

非白酒业务扰动较大 不确定性或出清

——顺鑫农业 (000860.SZ) 半年度业绩预告点评 食品饮料/白酒



事件：

公司发布 2023 年半年度业绩预告，预计上半年实现营收 58-66 亿元、同比增速-11.03%至 1.24%，归母净利润亏损 0.55-1.1 亿元、较同期盈利 0.40 亿元的水平减少 0.95 至 1.5 亿元，扣非归母净利润亏损 0.555-1.105 亿元、较同期盈利 0.42 亿元减少 0.98 亿元至 1.53 亿元。折算 Q2 营收 17.12-25.12 亿元、同比增速-34.46%至 -3.83%，归母净利润-4.38 至 -3.83 亿元、较同期减少 3.19-3.74 亿元，扣非净利润-4.39 至 -3.84 亿元、较同期减少 3.21-3.76 亿元。

投资摘要：

二季度业绩受非白酒业务扰动较大，地产加快挂牌出售进程。公司二季度营收增长承压、净利润亏损主要受房地产项目销售及回款缓慢、出售商务中心及寰宇中心两栋楼宇资产产生的税费的影响，以及国内生猪平均价格持续低位运行、公司生猪养殖与屠宰业务两端承压亏损较大拖累。公司 5 月公告拟对地产子公司顺鑫佳宇债转股增资 49.74 亿元后 100% 转让其股权退出地产业务，6 月公告按照资产评估价格 30.98 亿元确定转让价，并确定未征集到意向方情况下由控股股东顺鑫控股以不低于 22.5 亿元的价格参与摘牌进行兜底。根据公司公告的 1-5 月顺鑫佳宇合并利润表，公司盈利 3.44 亿元如扣除债转股收益 5.07 亿元，业务仍为亏损状态。地产转让将减少公司基本面的不确定，带动公司回归消费品估值逻辑。

白酒业务稳健复苏、核心升级产品金标陈酿培育良好。公司基本盘产品牛栏山陈酿在年初涨价后渠道逐步消化，目前渠道库存合理，产品竞争力和动销情况仍较为强劲。金标确定全年 500 万箱目标，目前进度符合新品培育的合理进度，在餐饮和流通渠道持续培育下返单率逐步提高，产品力具备大单品潜质。根据公司 22 年报表，中档酒超过低档酒毛利率 13pct，金标上量对公司毛利和整体盈利水平将有明显拉升，支撑公司产品结构跃迁。

二季度白酒受消费整体降温拖累，三季度预计复苏加速、旺季仍将支撑公司业绩反弹。二季度为白酒淡季、公司光瓶酒市场也受到工地和打工人群开工率不足的影响，但是光瓶酒升级趋势不改，中低价位市场空间仍将让位于中等价位及高线光瓶。目前金标培育仍为公司营销体系核心关注点，战略定力和大商重视度高于以往升级产品，目前铺货率和返单率仍有空间，渠道政策优厚、推力强劲下完成全年目标无虞。陈酿上半年理顺渠道价格、持续去库存并行，三季度仍有较大的出货空间，复苏加速完成全年增长确定性高。

看好公司拥有符合光瓶酒运营的营销体系，价位升级后光瓶酒王者归来。光瓶酒运营要求广泛的终端覆盖、高渠道利润赋予的渠道推力、以及大商制保障的营销体系低成本。顺鑫农业成功打造陈酿为所在价位带全国化成功单品，截止 2022 年 8 月底覆盖 253.41 万家在册活跃终端远超一般酒企，以上营销模式得到验证，构建的营销体系护城河短期难有竞争对手。目前升级产品金标培育进度和效果符合预期，公司营销体系赋能助力金标成长，在品牌生命力和高度上优于竞品。随着半年度预告的落地、地产业务的挂牌转让，预计公司不确定性逐步出清。下半年节日带动下消费复苏可期，看好公司三季度和全年的业绩表现。

