

白酒

顺鑫农业 (000860.SZ)

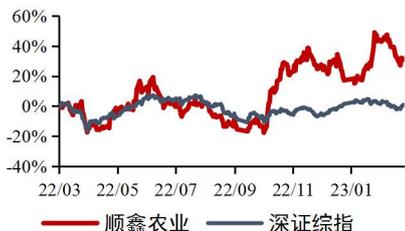
增持-A(维持)

22 年公司经营承压，23 年业绩改善可期

2023 年 3 月 26 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 3 月 24 日

收盘价 (元):	30.86
年内最高/最低 (元):	35.87/18.86
流通 A 股/总股本 (亿):	7.42/7.42
流通 A 股市值 (亿):	228.91
总市值 (亿):	228.91

基础数据：2022 年 12 月 31 日

基本每股收益:	-0.91
摊薄每股收益:	-0.91
每股净资产 (元):	9.55
净资产收益率:	-9.73

资料来源：最闻

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhzhi@sxzq.com

事件描述

➢ 公司公布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 116.78 亿元，同比减少 21.46%，实现归母净利润-6.73 亿元，同比减少 758.08%；其中 22Q4 实现营业收入 25.72 亿元，同比减少 21.07%，实现归母净利润-7.01 亿元，同比减少 160.00%。业绩符合前次预告。

事件点评

➢ 22 年疫情下高档酒承压较重，金标陈酿助力中档酒表现亮眼。公司 22 年受新冠疫情反复影响，白酒全年实现收入 81.09 亿元，同比减少 20.70%。分产品看，高档酒实现收入 6.73 亿元，同比减少 36.22%；中档酒实现收入 13.56 亿元，同比增长 4.00%；低档酒实现收入 60.79 亿元，同比减少 22.71%。高/中/低档酒分别占营业总收入 5.76%/11.61%/52.06%，较 21 年同期 +0.30/+0.38/-6.56pts。22 年疫情下（主要是北京地区）消费场景受损，高档酒销量承压较重；低档酒受新国标及竞争格局影响，亦有所承压；同时 22H2 新品金标陈酿逐步推广，在江苏、广东、安徽、新疆等地区表现亮眼，实现销量 1.1 万千升，在其助力下中档酒营收表现相对亮眼。22 年公司猪肉业务（养殖+屠宰）实现收入 27.23 亿元，同比减少 24.40%，生猪价格承压拖累猪肉板块盈利水平。总体而言，白酒和猪肉业务仍然是公司主要的两个业务板块，占比公司全年营业收入分别为 69.44%/23.32%，同比-5.88/+5.52pts。22 年地产业务实现收入 6.76 亿元，同比减少 21.75%，公司地产业务持续去化。

➢ 白酒提价助力毛利率提升，猪肉地产业务拖累净利率。公司 22 年毛利率为 31.73%，同比+3.83pts。其中 22Q4 毛利率 34.96%，同比+3.32pts。22 年白酒相关产品提价助力全年毛利率提升。公司 22 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.77%/7.36%/1.37%，同比+2.94/+1.54/+0.24pts，销售费用率上升主要系增加新品投放力度所致。公司 22 年公司资产减值共计 6.42 亿元，主要系北京项目房价下跌所致，致使公司全年净利率承压。从现金流看，截至 22 年末公司合同负债为 38.65 亿元，环比 22Q3 +22.2 亿元，经营活动逐步向好。

➢ 23 年传统&金标双轮驱动，边际改善值得期待。23 年公司将持续推进传统陈酿、金标陈酿两大核心单品共同发力，实现“新工艺白酒”与“纯粮固态白酒”的双轮驱动，在稳固传统陈酿大单品的市场地位同时，为下一个战略单品金标陈酿的升级提供基础支撑，从而进一步树立牛栏山“纯粮、陈



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



酿、更地道”的品牌和品质标杆。公司白酒主业营收增长有望触底回升，长期聚焦主业，期待下一步结构升级与市场精耕取得新成效，公司业绩有望持续实现稳步增长。

### 投资建议

➤ 根据公司 22 年经营业绩，我们略调整公司盈利预测：预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 135.99/156.23/177.94 亿元，同比增长 16.4%/14.9%/13.9%。归母净利润 6.35/9.42/12.18 亿元，同比增长 194.3%/48.3%/29.3%，EPS 分别为 0.86/1.27/1.64 元，3 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 36.1\24.3\18.8，维持“增持-A”投资评级。

