

顺鑫农业 (000860.SZ)

白酒收入稳健增长，三季度业绩下滑因毛利率下降和费用率提升

● 白酒收入稳健增长，三季度业绩下滑主因毛利率下降和费用率提升

公司公告 2019 年前三季度营业收入 110.62 亿元，同比增长 20.19%；19Q3 收入 26.46 亿元，同比增长 34.25%。我们估算白酒业务收入 19Q3 增长 15% 左右，与上半年相比增速稳健，预计屠宰业务因猪价上涨较多收入加速增长。三季度末母公司预收款为 36.71 亿元（可视为白酒业务预收款），较上半年环比微幅下降 1.75 亿元左右，同比增长 63% 左右，反应下游经销商积极性高。

2019 前三季度归母净利润 6.65 亿元，同比增长 23.93%；19Q3 归母净利润 0.17 亿元，同比下降 69.7%。公司 19Q3 净利润出现负增长主要因毛利率下降和费用率提升。19Q3 公司毛利率同比下降 3.44pct，主要是两方面原因：1) 毛利率更低的屠宰业务增速快于白酒，且受到生猪价格上涨预计出现亏损；2) 白酒低档产品增速更快，毛利率也有所下降。19Q3 销售费用率同比上升 2.38pct，主要因公司是北京世园会全球合作伙伴（一次性费用），且作为 2022 冬奥会官方赞助商，预计已经开始投放相关费用（预计每年几千万量级）。

● 牛栏山市占率有望不断提升，聚焦主业利润有望进一步释放

公司作为光瓶酒龙头市占率有望不断提升，收入保持稳健增长。公司未来逐渐培育高端光瓶酒产品，结构不断升级有望推动盈利能力持续提升。

● 盈利预测

我们预计 19-21 年公司收入分别为 145.74/169.70/192.81 亿元，同比增长 20.70%/16.44%/13.62%；净利润分别为 10.01/12.65/15.51 亿元，同比增长 34.45%/26.41%/22.63%；EPS 分别为 1.35/1.71/2.09 元/股，对应 PE 为 34/27/22 倍。我们预计 19-21 年白酒收入 108.95/127.56/148.71 亿元，同比增长 17.43%/17.09%/16.58%，归母净利润 13.40/15.82/18.59 亿元，同比增长 19.65%/18.04%/17.52%。公司作为大众品龙头，受宏观经济波动影响较小，给予白酒业务 2020 年 25 倍 PE，合理价值 53 元/股，维持买入评级。

● 风险提示：食品安全风险，白酒业务全国渠道开拓进度低于预期。

盈利预测：

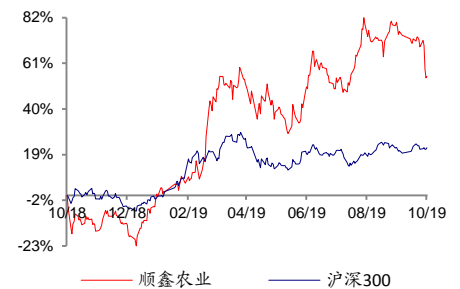
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,734	12,074	14,574	16,970	19,281
增长率(%)	4.8	2.9	20.7	16.4	13.6
EBITDA(百万元)	991	1,565	1,774	2,124	2,518
净利润(百万元)	438	744	1,001	1,265	1,551
增长率(%)	6.3	69.8	34.4	26.4	22.6
EPS(元/股)	0.77	1.30	1.35	1.71	2.09
市盈率(P/E)	25.00	24.45	34.47	27.27	22.24
市净率(P/B)	1.55	2.36	4.48	3.97	3.49
EV/EBITDA	12.50	10.37	18.56	14.99	12.18

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	46.5 元
合理价值	53 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

顺鑫农业(000860.SZ):预收 2019-08-25
款维持高位，全年业绩有望保持稳健增长

顺鑫农业(000860.SZ):经济 2019-01-25
放缓背景下公司主动放慢发货节奏，预计 19 年收入稳健增长

顺鑫农业(000860.SZ):淡季 2018-10-27
收入增速放缓，规模效应下净利率有望提升

联系人：袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

公司公告2019年前三季度营业收入110.62亿元，同比增长20.19%；单三季度收入26.46亿元，同比增长34.25%。2019前三季度归母净利润6.65亿元，同比增长23.93%；单三季度归母净利润0.17亿元，同比下降69.7%。单三季度收入增长超出预期，净利润增长低于预期，我们点评如下：

