

顺鑫农业(000860)

报告日期: 2023年06月28日

关联交易托底地产业务剥离, 利润弹性可期

——顺鑫农业点评报告

投资要点

- **公司发布重大事项公告:《关于拟在北京产权交易所公开挂牌转让全资子公司100%股权的公告》。**
- **房地产业务拟挂牌公开转让, 关联交易将托底剥离**
公司或通过关联交易实现房地产业务剥离, 剥离确定性极强。公告显示, 公司拟通过挂牌方式公开转让顺鑫佳宇 100% 股权 (挂牌价 30.98 亿元), 若公开挂牌期间未能征集到意向受让方, 公司将调整价格后再次挂牌, 经过多轮价格调整仍未能征集到意向受让方, “顺鑫控股”或其指定关联方, 将以不低于 22.5 亿元的价格参与此次摘牌 (截至目前, 顺鑫控股持有公司 278,209,668 股股份, 占公司总股本的 37.51%)。考虑到方案中涉及公司控股股东顺鑫控股或其指定关联方参与摘牌, 本次交易或构成关联交易, 但同时该方案为房地产业务 100% 剥离托底, 房地产业务实现完整剥离可期。
- **顺鑫佳宇 1-5 月利润正贡献, 或推动 23Q2 利润超预期**
北京顺鑫佳宇 1-5 月财务数据披露, 利润正贡献或推动 23Q2 利润端表现超预期。据公告显示, 2022 年度实现营业收入/归母净利润分别 6.37/-7.76 亿元; 2023 年 1-4 月实现营业收入/归母净利润分别 11.26/3.73 亿元; 2023 年 1-5 月顺鑫佳宇实现营业收入/归母净利润分别 11.46/3.83 亿元 (23 年 5 月营业收入/归母净利润分别 0.2/0.1 亿元), 经营趋势向好或利于房地产业务后续剥离, 同时利润正贡献或推动公司净利润在去年低基数下实现超预期弹性增长。
- **后续超预期点: 地产剥离或带动利润超预期, 新品表现或超预期**
短期看, 在白牛二基本盘恢复+高毛利金标铺货顺利+主销高档品的北京区域消费加速修复+顺鑫佳宇 1-5 月利润正贡献的共同作用下, 预计 23 年利润端均有弹性表现。全年看, 公司或有两大超预期点:
→ **超预期点一: 剥离地产聚焦主营业务, 利润端弹性或超预期**
市场认为: 公司自 18 年以来持续推进房地产业务剥离但进展有限, 利润端受房地产业务亏损拖累已久, 较难实现完整剥离。**我们认为:** 公司今年动作频繁, 继 4 月通过购买顺鑫佳宇商务楼资产方式, 优化子公司资产负债表, 5 月通过增资方式, 降低负债以寻求剥离后, 公司于 6 月 26 日再出公告, 显示或通过关联交易托底剥离。公司动作频繁, 彰显其收缩非主营业务、集中精力做大做强主业的决心。短期来看, 顺鑫佳宇 1-5 月较好利润水平则或推动 23Q2 公司利润端实现超预期表现。中长期来看, 若成功剥离, 将利于公司利润端弹性表现 (此前顺鑫佳宇利润多亏损拖累利润端表现)。

→超预期点二: 作为光瓶酒“双轮驱动”重要支点的金标, 表现或超预期

2022 年 5 月, 牛栏山正式上市金标陈酿白酒 (单瓶售价在 30-40 元), 是牛栏山应对白酒新国标与白酒市场消费升级而推出的新品。公司预计将用 4 年时间, 将金标陈酿打造成为“中国白酒 30 至 40 元价格带纯粮光瓶酒第一大单品”, 为此, 酒厂制定了四年的销量规划和“三位一体两原则”的营销打法: 2022 年底确保完成销售 200 万箱, 23-25 年公司目标完成 >500/1000/1500W。**市场认为:** 此前公司曾推出过珍品陈酿以发力高价位, 但效果略不及预期, 金标是否能成为第二增长曲线为未知数。**我们认为:** ① 2022 年销售情况看: 卡位 30-40 元价位带的金标在百城大战+加大推广费用+单独考核下, 22 年公司顺利完成 200 万箱目标任务, 动销表现向好; ② 当前情况看: 考虑到 22 年公司用半年时间+在疫情影响下完成超 200 万箱任务, 且其定位价格带与玻汾差异化竞争 (玻汾近年小步快跑式提价, 目前产品售价接近 60 元, 造成 30-40 元价位出现空档, 市场竞争格局优化), 当前动销表现较好, 认为后续成长性强, 预计 23 年铺货率提升+消费场景恢复将带动销量翻倍增长。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

研究助理: 潘俊汝
panjunru@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 34.24
总市值(百万元)	25,398.10
总股本(百万股)	741.77