投资建议：预计 23-25 年营业收入分别为 138.87、160.97、176.64 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 6.48 亿元、9.16 亿元和 11.74，每股收益分别为 0.87 元、1.23 元和 1.58 元，对应 PE 分别为 35.93 X、25.45X 和 19.84X。维持“买入”评级。

风险提示：光瓶酒复苏不及预期、产品培育不及预期、其他业务下滑和不确定性对公司盈利的拖累

评级

买入（维持）

2023 年 07 月 16 日

汪冰洁

分析师

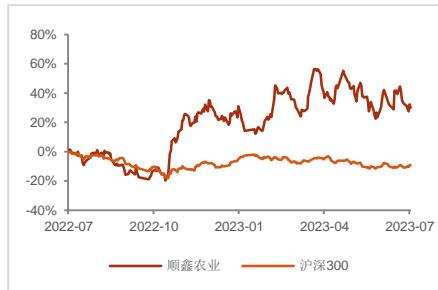
SAC 执业证书编号：S1660522030003

交易数据

时间 2023.7.14

总市值/流通市值 (亿元)	232.99/232.99
总股本 (万股)	74,176.7
资产负债率 (%)	58.77
每股净资产 (元)	9.98
收盘价 (元)	31.41
一年内最低价/最高价 (元)	19.16/39.09

公司股价表现走势图



资料来源：wind, 申港证券研究所

相关报告

1、《顺鑫农业 (000860.SZ) 首次覆盖报告：升级带动结构跃迁 业务改革持续提速》2023-07-11

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14,869.38	11,678.34	13,886.91	16,097.28	17,664.05
增长率 (%)	-4.14%	-21.46%	18.91%	15.92%	9.73%
归母净利润 (百万元)	102.30	-673.23	648.47	915.51	1,174.30
增长率 (%)	-75.64%	-758.08%	196.32%	41.18%	28.27%
净资产收益率 (%)	1.32%	-9.51%	11.05%	13.70%	15.49%
每股收益(元)	0.14	-0.91	0.87	1.23	1.58
PE	227.77	-34.61	35.93	25.45	19.84
PB	3.00	3.29	3.97	3.49	3.07

