

白酒

顺鑫农业（000860.SZ）

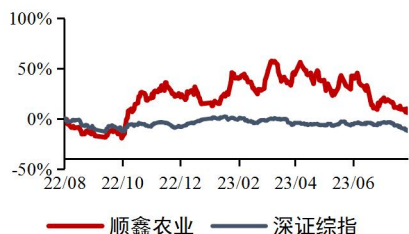
增持-A(维持)

地产&猪肉业务拖累业绩 长期增长逻辑清晰

2023年8月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月25日

收盘价(元):	25.47
年内最高/最低(元):	39.09/19.16
流通A股/总股本(亿):	7.42/7.42
流通A股市值(亿):	188.93
总市值(亿):	188.93

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	-0.11
摊薄每股收益:	-0.11
每股净资产(元):	9.44
净资产收益率:	-1.20

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：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**公司发布2023年半年报，2023H1公司实现营业收入62.11亿元，同比减少4.72%。实现归母净利润-0.81亿元，同比减少302.54%；23Q2公司实现营业收入21.24亿元，同比减少18.7%，实现归母净利润-4.09亿元，同比减少535.78%。

事件点评

➢ **受地产&猪肉业务拖累，上半年业绩短期承压。**公司上半年实现营业收入62.11亿元，同比减少4.72%。其中，白酒业务实现收入45.53亿元，同比减少7.26%。其中高/中/低档酒分别实现营收5.70/6.88/32.96亿元，同比+59.78%/-6.03%/-13.75%，消费弱复苏下，光瓶酒市场受到工地开工率不足影响，低档收入增速有所承压；同时上半年百年牛栏山等高档酒表现较好，公司白酒结构升级持续。另公司猪肉业务仍承压，实现营业收入13.46亿元，同比增长15.97%。其中屠宰业务实现收入12.40亿元，同比增长16.55%，种畜养殖业务实现收入1.06亿元，同比增长9.56%。从收入规模来看，白酒和猪肉业务仍然是公司主要的两个业务板块，23H1白酒收入占总营业收入73.31%，同比-2.0pcts；猪肉收入占总营业收入21.67%，同比+3.9pcts。上半年顺鑫佳宁出售商务中心及寰宇中心两栋楼宇资产，实现营业收入9.94亿元，地产去化进度加快。总体来看，公司二季度业绩短期承压，主要受房地产项目销售及回款缓慢，同时国内生猪平均价格持续低位运行，猪肉业务表现欠佳所致。此前公司地产业务已挂牌北京产权交易所进行股权转让，伴随地产转让将减少公司基本面的不确定性，从而公司的长期增长逻辑重新回归消费品主线。

➢ **受地产及猪肉业务亏损影响，盈利能力表现欠佳。**公司2023H1毛利率32.16%，同比+1.20pcts。其中23Q2毛利率21.45%，同比-6.67pcts。公司23H1销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为9.45%/6.33%/1.46%，同比+2.16/+0.21/-0.11pcts，销售费用率上升主要由金标陈酿等新品持续市场营销费用投放所致。公司23H1/23Q2净利率分别为-1.30%/-19.25%，同比-1.92/-16.79pcts。公司上半年盈利能力仍有承压，主要归因于：1)上半年白酒业务在产品提价及结构优化助力下，预计净利率有所提升，但Q2外部需求转弱，对净利率水平有所影响；2)公司猪肉业务在父母代种猪养殖和屠宰环节两端承压，盈利能力承压；3)房地产业务由于23Q2增加一次性税费影响，维持经营性亏损。未来伴随白酒业务需求恢复及房地产业务剥离，公

司盈利能力有望逐步提升。

➤ **白酒主业逐步回升，环比改善值得期待。**公司白酒主业营收增长有望逐步回升，期待下一步结构升级与市场精耕取得新成效，同时随着地产业务的挂牌转让，预计公司不确定性逐步出清，下半年环比改善值得期待。

