顺鑫农业（000860）

2020 年年报点评：成本承压利润下降，长期业绩复苏在途

2021 年 04 月 15 日

买入（维持）

证券分析师 何长天
执业证号：S0600521010002
hecht@dwzq.com.cn

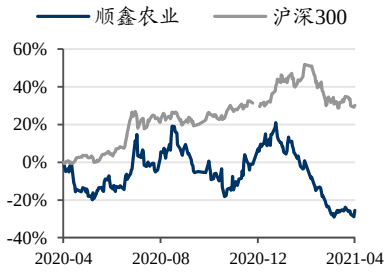
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,511	17,718	20,252	22,905
同比（%）	4.1%	14.2%	14.3%	13.1%
归母净利润（百万元）	420	971	1,169	1,441
同比（%）	-48.1%	131.2%	20.4%	23.3%
每股收益（元/股）	0.57	1.31	1.58	1.94
P/E（倍）	83.27	36.02	29.92	24.28

事件：公司发布 2020 年年报，20 年营收 155.11 亿（+4.1%），归母净利 4.20 亿（-48.10%），毛利率 28.36%（同降 7.83PCT），净利率 2.75%（同降 2.74PCT）。20Q4 营收 30.92 亿（同减 19.44%），归母净利-0.14 亿（同减 109.35%），毛利率 30.12%（同降 9.79PCT），净利率-0.63%（同降 4.46PCT）。

投资要点

- **积极拓展外埠市场，白酒业务边际改善。**20 年白酒营收 101.85 亿（同减 1.01%），据我们测算 20 年一季度 40 亿，二季度 24.66 亿，三季度 15.34 亿，四季度 21.85 亿，净利润约 10 亿，本埠：外埠收入占比达到 2:8。公司积极拓展外埠市场，新增京外经销商 11 家，截至 20 年末共 465 家。珠三角市场、电商渠道销售额逆势增长。“魁盛号”、“牛角尖”等中高端产品销量不断提高。白酒四季度开始恢复，经销商 11 月开始春节备货，分三批次少量的补货，后续随疫情缓解业绩将会边际改善。
- **低价酒高增速拉低利润，后续成本有望降低。**20 年利润下降主要系低价酒增速较高，拉低平均价格；以及猪价高企拉高入库成本所致。20 年销售费用率 6.31%（同降 3.39PCT），管理费用率 5.16%（同降 0.47PCT），财务费用率 1.57%（同升 0.73PCT）。销售费用下降主要系根据新收入准则，将运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算导致。财务费用上升主要系相较于 19 年，20 年没有资本化利息导致。21 年地产板块外埠项目逐渐清盘，项目的开发利息部分可以资本化有望改善利润；养殖和屠宰 21 年毛利率、价格大概率上升。
- **产品结构不断升级，差异竞争潜力较大。**依靠二锅头第一品牌的影响力，公司继续占据差异化品类优势的先机，坚持通过扩大低端酒市场占有率，培育高档酒消费者拉动高端酒增长。21Q1 白酒销售收入我们预估 40 亿左右，接近 19 年同期水准。珍品陈酿从 2019 年布局我们预计会在 21 下半年体现增速。
- **盈利预测与投资评级：**随着产品结构优化和成本降低，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.23/1.72 元上调至 1.31/1.58 元，预计 2023 年 EPS 为 1.94 元。我们预计 21-23 年公司营收增速 14.2/14.3/13.1%；归母净利增速 131.2/20.4/23.3%，对应 PE 为 36/30/24X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**低端酒竞争加剧风险，生猪疫情风险，消费需求疲软。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.15
一年最低/最高价	43.01/79.00
市净率(倍)	4.52
流通 A 股市值(百万元)	34974.31

基础数据

每股净资产(元)	10.44
资产负债率(%)	64.14
总股本(百万股)	741.77
流通 A 股(百万股)	741.77

相关研究

1、《顺鑫农业（000860）：地产业务拖累业绩，公司长期优势显著》2020-11-02

2、《顺鑫农业（000860）：20Q2 环比改善，看好长期成长空间》2020-08-23

3、《顺鑫农业（000860）：20Q1 业绩短期承压，白酒资产价值依旧》2020-04-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

顺鑫农业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**17,238**	**23,745**	**18,549**	**25,749**
现金	8,797	9,429	10,261	10,908
应收账款	425	612	588	786
存货	7,291	12,892	6,895	13,159
其他流动资产	725	812	805	896
非流动资产	**4,436**	**4,822**	**5,347**	**5,738**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,977	3,384	3,920	4,324
在建工程	318	358	386	398
无形资产	723	686	649	613
其他非流动资产	418	394	392	403
资产总计	**21,673**	**28,567**	**23,896**	**31,487**
流动负债	**11,222**	**17,560**	**12,146**	**18,842**
短期借款	4,070	3,635	3,853	3,744
应付账款	284	340	346	437
其他流动负债	6,868	13,585	7,948	14,661
非流动负债	**2,679**	**2,323**	**1,982**	**1,514**
长期借款	2,679	2,323	1,982	1,514
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	**13,901**	**19,883**	**14,128**	**20,356**
少数股东权益	31	46	63	85
归属母公司股东权益	7,741	8,638	9,705	11,046
负债和股东权益	**21,673**	**28,567**	**23,896**	**31,487**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,546	2,117	1,912	2,065
投资活动现金流	-161	-626	-813	-709
筹资活动现金流	-719	-860	-268	-709
现金净增加额	665	632	832	647
折旧和摊销	254	251	279	321
资本开支	169	387	525	391
营运资本变动	482	772	336	208

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**15,511**	**17,718**	**20,252**	**22,905**
减:营业成本	11,112	11,908	13,456	15,141
营业税金及附加	1,508	2,014	2,320	2,520
营业费用	979	1,142	1,359	1,562
管理费用	800	920	1,052	1,197
研发费用	15	20	23	25
财务费用	243	120	101	77
资产减值损失	146	0	0	0
加:投资净收益	2	27	10	13
其他收益	6	2	2	2
资产处置收益	0	-16	-19	-9
营业利润	**715**	**1,627**	**1,958**	**2,414**
加:营业外净收支	-14	-6	-7	-9
利润总额	**701**	**1,621**	**1,951**	**2,405**
减:所得税费用	275	635	765	943
少数股东损益	6	15	18	22
归属母公司净利润	**420**	**971**	**1,169**	**1,441**
EBIT	861	1,663	1,954	2,375
EBITDA	1,115	1,914	2,233	2,697

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	0.57	1.31	1.58	1.94
每股净资产(元)	10.44	11.65	13.08	14.89
发行在外股份(百万股)	742	742	742	742
ROIC(%)	8.7%	17.9%	20.5%	24.2%
ROE(%)	5.5%	11.4%	12.1%	13.1%
毛利率(%)	28.4%	32.8%	33.6%	33.9%
销售净利率(%)	2.7%	5.5%	5.8%	6.3%
资产负债率(%)	64.1%	69.6%	59.1%	64.6%
收入增长率(%)	4.1%	14.2%	14.3%	13.1%
净利润增长率(%)	-47.9%	131.2%	20.4%	23.3%
P/E	83.27	36.02	29.92	24.28
P/B	4.52	4.05	3.60	3.17
EV/EBITDA	29.97	16.78	14.00	11.16

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn