区域扩张白酒稳增，利润承压静待调整

东方证券 ORIENT SECURITIES

季报点评

事件

- **Q3 收入增长提速，利润低于预期。**公司公布 2019 年三季报，19 年 1-9 月实现营收 110.62 亿元，同比增长 20.19%；实现扣非后归母净利润 6.66 亿元，同比增长 19.72%，对应基本 EPS 0.90 元/股。其中 19Q3 实现营收 26.46 亿元，同增 34.25%，较 Q1（+19.95%）、Q2（+11.99%）明显提速；实现扣非后归母净利润 0.17 亿元，同比下滑 76.78%，低于市场预期。

核心观点

- **白酒收入稳健增长，预收款高增，泛全国化持续推进。分业务看，**19H1 公司白酒收入为 66.58 亿元，同比增长 15.31%，我们推测公司 Q3 白酒收入增速与上半年基本持平，约在 15%左右，收入的较快增长一方面源于去年同期基数较低，另一方面系猪肉业务发力所致。**分区域看，**目前牛栏山已拥有亿元以上销售市场 20 余个，除进一步夯实华北市场基础外，还以华东华南为支点重点突破，未来有望加强中西部地区辐射，泛全国化值得期待。**从预收款看，**9 月末母公司预收款为 36.71 亿元，环比下降 1.75 亿元，同比大幅增长 63.97%，预收款高增表明白酒实际收入可能高于表观数据。**从现金流看，**Q3 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 30.8 亿元，同比提升 39.87%。
- **期间费用率控制良好，毛利率下滑拖累盈利。**公司 1-9 月销售毛利率同比下降 3.24pct 达 34.91%，我们推测原因主要有：1）酿酒原材料、包材成本上涨；2）低毛利率的猪肉业务收入快速增长拉低整体水平；3）白牛二增速高于公司中高端产品；4）猪价上行，屠宰业务盈利受损。前三季度销售费用率同比下降 1.16pct 至 9.33%，管理费用率同比下滑 0.45pct 至 5.45%，税金及附加占营收比重同降 1.46pct 至 10.7%。主要受益于期间费用率及税金率下行，公司 1-9 月销售净利率同增 0.42pct 达 6.07%，盈利能力小幅改善。

财务预测与投资建议

- 由于白酒收入增长低于预期，成本及业务结构等因素拖累毛利率，我们下调了收入及毛利率预测。调整预测 19-21 年每股收益分别为 1.42、1.87、2.48 元（原 19-21 年预测分别为 1.64、2.16、2.76 元）。参考公司近 5 年平均估值，给予 19 年 33 倍市盈率，对应目标价为 46.86 元，维持买入评级。

风险提示

- 白酒增长不及预期风险，原材料价格大幅上涨风险，地产收入低于预期风险。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,734	12,074	14,607	17,416	20,295
同比增长(%)	*4.8%*	*2.9%*	21.0%	*19.2%*	*16.5%*
营业利润(百万元)	638	1,063	1,539	2,035	2,687
同比增长(%)	*16.3%*	*66.7%*	44.8%	*32.3%*	*32.0%*
归属母公司净利润(百万元)	438	744	1,049	1,389	1,835
同比增长(%)	*6.3%*	*69.8%*	41.0%	*32.3%*	*32.1%*
每股收益（元）	0.59	1.00	1.42	1.87	2.48
毛利率(%)	33.9%	40.0%	39.0%	39.5%	40.3%
净利率(%)	3.7%	6.2%	7.2%	8.0%	9.0%
净资产收益率(%)	6.3%	10.1%	12.6%	14.5%	16.6%
市盈率	78.6	46.3	32.8	24.8	18.8
市净率	4.9	4.5	3.9	3.4	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2019 年 10 月 25 日）	46.5 元
目标价格	46.86 元
52 周最高价/最低价	62.26/30.05 元
总股本/流通 A 股（万股）	74,177/74,177
A 股市值（百万元）	34,492
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2019 年 10 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-8.1	-12.69	0.43	18.71
相对表现	8.81	13.36	0.76	3.28
沪深 300	0.71	0.67	1.19	21.99