一、白酒收入稳健增长、预收款维持高位，三季度业绩下滑主因毛利率下降和费用确认较多

公司公告2019年前三季度营业收入110.62亿元，同比增长20.19%；单三季度收入26.46亿元，同比增长34.25%。我们估算白酒业务收入19Q3增长15%左右，与上半年相比增速稳健，预计屠宰业务因猪价上涨较多收入加速增长。三季度末母公司预收款为36.71亿元（可视为白酒业务预收款），较上半年环比微幅下降1.75亿元左右，同比增长63%左右。白酒预收款维持高位且同比大幅增长，说明公司下游需求仍旧旺盛。母公司19Q3净利润为7745万元，高于上市公司归母净利润，说明其他业务（房地产和养殖）亏损6000万元左右。

公司前三季度销售商品、提供劳务收到的现金121.33亿元，同比增长13.11%，主要因应收票据同比增长221.18%，可能是公司放松打款政策以推进外埠扩张，另外4月份开始的增值税率下调也会导致收现减少。前三季度预收账款48.26亿元，同比大幅增长55.89%，这反映了牛栏山外埠市场经销商积极性高。前三季度公司经营活动产生的现金流量净额-2.3亿元，主要因购买原材料导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加所致，预计是因为上半年公司在低价时加大储备冻肉。

2019前三季度归母净利润6.65亿元，同比增长23.93%；单三季度归母净利润0.17亿元，同比下降69.7%。公司19Q3净利润出现负增长主要因毛利率下降和费用率提升。19Q3公司毛利率同比下降3.44pct，我们认为主要是两方面原因：1）毛利率更低的屠宰业务增速快于白酒业务，且屠宰业务受到生猪价格上涨导致盈利能力下降，预计屠宰业务出现亏损；2）白酒业务以陈酿大单品为代表的低档产品增速更快，白酒毛利率也有所下降。19Q3销售费用率同比上升2.38pct，主要是公司费用投放季度间确认节奏不同所致，公司是北京世园会全球合作伙伴，闭幕后费用确认（一次性费用），且作为2022冬奥会官方赞助商，预计已经开始投放相关费用（预计每年几千万量级）；管理费用率19Q3微幅上升0.11pct；财务费用率同比下降0.56pct。19Q3税金及附加收入占比同比下降0.94pct。

二、牛栏山市占率有望不断提升，聚焦主业利润有望进一步释放

根据我们18年8月初发布的《低端酒集中度加速提升，行业龙头牛栏山最受益》深度报告，我们预计低端酒行业（100元以下）2018年收入达1500亿元+，预计未来3年收入CAGR为-2%左右。我们预计龙头牛栏山2018年市占率仅为6%左右，行业进入成熟期，市场份额会加速朝行业龙头集中，牛栏山品牌、规模优势显著，未来

增长空间仍大。我们认为牛栏山将通过全国化扩张抢占散装酒和其他区域低端酒市场份额，市占率有望持续提升。

目前公司在通过陈酿大单品抢占省外光瓶酒市场后，逐渐要求提升珍品陈酿等高端光瓶酒销量占比，我们预计随着产品结构不断升级，公司白酒毛利率有望回升。同时在规模效应下，公司期间费用率有望持续下降。公司房地产业务目前主要以清理库存为主，剥离将同步进行。

三、盈利预测

牛栏山以光瓶酒大单品战略推进全国化，符合行业发展趋势，销量规模居白酒行业首位，规模优势显著，市占率有望不断提升。公司不断聚焦主业净利率有望不断提升，我们预计19-21年公司收入分别为145.74/169.70/192.81亿元，同比增长20.70%/16.44%/13.62%；净利润分别为10.01/12.65/15.51亿元，同比增长34.45%/26.41%/22.63%；EPS分别为1.35/1.71/2.09元/股，对应PE为34/27/22倍。

我们预计19-21年白酒收入108.95/127.56/148.71亿元，同比增长17.43%/17.09%/16.58%，归母净利润13.40/15.82/18.59亿元，同比增长19.65%/18.04%/17.52%。我们暂不考虑其他业务，公司作为大众品龙头，受宏观经济波动影响较小，白酒业务业绩增长确定性高，我们给予白酒业务2020年25倍PE，对应合理价值53元/股，维持买入评级。