资料来源：公司财报，估值模型，申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

	利润表					资产负债表					现金流量表					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	14869	11678	13887	16097	17664	流动资产合计	14216	15184	15333	18118	19391	经营性活动现金流	1187	1360	1533	1700
营业成本	10720	7972	9157	10396	11064	货币资金	7639	8567	8661	10039	11016	投资活动现金流	-559	-427	-483	-4729
营业税金及附加	1591	1363	1528	1825	1973	应收账款	29	22	26	30	33	筹资活动现金流	-1187	-868	-94	-1378
营业费用	867	1024	1319	1513	1610	其他应收款	19	30	36	42	46	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700
管理费用	864	859	958	1095	1183	预付款项	124	66	91	103	110	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
研发费用	33	33	31	36	32	存货	5509	5760	5661	6969	7128	筹资活动净现金流	-1187	-868	-94	-1378
财务费用	169	160	165	163	164	其他流动资产	487	594	581	673	739	综合现金流	1187	1360	1533	1700
资产减值损失	-70	-640	0	0	0	非流动资产合计	5176	5071	4832	4729	4522	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0	筹资活动净现金流	-1187	-868	-94	-1378
投资净收益	8	2	5	3	4	固定资产	2826	3094	2877	2745	2558	综合现金流	1187	1360	1533	1700
营业利润	563	-374	769	1090	1668	无形资产	702	682	662	643	624	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700
营业外收入	0	0	5	3	4	商誉	0	0	0	0	0	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
营业外支出	2	4	2	3	2	其他非流动资产	0	0	0	0	0	筹资活动净现金流	-1187	-868	-94	-1378
利润总额	562	-377	772	1090	1670	资产总计	19392	20256	20165	22847	23913	综合现金流	1187	1360	1533	1700
所得税	456	312	108	153	467	流动负债合计	9032	10345	11615	13463	13603	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700
净利润	105	-689	664	937	1202	短期借款	2880	2495	3998	5625	5658	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
少数股东损益	3	-16	15	22	28	应付账款	1233	1637	1447	1642	1748	筹资活动净现金流	-1187	-868	-94	-1378
归属母公司净利润	102	-673	648	916	1174	预收款项	47	50	52	60	66	综合现金流	1187	1360	1533	1700
EBITDA	1681	731	1221	1554	2138	一年内到期的非流动负债	1447	1413	1413	1413	1413	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700
EPS(元)	0.14	-0.91	0.87	1.23	1.58	非流动负债合计	2568	2826	2659	2659	2659	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
主要财务比率						长期借款	2046	2310	2310	2310	2310	筹资活动净现金流	-1187	-868	-94	-1378
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	500	500	333	333	333	综合现金流	1187	1360	1533	1700
成长能力						负债合计	11600	13170	14273	16122	16262	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700
营业收入增长	-4.14%	-21.46%	18.91%	15.92%	9.73%	少数股东权益	23	7	23	44	72	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
营业利润增长	-21.27%	-166.39%	305.66%	41.74%	53.05%	实收资本(或股本)	742	742	742	742	742	筹资活动净现金流	-1187	-868	-94	-1378
归属于母公司净利润增长	-75.64%	-758.08%	196.32%	41.18%	28.27%	资本公积	2627	2627	1000	1000	1000	综合现金流	1187	1360	1533	1700
获利能力						未分配利润	3574	2857	3139	3872	4597	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700
毛利率(%)	27.91%	31.73%	34.06%	35.42%	37.37%	归属母公司股东权益合计	7770	7078	5869	6680	7579	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
净利润率(%)	0.71%	-5.90%	4.78%	5.82%	6.81%	负债和所有者权益	19392	20256	20165	22847	23913	筹资活动净现金流	1187	1360	1533	1700
总资产净利润率(%)	0.53%	-3.32%	3.22%	4.01%	4.91%	现金流量表						综合现金流	1187	1360	1533	1700
ROE(%)	1.32%	-9.51%	11.05%	13.70%	15.49%	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700	
偿债能力						经营活动现金流	-349	1450	825	215	1478	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
资产负债率(%)	60%	65%	71%	71%	68%	净利润	105	-689	664	937	1202	筹资活动净现金流	1187	1360	1533	1700
流动比率						折旧摊销	267	283	287	301	306	综合现金流	1187	1360	1533	1700
速动比率						财务费用	169	160	165	163	164	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700
营运能力						应付帐款减少	18	7	-5	-4	-3	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
总资产周转率	0.72	0.59	0.69	0.75	0.76	预收帐款增加	-4	3	2	8	6	筹资活动净现金流	1187	1360	1533	1700
应收账款周转率	397	465	581	572	559	投资活动现金流	-119	-160	-45	-197	-96	综合现金流	1187	1360	1533	1700
应付账款周转率	19.61	8.14	9.01	10.42	10.42	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
每股收益(最新摊薄)	0.14	-0.91	0.87	1.23	1.58	投资收益	8	2	5	3	4	筹资活动净现金流	1187	1360	1533	1700
每股净现金流(最新摊薄)	-1.60	1.17	0.13	1.86	1.32	筹资活动现金流	-719	-422	-686	1360	-405	综合现金流	1187	1360	1533	1700
每股净资产(最新摊薄)	10.47	9.54	7.91	9.01	10.22	应付债券增加	500	0	-167	0	0	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700
估值比率						长期借款增加	-633	264	0	0	0	投资活动净现金流	-559	-427	-483	-4729
P/E	253.52	-38.52	39.99	28.33	22.08	普通股增加	0	0	0	0	0	筹资活动净现金流	1187	1360	1533	1700
P/B	3.34	3.66	4.42	3.88	3.42	资本公积增加	0	0	-1627	0	0	综合现金流	1187	1360	1533	1700
EV/EBITDA	14.97	32.96	20.75	16.46	11.52	现金净增加额	-1187	868	94	1378	977	经营活动净现金流	1187	1360	1533	1700

资料来源：公司财报，估值模型，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上