利率 5.26%，同比-0.58pct；其中 Q2 净利率 2.79%，同比-2.23pct。2021H1 合同负债 29.45 亿元，同比-17.33%，主因预收款项减少。销售收现 81.39 亿元，同比-5.62%，主因营业收入和合同负债的减少。经营活动现金流量净额-14.68 亿元，同比-101.48%，主因收到的销售商品所收货款较上年同期减少所致。

► 聚焦白酒和肉食两大主营业务，稳步推进光瓶酒结构升级。

未来公司将继续贯彻“五五”战略，聚焦两大主业、深度全国化营销。公司作为光瓶酒领导者品牌，一方面通过牛栏山推动营销组织优化和深化终端建设实现全国化深度营销；另一方面全力推广“珍牛”、“百年”等系列产品的结构升级。未来公司有望通过结构升级和全国化深度营销迈入新成长阶段。

投资建议

根据中报情况我们下调盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现营业收入 154.8/169.1/187.5 亿元，分别同比-0.2%/+9.3%/+10.9%，上次预测同比+14.6%/+14.3%/+12.7%；实现归母净利润 6.3/9.0/11.9 亿元，同比+50.9%/+41.7%/+31.9%，上次预测同比+122.3%/+25.5%/+21.5%；EPS 分别为 0.85/1.21/1.60 元，当前股价对

应估值分别为 38/27/20 倍。由“买入”评级下调为“增持”评级。

风险提示

①疫情持续超预期；②经济下行导致需求减弱；③食品安全问题等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 14,900 | 15,511 | 15,476 | 16,911 | 18,753 |
| YoY (%) | 23.4% | 4.1% | -0.2% | 9.3% | 10.9% |
| 归母净利润(百万元) | 809 | 420 | 634 | 898 | 1,185 |
| YoY (%) | 8.7% | -48.1% | 50.9% | 41.7% | 31.9% |
| 毛利率 (%) | 36.2% | 28.4% | 28.7% | 29.3% | 29.8% |
| 每股收益 (元) | 1.09 | 0.57 | 0.85 | 1.21 | 1.60 |
| ROE | 10.9% | 5.4% | 7.8% | 10.3% | 12.6% |
| 市盈率 | 29.47 | 56.78 | 37.62 | 26.54 | 20.12 |

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 15,511 | 15,476 | 16,911 | 18,753 | 净利润 | 426 | 639 | 904 | 1,191 |
| YoY (%) | 4.1% | -0.2% | 9.3% | 10.9% | 折旧和摊销 | 254 | 170 | 178 | 174 |
| 营业成本 | 11,112 | 11,031 | 11,957 | 13,171 | 营运资金变动 | 482 | 520 | 519 | 628 |
| 营业税金及附加 | 1,508 | 1,501 | 1,607 | 1,763 | 经营活动现金流 | 1,546 | 1,561 | 1,850 | 2,237 |
| 销售费用 | 979 | 929 | 981 | 1,050 | 资本开支 | -163 | -97 | -108 | -111 |
| 管理费用 | 800 | 789 | 862 | 956 | 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 243 | 122 | 74 | 69 | 投资活动现金流 | -161 | -91 | -103 | -105 |
| 资产减值损失 | -146 | -120 | -133 | -127 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | 5 | 5 | 6 | 债务募资 | 5,822 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 715 | 977 | 1,288 | 1,608 | 筹资活动现金流 | -719 | -661 | -673 | -743 |
| 营业外收支 | -14 | 6 | 3 | 2 | 现金净流量 | 665 | 809 | 1,074 | 1,389 |
| 利润总额 | 701 | 983 | 1,291 | 1,610 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | 275 | 344 | 387 | 419 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 426 | 639 | 904 | 1,191 | 营业收入增长率 | 4.1% | -0.2% | 9.3% | 10.9% |
| 归属于母公司净利润 | 420 | 634 | 898 | 1,185 | 净利润增长率 | -48.1% | 50.9% | 41.7% | 31.9% |
| YoY (%) | -48.1% | 50.9% | 41.7% | 31.9% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.57 | 0.85 | 1.21 | 1.60 | 毛利率 | 28.4% | 28.7% | 29.3% | 29.8% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率 | 2.7% | 4.1% | 5.3% | 6.4% |
| 货币资金 | 8,797 | 9,606 | 10,680 | 12,069 | 总资产收益率 ROA | 1.9% | 2.9% | 4.1% | 5.1% |
| 预付款项 | 230 | 221 | 227 | 237 | 净资产收益率 ROE | 5.4% | 7.8% | 10.3% | 12.6% |
| 存货 | 7,291 | 6,649 | 5,897 | 5,413 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 919 | 980 | 1,069 | 1,175 | 流动比率 | 1.54 | 1.59 | 1.66 | 1.72 |
| 流动资产合计 | 17,238 | 17,455 | 17,873 | 18,893 | 速动比率 | 0.87 | 0.97 | 1.09 | 1.20 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金比率 | 0.78 | 0.88 | 0.99 | 1.10 |
| 固定资产 | 2,939 | 2,865 | 2,767 | 2,682 | 资产负债率 | 64.1% | 62.4% | 60.5% | 59.2% |
| 无形资产 | 723 | 723 | 723 | 723 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 4,436 | 4,367 | 4,298 | 4,235 | 总资产周转率 | 0.72 | 0.71 | 0.76 | 0.81 |
| 资产合计 | 21,673 | 21,822 | 22,172 | 23,128 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 4,070 | 4,070 | 4,070 | 4,070 | 每股收益 | 0.57 | 0.85 | 1.21 | 1.60 |
| 应付账款及票据 | 284 | 272 | 278 | 289 | 每股净资产 | 10.44 | 11.00 | 11.74 | 12.66 |
| 其他流动负债 | 6,868 | 6,603 | 6,391 | 6,650 | 每股经营现金流 | 2.08 | 2.10 | 2.49 | 3.02 |
| 流动负债合计 | 11,222 | 10,945 | 10,740 | 11,009 | 每股股利 | 0.00 | 0.45 | 0.65 | 0.85 |
| 长期借款 | 2,679 | 2,679 | 2,679 | 2,679 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | PE | 56.78 | 37.62 | 26.54 | 20.12 |
| 非流动负债合计 | 2,679 | 2,679 | 2,679 | 2,679 | PB | 6.95 | 2.92 | 2.74 | 2.54 |
| 负债合计 | 13,901 | 13,624 | 13,419 | 13,688 | | | | | |
| 股本 | 742 | 742 | 742 | 742 | | | | | |
| 少数股东权益 | 31 | 36 | 42 | 47 | | | | | |
| 股东权益合计 | 7,772 | 8,198 | 8,753 | 9,440 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 21,673 | 21,822 | 22,172 | 23,128 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。