风险提示：食品安全风险，白酒业务全国渠道开拓进度低于预期，毛利率提升幅度低于预期，低端酒市场竞争加剧，地产业务剥离不及预期，地产亏损加剧。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	13,841	15,321	17,901	20,469	23,855	
货币资金	5,096	6,172	7,000	8,000	10,000	
应收及预付	622	479	674	771	874	
存货	7,817	8,213	9,761	11,229	12,505	
其他流动资产	306	457	466	470	476	
非流动资产	4,571	4,530	4,334	4,124	3,895	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	3,153	3,127	2,910	2,694	2,477	
在建工程	304	235	265	295	305	
无形资产	771	751	728	705	681	
其他长期资产	344	417	431	431	431	
资产总计	18,412	19,851	22,235	24,594	27,750	
流动负债	8,174	8,756	10,264	11,637	13,592	
短期借款	3,400	2,000	1,215	1,113	1,954	
应付及预收	4,064	5,912	6,679	7,952	8,952	
其他流动负债	709	844	2,369	2,572	2,685	
非流动负债	3,111	3,366	4,251	4,251	4,251	
长期借款	789	1,113	1,113	1,113	1,113	
应付债券	2,034	1,098	2,098	2,098	2,098	
其他非流动负债	288	1,155	1,040	1,040	1,040	
负债合计	11,285	12,122	14,515	15,888	17,843	
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	4,161	5,146	6,347	
归属母公司股东权益	7,088	7,709	7,701	8,686	9,887	
少数股东权益	39	20	20	20	20	
负债和股东权益	18,412	19,851	22,235	24,594	27,750	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	11,734	12,074	14,574	16,970	19,281	
营业成本	7,753	7,250	9,099	10,362	11,578	
营业税金及附加	1,293	1,600	1,749	2,206	2,603	
销售费用	1,150	1,224	1,399	1,612	1,812	
管理费用	790	681	772	882	983	
研发费用	11	14	17	20	23	
财务费用	158	144	128	131	127	
资产减值损失	36	41	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	95	1	0	0	0	
营业利润	638	1,063	1,409	1,757	2,154	
营业外收支	-1	-3	0	0	0	
利润总额	637	1,059	1,409	1,757	2,154	
所得税	195	331	409	492	603	
净利润	442	728	1,001	1,265	1,551	
少数股东损益	4	-16	0	0	0	
归属母公司净利润	438	744	1,001	1,265	1,551	
EBITDA	991	1,565	1,774	2,124	2,518	
EPS (元)	0.77	1.30	1.35	1.71	2.09	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	2,471	3,175	901	1,614	1,732	
净利润	442	728	1,001	1,265	1,551	
折旧摊销	254	260	237	237	237	
营运资金变动	1,652	1,947	-479	-93	-272	
其它	123	240	143	206	217	
投资活动现金流	-91	-235	10	-27	-7	
资本支出	-205	-236	-5	-27	-7	
投资变动	113	0	0	0	0	
其他	1	1	15	0	0	
筹资活动现金流	-423	-1,864	-84	-588	274	
银行借款	-9	-1,447	-785	-102	841	
股权融资	0	0	171	0	0	
其他	-415	-417	530	-486	-567	
现金净增加额	1,957	1,077	828	1,000	2,000	
期初现金余额	3,139	5,096	6,172	7,000	8,000	
期末现金余额	5,096	6,172	7,000	8,000	10,000	

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	4.8%	2.9%	20.7%	16.4%	13.6%
营业利润增长	17.1%	66.7%	32.6%	24.7%	22.6%
归母净利润增长	6.3%	69.8%	34.4%	26.4%	22.6%
获利能力					
毛利率	33.9%	40.0%	37.6%	38.9%	39.9%
净利率	3.8%	6.0%	6.9%	7.5%	8.0%
ROE	6.2%	9.7%	13.0%	14.6%	15.7%
偿债能力(%)					
资产负债率	61.3%	61.1%	65.3%	64.6%	64.3%
净负债比率	35.4%	21.2%	24.5%	21.7%	22.3%
流动比率	1.69	1.75	1.74	1.76	1.76
速动比率	0.71	0.79	0.77	0.77	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.63	0.69	0.72	0.74
应收账款周转率	31.22	34.29	33.21	33.56	33.44
存货周转率	0.99	0.90	0.93	0.92	0.93
每股指标(元)					
每股收益	0.77	1.30	1.35	1.71	2.09
每股经营现金流	4.33	5.57	1.22	2.18	2.34
每股净资产	12.42	13.51	10.38	11.71	13.33
估值比率					
P/E	25.00	24.45	34.47	27.27	22.24
P/B	1.55	2.36	4.48	3.97	3.49
EV/EBITDA	12.50	10.37	18.56	14.99	12.18

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。