



买入（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：19.80

证券分析师

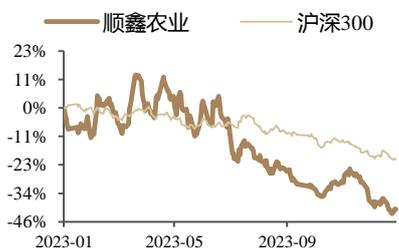
熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.80	-15.17	-13.08
相对涨幅(%)	-6.26	-6.92	-2.73

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《顺鑫农业(000860.SZ)：地产剥离落地，集中精力做大做强主业》，2023.11.25
- 《顺鑫农业(000860.SZ)：上半年猪肉和地产业务拖累盈利，继续看好白牛二改善和金标成长》，2023.8.28
- 《顺鑫农业(000860.SZ)：公开挂牌转让顺鑫佳宇，地产剥离进一步推进》，2023.6.27

股票数据

总股本(百万股)：	741.77
流通 A 股(百万股)：	741.77
52 周内股价区间(元)：	19.21-37.85
总市值(百万元)：	14,686.99
总资产(百万元)：	16,423.13
每股净资产(元)：	9.15

资料来源：公司公告

顺鑫农业 (000860.SZ)：核心大单品提价，盈利能力有望改善

投资要点

- 事件：**1月13日，公司公告，鉴于生产经营成本的增加，公司牛栏山酒厂拟对 42° 125ml、42° 265ml、42° 500ml、52° 500ml 以上 4 款牛栏山陈酿进行调价，每箱上涨 6 元，本次价格调整计划从 2024 年 2 月 1 日起执行。
- 核心大单品提价，盈利能力有望改善。**此次提价涉及的 4 款牛栏山陈酿是公司核心大单品，22 年 42° 500ml、52° 500ml 牛栏山陈酿销售量分别为 30.2 万千升、1.2 万千升，分别约占整体销售量的 60.8%、2.4%，提价幅度约 6%。公司上一次提价是 23 年 1 月，每箱提价幅度为 6 元，从 23 年半年报来看，以陈酿系列为主的低档酒毛利率同比提升 4.0pct。由于本轮提价幅度略低于上轮且提价时间较晚，预计对毛利率提振程度略低于上轮。
- 借助“金标牛烟火气餐厅”生动化打造消费场景，有助于品牌推广。**23 年以来，公司在多地举办“金标牛烟火气餐厅榜”，将美酒与美食串联，有利于提高金标认知度。23 年上半年公司销售金标约 69 万箱，随着消费者教育活动持续开展，后续自点率有望进一步提高。
- 地产业务顺利剥离有利于公司集中精力做大做强主业。**23 年 12 月 8 日，公司公告，按照公司与顺正资产签署《产权交易合同》的约定，公司已收到全部转让价款人民币 22.6 亿元。本次股权转让事项所涉及的工商变更登记手续已完成，顺鑫佳宇 100% 股权变更至顺正资产名下，公司不再持有顺鑫佳宇股权。我们认为，地产剥离符合公司长期战略规划，将提升公司价值，增强公司盈利能力。
- 投资建议：**预计 23-25 年公司营业收入为 115.8/126.6/145.2 亿元，同比增速为 -0.9%/9.4%/14.6%，归母净利润为 1.2/6.3/8.1 亿元，同比增速为 117.9%/421.0%/28.4%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新品推广不及预期风险，白牛二销售不及预期风险，疫后复苏不及预期风险