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪
021-63325888-6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

相关报告

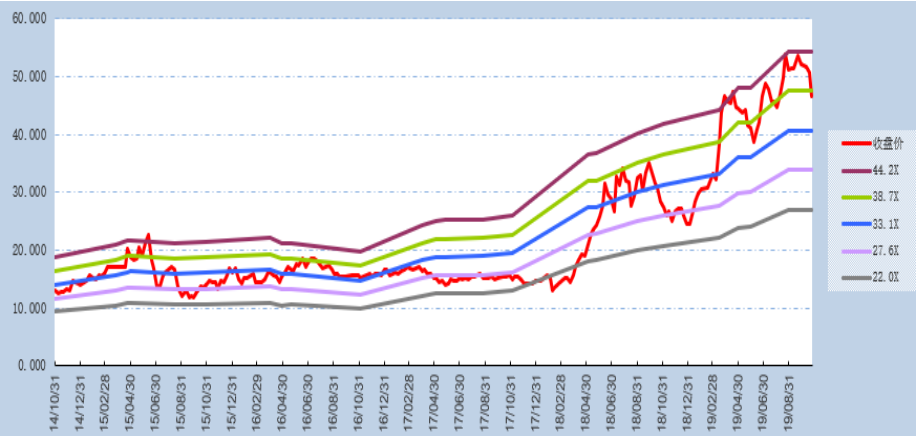
产品升级区域扩张，盈利能力稳步增强：	2019-08-26
牛栏山泛全国化持续推进，价值实现值得期待：	2019-03-15
区域扩张稳步推进，携手冬奥品牌力持续提升：	2018-12-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

由于白酒收入增长低于预期，成本及业务结构等因素拖累公司毛利率，我们下调了收入及毛利率预测。调整预测公司 19-21 年每股收益分别为 1.42、1.87、2.48 元（原 19-21 年预测分别为 1.64、2.16、2.76 元）。参考公司最近 5 年平均估值，给予公司 19 年 33 倍市盈率，对应目标价为 46.86 元，维持买入评级。

图表 1：顺鑫农业历史 PE band



数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

- **白酒增长不及预期风险。**白酒业务是公司主要的收入与利润来源，如果消费升级速度放缓或外埠区域收入增速减缓，将对公司业绩带来不利影响。
- **原材料价格大幅上涨风险。**包装和基酒在白酒生产成本中占比较高，如果玻瓶或基酒价格出现持续性上涨，提价幅度无法覆盖成本涨幅，公司盈利能力将会受损。
- **地产收入低于预期风险。**如果地产销售情况未及预期，财务费用维持高位持续拖累公司利润，将对公司整体盈利带来负面影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,096	6,172	7,782	10,174	13,006
应收账款	92	74	89	106	124
预付账款	215	181	175	209	244
存货	7,817	8,213	8,460	8,428	8,481
其他	620	681	716	820	878
流动资产合计	**13,841**	**15,321**	**17,222**	**19,738**	**22,733**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,153	3,127	2,919	2,711	2,502
在建工程	304	235	475	687	856
无形资产	771	751	732	713	693
其他	344	417	68	68	68
非流动资产合计	**4,571**	**4,530**	**4,194**	**4,179**	**4,120**
资产总计	**18,412**	**19,851**	**21,417**	**23,916**	**26,853**
短期借款	3,400	2,000	2,000	2,000	2,000
应付账款	279	258	445	527	606
其他	4,495	6,497	6,690	7,824	8,985
流动负债合计	**8,174**	**8,756**	**9,135**	**10,351**	**11,591**
长期借款	789	1,113	1,113	1,113	1,113
应付债券	2,034	1,098	1,059	1,059	1,059
其他	288	1,155	1,155	1,155	1,155
非流动负债合计	**3,111**	**3,366**	**3,327**	**3,327**	**3,327**
负债合计	**11,285**	**12,122**	**12,462**	**13,678**	**14,918**
少数股东权益	39	20	25	32	41
股本	571	571	742	742	742
资本公积	2,798	2,798	2,798	2,798	2,798
留存收益	2,719	3,340	4,389	5,667	7,353
其他	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
股东权益合计	**7,127**	**7,729**	**8,955**	**10,239**	**11,935**
负债和股东权益总计	**18,412**	**19,851**	**21,417**	**23,916**	**26,853**

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	442	728	1,055	1,396	1,844
折旧摊销	185	200	235	228	228
财务费用	158	144	202	180	154
投资损失	(95)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	192	1,837	71	1,075	1,060
其它	1,588	268	357	17	18
经营活动现金流	**2,471**	**3,175**	**1,919**	**2,894**	**3,303**
资本支出	(21)	(18)	(240)	(212)	(169)
长期投资	40	1	0	0	0
其他	(110)	(217)	1	1	1
投资活动现金流	**(91)**	**(235)**	**(239)**	**(211)**	**(168)**
债权融资	115	(45)	(39)	0	0
股权融资	0	0	171	0	0
其他	(539)	(1,819)	(202)	(292)	(303)
筹资活动现金流	**(423)**	**(1,864)**	**(70)**	**(292)**	**(303)**
汇率变动影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	**1,957**	**1,077**	**1,610**	**2,392**	**2,832**

利润表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**11,734**	**12,074**	**14,607**	**17,416**	**20,295**
营业成本	7,753	7,250	8,905	10,535	12,115
营业税金及附加	1,293	1,600	1,936	2,308	2,690
营业费用	1,150	1,224	1,262	1,479	1,642
管理费用	800	695	749	863	990
财务费用	158	144	202	180	154
资产减值损失	36	41	15	17	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	95	1	1	1	1
其他	(1)	(59)	0	0	0
营业利润	**638**	**1,063**	**1,539**	**2,035**	**2,687**
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	4	4	4	3
利润总额	**637**	**1,059**	**1,535**	**2,031**	**2,683**
所得税	195	331	480	635	839
净利润	**442**	**728**	**1,055**	**1,396**	**1,844**
少数股东损益	4	(16)	5	7	9
归属于母公司净利润	**438**	**744**	**1,049**	**1,389**	**1,835**
每股收益（元）	0.59	1.00	1.42	1.87	2.48

主要财务比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	4.8%	2.9%	21.0%	19.2%	16.5%
营业利润	16.3%	66.7%	44.8%	32.3%	32.0%
归属于母公司净利润	6.3%	69.8%	41.0%	32.3%	32.1%
获利能力					
毛利率	33.9%	40.0%	39.0%	39.5%	40.3%
净利率	3.7%	6.2%	7.2%	8.0%	9.0%
ROE	6.3%	10.1%	12.6%	14.5%	16.6%
ROIC	4.2%	6.5%	9.5%	11.1%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	61.1%	58.2%	57.2%	55.6%
净负债率	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.69	1.75	1.89	1.91	1.96
速动比率	0.74	0.81	0.95	1.09	1.22
营运能力					
应收账款周转率	85.9	145.2	179.2	178.0	176.1
存货周转率	1.0	0.9	1.1	1.2	1.4
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	0.59	1.00	1.42	1.87	2.48
每股经营现金流	3.33	4.29	2.59	3.91	4.46
每股净资产	9.57	10.40	12.05	13.77	16.05
估值比率					
市盈率	78.6	46.3	32.8	24.8	18.8
市净率	4.9	4.5	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	34.2	23.8	17.0	13.7	10.9
EV/EBIT	42.2	27.8	19.3	15.1	11.8

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

Email： wangjunfei@orientsec.com.cn