

顺鑫农业(000860)

报告日期: 2023年08月29日

猪肉亏损+地产税费拖累 Q2 业绩, 看好后续利润弹性

——顺鑫农业 23H1 业绩点评报告

投资要点

- 顺鑫农业发布中报, 23H1 公司实现营业总收入 62.11 亿元, 同比-4.72%; 实现归母净利润-0.81 亿元, 同比-302.54%。23Q2 公司实现营业总收入 21.24 亿元, 同比-18.70%; 实现归母净利润-4.09 亿元, 同比-535.78%。23Q2 公司业绩表现符合此前业绩预告 (营收同比下降 34.4%-3.8%, 归母净利润亏损 3.8-4.4 亿元), 亏损主要受白酒业务收入下滑+猪肉业务亏损+地产税费影响。**
- 白酒业务: 中高档酒占比提升, 毛利率稳中有升**
 - ①23H1 公司白酒业务收入 45.53 亿元 (-7.26%), 其中高档酒/中档酒/低档酒分别实现销售收入 5.70 亿元 (+59.78%) /6.88 亿元 (-6.03%) /32.96 亿元 (-13.75%), 收入占比分别为 12.51% (+5.25pct) /15.11% (+0.20pct) /72.38% (-5.45pct)。白牛二仍贡献主要收入, 核心单品“金标陈酿”市场导入顺利, 提高中档酒收入占比。
 - ② 23H1 公司高档酒/中档酒/低档酒毛利率分别+3.40pct/+2.30pct/+3.99pct, 白酒整体毛利率+5.46pct 至 46.42%。公司今年以“稳市场+调结构”为目标, 下半年继续大力推动“金标陈酿”全国铺货, 加快消费者培育, 预计金标全年有望实现 500 万箱目标, 支撑公司整体业绩增长。
- 猪肉业务: 生猪价格低位运行, 拖累短期利润端表现**
 - ①23H1 公司猪肉产业板块收入 13.46 亿元 (+15.93%), 屠宰业务/种畜养殖业分别实现销售收入 12.40 亿元 (+16.54%) /1.06 亿元 (+9.28%), 主要受生猪价格的周期性波动影响。
 - ②利润端预计亏损较大, 猪肉业务整体毛利率-11.31pct 至-12.42%, 主要系生猪价格低位运行, 当前行业产能去化缓慢, 截至 23H1 能繁母猪和生猪存栏同比增加 0.5% 和 1.1%。
- 地产业务: 出售楼宇税费拖累 Q2 业绩, 剥离后利好利润弹性**
 - ①23H1 公司地产板块实现净利润 3.32 亿元/收入 12.26 亿元 (含顺鑫佳宇出售商务中心及寰宇中心两栋楼宇资产确认收入 9.94 亿元, 出售资产收入与损益于合并报表中合并抵消)。我们预计出售两栋楼宇资产产生的税费对利润影响较大, 根据顺鑫佳宇 1-5 月份财务报表: ①所得税 1.2 亿元; ②税金及附加合计 6,573 万元; ③应交税费 1,151 万元(含土地增值税等)。公司坚定推进房地产业务剥离事项, 8 月 18 日披露转让底价 30.98 亿元, 加速剥离进度。全年来看, 即使最终由顺鑫控股集团关联交易托底, 对公司影响仅为一次性减值(3.93 亿元)。
- 外阜市场持续扩张, 推进重点市场培育**

分渠道来看, 23H1 公司白酒业务直销/经销收入分别为 0.11 亿元 (-24.45%) /45.42 亿元 (-7.21%), 前五大经销客户销售收入总额 7.90 亿元, 占比为 17.35% (+1.28pct), 规模有所扩大, 京内/京外经销商数量环比+5 家/-2 家至 74 家/371 家。分市场来看, 公司牛栏山酒厂在深耕北京市场的同时, 持续开拓外阜市场, 推进重点市场培育, 猪肉业务亦在持续开发销售市场, 23H1 公司主营业务北京地区/外阜地区分别实现收入 20.78 亿元 (-5.84%) /41.34 亿元 (-4.15%), 占比 33.45% (-0.40pct) /66.55% (+0.40pct)。
- 销售费用短期上行, 所得税费用增加**

费用方面, 23Q2 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/所得税费用率分别 +6.18pct/+1.51pct/-0.10pct/+4.73pct 至 11.45%/7.28%/1.90%/7.37%, 主要来自于白酒业务促销费用和客户服务费用的提高以及公司出售两栋楼宇资产产生的税费。
- 盈利预测与估值**

公司上半年在白酒淡季+猪肉业务持续亏损+地产税费影响下整体业绩承压, 但考虑到公司地产业务加速剥离, 白酒行业即将进入旺季, 下半年猪肉业务亏损幅度

投资评级: 买入(维持)