投资建议：根据公司 23 年中报，我们下调公司盈利预测：预计公司 2023-2025 年实现营业收入 115.52/125.27/140.27 亿元，同比-1.1%/+8.4%/+12.0%，实现归母公司净利润 0.23/7.19/10.20 亿元，对应 EPS 为 0.03/0.97/1.37 元，维持“增持-A”投资评级。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，影响白酒整体动销；光瓶酒行业竞争加剧，战略单品铺市及动销不达预期；产品升级不达预期；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	11,552	12,527	14,027
YoY(%)	-4.1	-21.5	-1.1	8.4	12.0
净利润(百万元)	102	-673	23	719	1,020
YoY(%)	-75.6	-758.1	103.4	3042.3	41.9
毛利率(%)	27.9	31.7	30.0	34.9	36.4
EPS(摊薄/元)	0.14	-0.91	0.03	0.97	1.37
ROE(%)	1.4	-9.7	0.3	9.4	11.7
P/E(倍)	184.7	-28.1	825.7	26.3	18.5
P/B(倍)	2.4	2.7	2.7	2.4	2.1
净利率(%)	0.7	-5.8	0.2	5.7	7.3

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
流动资产	14216	15184	14886	14714	15634
现金	7639	8567	8045	7930	7608
应收票据及应收账款	437	168	430	218	508
预付账款	124	66	122	82	147
存货	5509	5760	5675	5855	6751
其他流动资产	506	625	613	629	620
非流动资产	5176	5071	4845	4874	4988
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2844	3114	2908	2940	3071
无形资产	702	682	645	608	572
其他非流动资产	1631	1275	1292	1326	1345
资产总计	19392	20256	19731	19588	20622
流动负债	9032	10345	7909	9579	8844
短期借款	2880	2495	2495	2495	2495
应付票据及应付账款	1233	1637	1275	1662	1549
其他流动负债	4919	6213	4140	5422	4800
非流动负债	2568	2826	2130	1582	1074
长期借款	2546	2810	2114	1566	1059
其他非流动负债	22	16	16	16	16
负债合计	11600	13170	10039	11161	9918
少数股东权益	23	7	8	25	49
股本	742	742	742	742	742
资本公积	2627	2627	2627	2627	2627
留存收益	4431	3739	3761	4460	5452
归属母公司股东权益	7770	7078	9684	8403	10655
负债和股东权益	19392	20256	19731	19588	20622

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-349	1450	1292	764	616
净利润	105	-689	23	736	1044
折旧摊销	296	312	261	249	274
财务费用	169	160	157	59	58
投资损失	-8	-2	75	-2	-2
营运资金变动	-1215	919	-1807	1723	-1991
其他经营现金流	303	749	2583	-2000	1232
投资活动现金流	-119	-160	-109	-276	-386
筹资活动现金流	-719	-422	-1703	-603	-552
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	-0.91	0.03	0.97	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.47	1.95	1.74	1.03	0.83
每股净资产(最新摊薄)	10.47	9.54	9.57	10.54	11.92

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14869	11678	11552	12527	14027
营业成本	10720	7972	8089	8157	8919
营业税金及附加	1591	1363	1236	1340	1501
营业费用	867	1024	1028	1084	1164
管理费用	864	859	832	873	884
研发费用	33	33	231	36	41
财务费用	169	160	157	59	58
资产减值损失	-70	-642	-139	-251	-281
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	2	-75	2	2
营业利润	563	-374	42	1230	1743
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	562	-377	39	1227	1740
所得税	456	312	16	491	696
税后利润	105	-689	23	736	1044
少数股东损益	3	-16	1	17	24
归属母公司净利润	102	-673	23	719	1020
EBITDA	971	14	283	1448	1976

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-4.1	-21.5	-1.1	8.4	12.0
营业利润(%)	-21.3	-166.4	111.3	2801.2	41.7
归属于母公司净利润(%)	-75.6	-758.1	103.4	3042.3	41.9
获利能力					
毛利率(%)	27.9	31.7	30.0	34.9	36.4
净利率(%)	0.7	-5.8	0.2	5.7	7.3
ROE(%)	1.4	-9.7	0.3	9.4	11.7
ROIC(%)	0.9	-3.9	0.1	5.8	7.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.8	65.0	50.9	57.0	48.1
流动比率	1.6	1.5	1.9	1.5	1.8
速动比率	0.9	0.8	1.1	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
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
估值比率					
P/E	184.7	-28.1	825.7	26.3	18.5
P/B	2.4	2.7	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	18.7	1177.5	56.7	10.8	7.8

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，本报告的任何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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