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,869	11,678	11,575	12,663	14,518
(+/-)YOY(%)	-4.1%	-21.5%	-0.9%	9.4%	14.6%
净利润(百万元)	102	-673	120	627	805
(+/-)YOY(%)	-75.6%	-758.1%	117.9%	421.0%	28.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	-0.91	0.16	0.85	1.09
毛利率(%)	27.9%	31.7%	32.1%	33.5%	34.2%
净资产收益率(%)	1.3%	-9.5%	1.7%	8.3%	9.8%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.91	0.16	0.85	1.09
每股净资产	9.54	9.58	10.23	11.04
每股经营现金流	1.95	-0.67	-0.10	2.02
每股股利	0.03	0.12	0.20	0.27
价值评估(倍)				
P/E	—	122.04	23.42	18.24
P/B	3.13	2.07	1.94	1.79
P/S	1.26	1.27	1.16	1.01
EV/EBITDA	160.74	16.98	10.51	8.19
股息率%	0.1%	0.6%	1.0%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.7%	32.1%	33.5%	34.2%
净利润率	-5.8%	1.0%	5.0%	5.5%
净资产收益率	-9.5%	1.7%	8.3%	9.8%
资产回报率	-3.3%	0.6%	3.4%	4.3%
投资回报率	-2.8%	1.3%	5.3%	6.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-21.5%	-0.9%	9.4%	14.6%
EBIT 增长率	-128.7%	361.8%	98.2%	22.0%
净利润增长率	-758.1%	117.9%	421.0%	28.4%
偿债能力指标				
资产负债率	65.0%	64.1%	58.6%	56.1%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.9	1.1	1.0	1.1
现金比率	0.8	1.0	0.9	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.7	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	263.7	250.0	240.0	220.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	3.8	4.0	4.6	5.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-673	120	627	805
少数股东损益	-16	8	40	52
非现金支出	977	459	187	189
非经营收益	243	185	171	153
营运资金变动	919	-1,268	-1,100	302
经营活动现金流	1,450	-496	-74	1,501
资产	-144	-80	-98	-47
投资	-17	32	32	32
其他	2	5	5	4
投资活动现金流	-160	-43	-61	-12
债权募资	-145	1,187	-1,200	-700
股权募资	0	0	0	0
其他	-277	-280	-320	-350
融资活动现金流	-422	907	-1,520	-1,050
现金净流量	868	368	-1,656	439

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 12 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,678	11,575	12,663	14,518
营业成本	7,972	7,858	8,418	9,550
毛利率%	31.7%	32.1%	33.5%	34.2%
营业税金及附加	1,363	1,300	1,370	1,600
营业税金率%	11.7%	11.2%	10.8%	11.0%
营业费用	1,024	916	1,013	1,140
营业费用率%	8.8%	7.9%	8.0%	7.9%
管理费用	859	722	787	898
管理费用率%	7.4%	6.2%	6.2%	6.2%
研发费用	33	23	25	29
研发费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	-209	546	1,083	1,322
财务费用	160	190	170	150
财务费用率%	1.4%	1.6%	1.3%	1.0%
资产减值损失	-640	-200	75	75
投资收益	2	5	5	4
营业利润	-374	371	959	1,229
营业外收支	-3	-6	-6	-6
利润总额	-377	365	953	1,223
EBITDA	126	805	1,345	1,586
所得税	312	236	286	366
有效所得税率%	-82.7%	64.7%	30.0%	29.9%
少数股东损益	-16	8	40	52
归属母公司所有者净利润	-673	120	627	805

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,567	8,934	7,279	7,718
应收账款及应收票据	168	190	208	239
存货	5,760	5,182	5,610	5,831
其它流动资产	690	681	688	701
流动资产合计	15,184	14,988	13,785	14,488
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,094	2,906	2,742	2,528
在建工程	108	130	143	153
无形资产	682	662	642	622
非流动资产合计	5,071	4,861	4,659	4,404
资产总计	20,256	19,849	18,444	18,892
短期借款	2,495	2,795	2,295	2,095
应付票据及应付账款	1,637	1,184	231	262
预收账款	50	0	0	0
其它流动负债	6,162	5,121	5,352	5,813
流动负债合计	10,345	9,100	7,878	8,169
长期借款	2,310	2,610	2,410	1,910
其它长期负债	516	1,016	516	516
非流动负债合计	2,826	3,626	2,926	2,426
负债总计	13,170	12,725	10,803	10,595
实收资本	742	742	742	742
普通股股东权益	7,078	7,108	7,585	8,190
少数股东权益	7	15	56	107
负债和所有者权益合计	20,256	19,849	18,444	18,892

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。