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

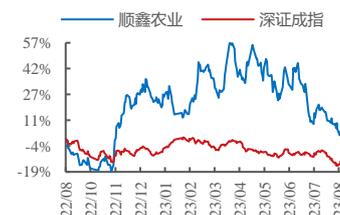
分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

研究助理: 潘俊汝
 panjunru@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.25
总市值(百万元)	18,729.62
总股本(百万股)	741.77

股票走势图



相关报告

- 1 《关联交易托底地产业务剥离, 利润弹性可期》2023.06.28
- 2 《Q1 利润端表现亮眼, 金标铺货顺利》2023.05.04
- 3 《22 年白酒业务趋势向好, 23 年利润端弹性可期》2023.03.26

可能收窄，看好公司后续利润弹性。未来聚焦白酒主业后，我们仍看好公司中长期发展。我们预计 2023-2025 年公司收入为 121.83 亿元、139.03 亿元、163.32 亿元，收入增速分别为 4.32%、14.11%、17.47%；归母净利润分别为-3.88 亿元、9.01 亿元、16.36 亿元；EPS 分别为-0.52、1.22、2.21 元，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、白酒整体动销恢复不及预期；2、金标发展不及预期；3、白牛二恢复不及预期；4、业务剥离不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11678.3	12183.4	13902.9	16331.6
(+/-) (%)	-21.46%	4.32%	14.11%	17.47%
归母净利润	-673.2	-388.3	901.3	1636.0
(+/-) (%)	-758.08%	42.32%	-	81.52%
每股收益(元)	-0.91	-0.52	1.22	2.21
P/E	-	-	20.78	11.45

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	14751	15595	18012
现金	8567	10012	10899	12619
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	168	289	313	330
其它应收款	30	20	26	33
预付账款	66	108	96	109
存货	5760	5057	5400	6534
其他	594	(735)	(1138)	(1613)
非流动资产	5071	4631	4596	4417
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	949	1090	1036
资产总计	20256	19382	20191	22429
流动负债	10345	10036	9811	10393
短期借款	2495	3148	2841	2828
应付款项	1637	924	1260	1541
预收账款	50	44	51	63
其他	6162	5920	5658	5960
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	12692	12581	13143
少数股东权益	7	0	19	59
归属母公司股东权益	7078	6690	7591	9227
负债和股东权益	20256	19382	20191	22429

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1450	1264	1351	2079
净利润	(689)	(395)	920	1676
折旧摊销	312	238	246	252
财务费用	160	242	226	198
投资损失	(2)	(4)	(5)	(3)
营运资金变动	1942	(733)	(167)	585
其它	(274)	1917	131	(629)
投资活动现金流	(160)	244	(259)	(87)
资本支出	0	(35)	(57)	(121)
长期投资	32	281	(198)	38
其他	(192)	(2)	(3)	(5)
筹资活动现金流	(422)	(63)	(205)	(271)
短期借款	(385)	653	(307)	(13)
长期借款	264	0	0	0
其他	(300)	(717)	102	(258)
现金净增加额	868	1445	887	1720

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11678	12183	13903	16332
营业成本	7972	8016	8675	9922
营业税金及附加	1363	1303	1532	1817
营业费用	1024	1133	1321	1617
管理费用	859	664	758	890
研发费用	33	24	33	41
财务费用	160	242	226	198
资产减值损失	642	1255	417	490
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)	(448)	947	1361
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	(377)	(451)	943	1357
所得税	312	(56)	24	(319)
净利润	(689)	(395)	920	1676
少数股东损益	(16)	(7)	18	40
归属母公司净利润	(673)	(388)	901	1636
EBITDA	70	28	1415	1807
EPS (最新摊薄)	-0.91	-0.52	1.22	2.21

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	(0.21)	0.04	0.14	0.17
营业利润	(1.53)	(0.20)	3.11	0.44
归属母公司净利润	(7.58)	0.42	-	0.82
获利能力				
毛利率	0.32	0.34	0.38	0.39
净利率	(0.06)	(0.03)	0.07	0.10
ROE	(0.09)	(0.06)	0.13	0.19
ROIC	(0.03)	(0.01)	0.08	0.12
偿债能力				
资产负债率	0.65	0.65	0.62	0.59
净负债比率	0.47	0.52	0.51	0.49
流动比率	1.47	1.47	1.59	1.73
速动比率	0.91	0.97	1.04	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.61	0.70	0.77
应收账款周转率	465.14	497.17	502.19	533.92
应付账款周转率	5.56	6.26	7.94	7.09
每股指标(元)				
每股收益	(0.91)	(0.52)	1.22	2.21
每股经营现金	1.95	1.70	1.82	2.80
每股净资产	9.54	9.02	10.23	12.44
估值比率				
P/E	-	-	20.78	11.45
P/B	2.65	2.80	2.47	2.03
EV/EBITDA	284.04	555.05	10.13	6.97

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>