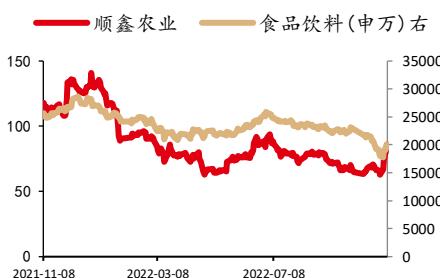


股票投资评级

推荐 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	26.62
52 周内低	24.23
总市值(亿元)	192.0
流通市值(亿元)	192.0
总股本(亿股)	7.42
A 股(亿股)	7.42
—已流通(亿股)	7.42
—限售股(亿股)	0.00

研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email：caixueyu@cnpsec.com

顺鑫农业 (000860.SZ):

老品逐步企稳，新品金标未来可期

● 事件

公司前三季度实现营收 91.06 亿元，同比下滑 21.57%，实现归母净利润 0.28 亿元，同比下滑 92.58%，实现扣非净利润 0.3 亿元，同比下滑 91.8%。单三季度白酒止跌、达成中高个位数增长，大单品白牛二逐步企稳，新品金标表现亮眼。10 月板块大幅调整背景下，公司股价小幅上涨。基本面、股价筑底均完成。我们认为公司未来白酒业务增长新逻辑显现，整体表现将超预期。

● 核心观点：

公司积极应对白酒新国标，纯粮新品规划积极。白酒新国标今年 6 月 1 日落地执行，公司对于大单品白牛二（固液混合工艺）换标识，并顺势推出升级新品金标陈酿。公司规划将用 4 年时间，将金标陈酿打造成为“中国白酒 30-40 元价格带纯粮光瓶酒大单品”，到 2025 年底力争完成年销售 1500 万箱的目标任务，分解下来 2022 年目标销售 200 万箱、2023 年突破 500 万箱、2024 年 1000 万箱，远期目标规划积极。

金标快速铺市，市场反馈积极。从去年底到今年初，金标开始全国重点市场导入。部分区域反馈 8 月铺市率达到 40%、铺市快速，终端反馈口感品质均好于此前同价格带升级产品，7 月动销率在 15% 以上，全年预估销量占比达到 2 个点、销售额占比达 5 个点，新品首年上市、表现亮眼。

“天时地利人和”看金标未来发展可期：

1) 产品定位清晰：更具性价比、更好的口感品质、更好的推出时机。复盘公司推光瓶升级新品的历史，以 2017 年推珍品为例（定价 38 元/瓶），市场彼时此价格带光瓶酒以地产白酒为主、具备一定销售规模的单品较少，反映消费者接受此价格带光瓶酒仍需时间培育，此外珍品工艺推出后经历过较大调整、我们估计产品定位仍在摸索，历时 5 年、公司 2021 年珍品销售占比 5-6%。

金标陈酿定位清晰。工艺采用固态纯粮、品质进行升级。香型沿用大众酒价格带下、浓香型消费人群基数庞大的思路。

零售价建议 38-40 元、较珍品提质不提价。光瓶酒市场经过几年的消费者教育、山西汾酒的玻汾将光瓶酒大单品价格带认知提高至 40-50 元（玻汾年销售体量估计 1500 万箱），金标陈酿当下推出的时机更好。此价格带浓香纯粮定位的产品较少，金标陈酿具备差异化竞争的先发优势。

- 2) **渠道推力强劲：**根据草根调研测算，金标从渠道价差设计/费用支持上留给区域大商、经销商、终端的利润空间丰厚，而白牛二作为公司较为成熟的大单品，强产品力和良好口碑下、诸多区域市场遵循产品周期规律、公司近几年缓慢收缩白牛二费用支持，因此渠道对于做大金标新品推力十足。
- 3) **当下时点，金标战略地位和意义远超此前：**公司四五规划提前一年、于 2019 年达成白酒百亿销售目标，此后疫情三年仍维持在百亿体量、今年上半年双位数下滑，疫情影响下白酒行业分化明显。公司此前提出白酒五五战略规划，对标行业前八强，较以往的具体数字目标，转而更关注行业整体头部企业的增速。今年上半年公司白酒规模排名上市公司第八（2019 年排名第七）。金标在当下推出的战略意义，除了顺应白酒新国标下的产品升级、抓住光瓶酒升级需求，更是承担起公司百亿规模进击突破、向上一步的破局职责。公司也将金标的表现在整个销售体系的考核挂钩，从机制上激发销售人员更大动能。

白牛二大基本盘三季度改善、新国标影响消退：公司白酒上半年收入 49.10 亿元同比下滑 24.88%，其中高/中/低档酒分别 3.56/7.32/38.21 亿元，分别同比下滑 55.2%/4.25%/23.2%，主要是本埠北京市场较为严格的防控/华东华南等核心销售市场受疫情影响严重导致，此外白酒新国标落地、渠道端观望心态等因素有关。单三季度白酒收入恢复中高个位数增速、白牛二消费需求并未受新规影响、白酒大基本盘改善。我们估计今年白酒下半年整体双位数左右的改善增速。

● 盈利预测与投资建议

当下各地疫情防控思路边际上在往更精准的方向转变，明年我们预计白酒收入、利润先期改善、恢复至 2021 年水平。前期白酒板块悲观预期持续发酵、10 月下调幅度较大，顺鑫今年前三季度股价下跌 47.8%、10 月上涨 2.76%、股价筑底完成。白牛二销售改善，看好金标陈酿发展前景，预计 2022 年~2024 年白酒收入 89.1、100、115 亿元，