### 风险提示

➤ 消费恢复不及预期；行业竞争加剧；公司改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；食品安全问题等。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,869	11,678	13,599	15,623	17,794
YoY(%)	-4.1	-21.5	16.4	14.9	13.9
净利润(百万元)	102	-673	635	942	1,218
YoY(%)	-75.6	-758.1	194.3	48.3	29.3
毛利率(%)	27.9	31.7	34.3	35.7	35.9
EPS(摊薄/元)	0.14	-0.91	0.86	1.27	1.64
ROE(%)	1.4	-9.7	8.4	11.1	12.5
P/E(倍)	223.8	-34.0	36.1	24.3	18.8
P/B(倍)	2.9	3.2	3.0	2.6	2.3
净利率(%)	0.7	-5.8	4.7	6.0	6.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14216	15184	16004	16173	17487
现金	7639	8567	7813	7843	7230
应收票据及应收账款	437	168	536	272	649
预付账款	124	66	156	99	191
存货	5509	5760	6878	7325	8786
其他流动资产	506	625	622	633	631
<b>非流动资产</b>	5176	5071	5328	5571	5800
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2844	3114	3357	3587	3825
无形资产	702	682	645	608	572
其他非流动资产	1631	1275	1326	1377	1404
<b>资产总计</b>	19392	20256	21332	21744	23287
<b>流动负债</b>	9032	10345	8964	10886	10647
短期借款	2880	2495	2495	2495	2495
应付票据及应付账款	1233	1637	1581	2036	2067
其他流动负债	4919	6213	4888	6355	6085
<b>非流动负债</b>	2568	2826	2385	1910	1405
长期借款	2546	2810	2369	1895	1389
其他非流动负债	22	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	11600	13170	11348	12797	12052
少数股东权益	23	7	22	45	73
股本	742	742	742	742	742
资本公积	2627	2627	2627	2627	2627
留存收益	4431	3739	4356	5272	6456
归属母公司股东权益	7770	7078	9961	8903	11161
<b>负债和股东权益</b>	19392	20256	21332	21744	23287

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-349	1450	1124	1101	520
净利润	105	-689	650	964	1246
折旧摊销	296	312	277	289	328
财务费用	169	160	85	95	102
投资损失	-8	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-1215	919	-2134	1755	-2196
其他经营现金流	303	749	2249	-2000	1041
<b>投资活动现金流</b>	-119	-160	-531	-531	-556
<b>筹资活动现金流</b>	-719	-422	-1347	-540	-578
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.14	-0.91	0.86	1.27	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.47	1.95	1.52	1.48	0.70
每股净资产(最新摊薄)	10.47	9.54	10.40	11.67	13.31

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	14869	11678	13599	15623	17794
营业成本	10720	7972	8940	10048	11398
营业税金及附加	1591	1363	1455	1671	1904
营业费用	867	1024	1210	1359	1495
管理费用	864	859	948	1109	1121
研发费用	33	33	39	45	51
财务费用	169	160	85	95	102
资产减值损失	-70	-642	-163	-312	-356
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	563	-374	1086	1610	2081
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	562	-377	1083	1606	2077
所得税	456	312	433	643	831
<b>税后利润</b>	105	-689	650	964	1246
少数股东损益	3	-16	15	22	29
<b>归属母公司净利润</b>	102	-673	635	942	1218
EBITDA	971	14	1351	1882	2385

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-4.1	-21.5	16.4	14.9	13.9
营业利润(%)	-21.3	-166.4	390.5	48.2	29.3
归属于母公司净利润(%)	-75.6	-758.1	194.3	48.3	29.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.9	31.7	34.3	35.7	35.9
净利率(%)	0.7	-5.8	4.7	6.0	6.8
ROE(%)	1.4	-9.7	8.4	11.1	12.5
ROIC(%)	0.9	-3.9	4.9	7.0	8.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.8	65.0	53.2	58.9	51.8
流动比率	1.6	1.5	1.8	1.5	1.6
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	34.5	38.6	38.6	38.6	38.6
应付账款周转率	14.1	5.6	5.6	5.6	5.6
<b>估值比率</b>					
P/E	223.8	-34.0	36.1	24.3	18.8
P/B	2.9	3.2	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.8	1453.3	15.2	10.7	8.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

