

顺鑫农业 (000860)

公司研究/点评报告

Q3 结构性调整，看好白酒业务长期成长性

——顺鑫农业 (000860) 2019 三季度报点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 10 月 28 日

一、事件概述

2019 前三季度，公司实现收入 110.62 亿元，同比+20.19%；归母净利润 6.65 亿元，同比+23.93%。单三季度收入 26.46 亿元，同比+34.25%；归母净利润 0.17 亿，同比-69.71%；扣非净利 0.17 亿元，同比-76.78%。

二、分析与判断

➤ 牛栏山产品结构升级+全国化继续推进，看好白酒业务长期成长性

公司白酒业务保持合理增长，在经营相对成熟的北京及周边市场，增长主要来源于珍品和特制系列的产品结构升级。对于外埠市场，目前由创意堂所负责的江浙沪、安徽市场升级产品销售相对顺利，后期还是继续努力将产品结构升级（逐渐把零售价格段从 30 元提升到 60 元左右）+全国化市场渗透率提升同时推进。截至 Q3 末母公司预收账款 36.71 亿元，同比+62.97%，预收/收入为 34.94%，公司白酒业务长期成长逻辑依然坚挺。

➤ Q3 结构性调整，全年净利率能保持

前三季度公司综合毛利率 34.91%，同比下降 3.24ppt，Q3 毛利率 28.84%，同比下降 3.44ppt，主要是公司改变营销方式，货折计入成本所致。前三季度销售/管理/财务费率分别为 9.33%/5.34%/0.92%，分别同比-1.16/-0.56/-0.35ppt。Q3 销售费用同比增加 9 千万元左右，主要是为应对春节提前等因素增加了 6-7 千万元费用投放以及冬奥会、世园会赞助费 2-3 千万元。前三季度净利率 6.01%，同比+0.18ppt。

➤ 猪肉业务年底有望扭亏，地产业务将减亏

前三季度，虽屠宰业务小幅亏损，但猪肉业务整体收入是同比增长、净利大幅减亏，主要是由于公司有 3 万多吨的储备肉，目前亏损 1000 多万，年底有望扭亏。地产业务加速去库，预收款约 11 亿，营收确认 2 亿左右，全年收入结算有望增加。

三、盈利预测与投资建议

考虑到冬奥会等赞助于下半年确认以及珍品系等高价产品促销力度较大，我们小幅下调盈利预测。预计 19-21 年收入为 145.19 /167.95 /190.75 亿元，同比+20.2%/15.7%/13.6%；归母净利润 10.2/13.7/17.6 亿元，同比+37.6%/34.2%/27.9%，折合 EPS 为 1.38/1.85/2.37 元，对应 PE 为 34X/25X/20X。公司估值高于行业均值（32X），但考虑公司业务扩张的确定性，仍维持“推荐”评级。

四、风险提示

经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,074	14,519	16,795	19,075
增长率 (%)	2.9%	20.2%	15.7%	13.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	744	1,024	1,374	1,757
增长率 (%)	69.8%	37.6%	34.2%	27.9%
每股收益 (元)	1.30	1.38	1.85	2.37
PE (现价)	35.6	33.7	25.1	19.6
PB	3.4	3.9	3.4	2.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格:

46.5

交易数据

2019-10-25

近 12 个月最高/最低	47.9/24.42
总股本 (百万股)	741.77
流通股本 (百万股)	741.77
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	344.92
流通市值 (亿元)	344.92

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
电话：010-85127513
邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078
电话：010-85127433
邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

- 【民生食品饮料】行业深度报告：高端酒增速换挡，重点关注次高端名酒及优质地产酒
- 民生食品饮料 2019 年年度策略：关注调味品、啤酒成长机会，精选白酒、大众品个股

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12,074	14,519	16,795	19,075
营业成本	7,250	8,721	9,835	10,907
营业税金及附加	1,600	1,772	2,075	2,376
销售费用	1,224	1,474	1,694	1,930
管理费用	681	903	1,029	1,159
研发费用	14	9	12	14
EBIT	1,306	1,640	2,150	2,690
财务费用	144	151	142	129
资产减值损失	41	35	37	42
投资收益	1	1	1	1
营业利润	1,063	1,455	1,973	2,519
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	1,059	1,453	1,970	2,516
所得税	331	428	596	759
净利润	728	1,024	1,374	1,757
归属于母公司净利润	744	1,024	1,374	1,757
EBITDA	1,565	1,881	2,402	2,951

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	6172	8773	12300	14666
应收账款及票据	298	421	479	535
预付款项	181	217	245	272
存货	8255	8777	10530	10939
其他流动资产	431	431	431	431
流动资产合计	15321	18577	23918	26733
长期股权投资	0	1	2	3
固定资产	3149	3349	3499	3649
无形资产	751	711	672	634
非流动资产合计	4530	4430	4271	4107
资产合计	19851	23007	28188	30839
短期借款	2000	2000	2000	2000
应付账款及票据	258	523	1574	1418
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8756	10828	14746	15752
长期借款	1113	1113	1113	1113
其他长期负债	1098	1098	1098	1098
非流动负债合计	3366	3366	3366	3366
负债合计	12122	14194	18113	19118
股本	571	742	742	742
少数股东权益	20	20	20	20
股东权益合计	7729	8813	10076	11721
负债和股东权益合计	19851	23007	28188	30839

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	2.9%	20.2%	15.7%	13.6%
EBIT 增长率	77.0%	25.6%	31.1%	25.1%
净利润增长率	69.8%	37.6%	34.2%	27.9%
盈利能力				
毛利率	40.0%	39.9%	41.4%	42.8%
净利润率	6.2%	7.1%	8.2%	9.2%
总资产收益率 ROA	3.7%	4.5%	4.9%	5.7%
净资产收益率 ROE	9.7%	11.6%	13.7%	15.0%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.7
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
现金比率	0.7	0.8	0.8	0.9
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	399.1	350.0	350.0	350.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.4	1.9	2.4
每股净资产	13.5	11.9	13.6	15.8
每股经营现金流	5.6	3.8	5.3	3.7
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	35.6	33.7	25.1	19.6
PB	3.4	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	20.6	15.8	10.9	8.1
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	728	1,024	1,374	1,757
折旧和摊销	301	276	288	304
营运资金变动	1,947	1,381	2,068	514
经营活动现金流	3,175	2,855	3,904	2,749
资本开支	236	142	94	99
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(235)	(142)	(94)	(99)
股权募资	0	171	0	0
债务募资	(1,447)	0	0	0
筹资活动现金流	(1,864)	(112)	(284)	(284)
现金净流量	1,077	2,600	3,527	2,367

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。