白酒净利率在结构/规模效应下稳步提升。预计今年整体猪肉业务下半年扭亏，全年来看仍然亏损，明后年盈利且利润贡献较平稳。考虑到下坡屯地块房价走势、预计今年地产仍有一小部分减值，同比减亏，明后年思路仍是让利促销、加速商品房销售。我们预计 2022~2024 年公司整体表观收入在 129.11、140.01、156.98 亿元，表观归母净利润为 1.01、5.09、7.35 亿元。公司作为全国性大众酒龙头、走出低谷、未来表现可期。我们给予白酒业务明年 25 倍估值，给予猪肉类业务 1 倍 PS，目标价 38 元，首次覆盖给予“推荐评级”。

● 风险提示

疫情反复导致需求疲软；新品推广不及预期；食品安全等风险

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入：百万元	14869	12911	14001	15698
同比增速%	-4.14%	-13.17%	8.44%	12.12%
归属于母公司净利润：百万元	102	101	509	735
同比增速%	-75.64%	-1.37%	404.40%	44.44%
EPS 元/股	0.14	0.14	0.69	0.99
PE	187.7	190.3	37.7	26.1

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价

公司财务预测
资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	8797	7639	4250	4498	4842	营业收入	15511	14869	12911	14001	15698	
应收账款+票据	425	437	413	448	502	营业成本	11112	10720	8777	9116	10021	
预付账款	230	124	164	178	199	税金及附加	1508	1591	1614	1554	1719	
存货	7291	5509	5934	6164	6776	营业费用	979	867	1068	1368	1612	
其他	494	506	432	468	525	管理费用	816	897	873	953	1061	
流动资产合计	17238	1421	11193	11755	12844	财务费用	243	169	153	67	37	
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-146	-70	-88	-137	-173	
固定资产	2977	2887	2840	2830	2736	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
在建工程	318	379	378	260	200	投资净收益	2	8	4	0	0	
无形资产	723	702	679	655	632	其他	5	0	-1	-8	-8	
其他非流动资产	418	1208	1095	972	883	营业利润	715	563	342	798	1066	
非流动资产合计	4436	5176	4992	4717	4451	营业外净收益	-14	-2	-6	-11	-16	
资产总计	21673	1939	16185	16473	17295	利润总额	701	562	336	787	1050	
短期借款	4070	2880	0	0	0	所得税	275	456	234	275	310	
应付账款+票据	284	1233	494	513	564	净利润	426	105	103	512	741	
其他	6868	4919	5816	6260	6991	少数股东损益	6	3	2	3	5	
流动负债合计	11222	9032	6310	6773	7555	归母净利润	420	102	101	509	735	
长期带息负债	2679	2568	1997	1393	815							
长期应付款	0	0	0	0	0							
其他	0	0	0	0	0							
非流动负债合计	2679	2568	1997	1393	815							
负债合计	13901	1160	8307	8167	8370							
少数股东权益	31	23	25	27	33							
股本	742	742	742	742	742							
资本公积	2627	2627	2627	2627	2627							
留存收益	4372	4401	4485	4910	5523							
股东权益合计	7772	7793	7879	8306	8925							
负债和股东权益	21673	1939	16185	16473	17295							

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	426	105	103	512	741
折旧摊销	254	296	444	475	466
财务费用	243	169	153	67	37
存货减少	869	1782	-425	-229	-612
营运资金变动	482	-121	-208	149	37
其它	-729	-150	410	229	611
经营活动现金流	1546	-372	476	1202	1280
资本支出	-836	-120	-250	-200	-200
长期投资	0	-7	0	0	0
其他	675	8	5	0	1
投资活动现金流	-161	-119	-245	-200	-199
债权融资	1693	-130	-3451	-604	-579
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2412	582	-169	-151	-159
筹资活动现金流	-719	-719	-3620	-754	-737
现金净增加额	665	-121	-3389	248	344

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	4.10%	-4.14%	-13.17%	8.44%	12.12%
EBIT	-27.92%	-22.58%	-33.12%	74.70%	27.38%
EBITDA	-23.16%	-14.26%	-9.15%	42.36%	16.96%
归母净利润	-48.10%	-75.64%	-1.37%	404.4%	44.44%
获利能力					
毛利率	28.36%	27.91%	32.02%	34.89%	36.16%
净利率	2.75%	0.71%	0.79%	3.65%	4.72%
ROE	5.43%	1.32%	1.28%	6.15%	8.27%
ROIC	9.96%	1.91%	2.20%	8.27%	11.96%
偿债能力					
资产负债率	64.14%	59.82%	51.32%	49.58%	48.39%
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.7	1.7
速动比率	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
营运能力					
应收账款周转率	335.1	519.1	322.2	322.2	322.2
存货周转率	1.5	1.9	1.5	1.5	1.5
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
每股指标(元)					
每股收益	0.6	0.1	0.1	0.7	1.0
每股经营现金流	2.1	(0.5)	0.6	1.6	1.7
每股净资产	10.4	10.5	10.6	11.2	12.0
估值比率					
市盈率	45.7	187.7	190.3	37.7	26.1
市净率	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	44.5	26.9	19.6	13.2	10.8
EV/EBIT	56.5	37.8	37.3	20.5	15.4

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为2022年11月4日收盘价

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。