股票走势图



相关报告

- 《Q1 利润端表现亮眼, 金标铺货顺利》 2023.05.04
- 《22 年白酒业务趋势向好, 23 年利润端弹性可期》 2023.03.26
- 《两大超预期, 有望迎腾飞》 2023.02.21

□ 盈利预测与估值

我们看好顺鑫农业利润超预期释放逻辑：在白牛二基本盘恢复+新品金标表现优秀+房地产剥离确定性强的背景下，预计 2023-2025 年公司收入增速分别为 17.7%、16.6%、12.6%；归母净利润增速分别为 213.0%、39.0%、34.0%；EPS 分别为 1.03、1.42、1.91 元，对应 23 年 PE 33X，维持买入评级。

□ 催化剂：金标新品动销表现超预期；白牛二恢复超预期；全国加速扩张超预期；房地产业务剥离速度超预期。

□ 风险提示：1、疫情或影响白酒整体动销恢复；2、金标发展不及预期；3、白牛二恢复不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11678.3	13742.3	16016.4	18030.2
(+/-) (%)	-21.46%	17.67%	16.55%	12.57%
归母净利润	-673.2	761.0	1058.0	1417.4
(+/-) (%)	-758.08%	213.04%	39.02%	33.97%
每股收益(元)	-0.91	1.03	1.42	1.91
P/E	-37.32	33.03	23.78	17.78

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	15184	16047	17184	19384
现金	8567	9625	10257	11600
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	168	127	(128)	(484)
其它应收款	30	23	30	37
预付账款	66	121	114	126
存货	5760	5633	6378	7557
其他	594	520	534	549
非流动资产	5071	4635	4602	4422
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3094	2950	2830	2759
无形资产	682	645	606	567
在建工程	108	87	69	55
其他	1187	953	1097	1041
资产总计	20256	20683	21786	23806
流动负债	10345	10167	10078	10669
短期借款	2495	3148	2841	2828
应付款项	1637	1029	1488	1782
预收账款	50	50	59	70
其他	6162	5940	5689	5989
非流动负债	2826	2656	2771	2751
长期借款	2310	2310	2310	2310
其他	516	346	461	441
负债合计	13170	12823	12849	13420
少数股东权益	7	21	43	78
归属母公司股东权益	7078	7838	8895	10308
负债和股东权益	20256	20683	21786	23806

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1450	885	1112	1722
净利润	(689)	775	1080	1452
折旧摊销	312	238	245	248
财务费用	160	249	243	218
投资损失	(2)	(4)	(5)	(3)
营运资金变动	1942	(654)	(48)	608
其它	(274)	281	(402)	(802)
投资活动现金流	(160)	303	(169)	52
资本支出	0	24	32	19
长期投资	32	281	(198)	38
其他	(192)	(2)	(3)	(5)
筹资活动现金流	(422)	(71)	(222)	(291)
短期借款	(385)	653	(307)	(13)
长期借款	264	0	0	0
其他	(300)	(724)	85	(278)
现金净增加额	868	1118	721	1483

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11678	13742	16016	18030
营业成本	7972	8928	10246	11475
营业税金及附加	1363	1470	1765	2007
营业费用	1024	1237	1457	1767
管理费用	859	749	873	983
研发费用	33	27	38	45
财务费用	160	249	243	218
资产减值损失	642	199	288	361
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	4	5	3
其他经营收益	0	2	1	1
营业利润	(374)	888	1111	1179
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	(377)	885	1107	1176
所得税	312	110	28	(276)
净利润	(689)	775	1080	1452
少数股东损益	(16)	14	22	35
归属母公司净利润	(673)	761	1058	1417
EBITDA	70	1371	1594	1641
EPS (最新摊薄)	(0.91)	1.03	1.42	1.91

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-21.46%	17.67%	16.55%	12.57%
营业利润	-153.16%	337.49%	25.06%	6.18%
归属母公司净利润	-758.08%	213.04%	39.02%	33.97%
获利能力				
毛利率	31.73%	35.03%	36.03%	36.36%
净利率	-5.90%	5.64%	6.74%	8.05%
ROE	-9.05%	10.18%	12.60%	14.66%
ROIC	-3.33%	6.89%	8.55%	10.27%
偿债能力				
资产负债率	65.02%	62.00%	58.97%	56.36%
净负债比率	47.21%	51.18%	50.38%	47.82%
流动比率	1.47	1.58	1.72	1.84
速动比率	0.91	1.03	1.09	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.67	0.75	0.79
应收账款周转率	465.14	523.29	507.44	523.53
应付账款周转率	5.56	6.70	8.14	7.02
每股指标(元)				
每股收益	-0.91	1.03	1.43	1.91
每股经营现金	1.95	1.19	1.50	2.32
每股净资产	9.54	10.57	11.99	13.90
估值比率				
P/E	-37.32	33.03	23.78	17.78
P/B	3.55	3.21	2.82	2.44
EV/EBITDA	284.04	16.12	13.41	12.18

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>