

顺鑫农业 (000860.SZ)

轻装上阵聚焦主业，高档酒表现亮眼

买入 (维持评级)

当前价格: 18.71元

投资要点:

事件:

公司发布23年年报及24Q1季报。23年公司实现营收105.93亿元，同比下降9.3%；实现归母净利润亏损2.96亿元，上年同期净亏损6.73亿元，亏损缩窄。单季度来看，23Q4公司实现营收17.85亿元，同比下降30.59%；实现归母净利润亏损0.03亿元，亏损缩窄；24Q1公司实现营收40.57亿元，同比下降0.75%；实现归母净利润4.51亿元，同比增长37.42%。

高端产品增长带动整体结构向上，金标短期承压但全国化持续推进。

分产品看，公司23年白酒/猪肉/其他业务分别实现营收68.23/24.01/13.68亿元，同比分别变化-15.86%/-6.08%/+35.09%。白酒业务中，每500ml产品价格50元以上的高档酒/10-50元的中档酒/10元以下的低档酒分别实现营收9.78/11.12/47.33亿元，同比分别变化+45.31%/-18.05%/-22.14%。公司中档及低档酒表现承压，其中大单品42度500ml牛栏山陈酿销量同比下降18.29%，承担公司产品升级的战略性产品金标销量同比下滑41.86%；但高档酒增长较好，经典、珍品30年等高端产品逆势增长73%。

分地区看，公司京内/京外分别实现营收43.22/62.71亿元，同比分别变化+8.57%/-18.54%，大本营市场稳健增长。截至23年末公司京内/京外经销商数量分别为74/393个，分别净增加5/20个。全国化方面，公司战略大单品金标在长三角市场2023年重点市场目标终端铺市率已达85%，在新疆全年金标销售增长300%。

23年毛利率稳健，地产剥离后盈利能力提升可期。

费用端，23年公司销售/管理/研发费用率分别为11.4%/8.1%/0.3%，同比分别变化+2.6/+0.7/0.0pct，合计提升3.3pct；毛利率为31.8%，同比+0.1pct。24Q1公司销售/管理/研发费用率分别为5.4%/5.4%/0.2%，同比分别变化-3.0/-0.4/0.0pct；毛利率/净利率分别为37.1%/11.1%，同比-0.6/+3.1pct，24Q1费用率下降带动净利率提升。

盈利预测与投资建议

公司23年地产剥离、白酒业务短期承压，24年轻装上阵，聚焦主业。在今年2月公司的年度大会上，公司提出了用三年时间让牛酒重回百亿销售规模的短期目标，长期目标是让牛栏山持续成为中国最具影响力的民酒品牌。预计公司2024-26年归母净利润为4.79/6.18/8.48亿元（24-25年前值分别为5.25/9.52亿元），维持买入评级。

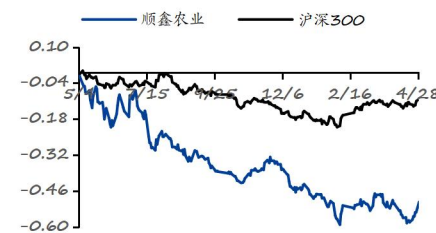
风险提示

金标铺货不及预期，白牛二和金标动销不及预期，估值溢价风险等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	741.77/741.77
流通A股市值(百万元)	13,878.46
每股净资产(元)	9.75
资产负债率(%)	48.71
一年内最高/最低价(元)	38.06/14.93

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师: 张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

联系人: 李妍冰(S0210123060028)

lyb30131@hfzq.com.cn

相关报告

1、顺鑫农业(000860.SZ): 大众酒升级势不可挡，龙头牛栏山目标坚定静待花开——2024.02.26

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,678	10,593	11,109	12,103	13,553
增长率	-21%	-9%	5%	9%	12%
净利润(百万元)	-673	-296	479	618	848
增长率	-758%	56%	262%	29%	37%
EPS(元/股)	-0.91	-0.40	0.65	0.83	1.14
市盈率(P/E)	-20.6	-47.0	29.0	22.5	16.4
市净率(P/B)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,271	7,161	7,801	8,736	营业收入	10,593	11,109	12,103	13,553
应收票据及账款	142	224	244	273	营业成本	7,224	7,096	7,677	8,474
预付账款	37	59	64	71	税金及附加	1,145	1,145	1,248	1,397
存货	2,194	2,155	2,332	2,574	销售费用	1,205	1,231	1,329	1,474
合同资产	0	0	0	0	管理费用	856	876	954	1,070
其他流动资产	463	486	530	593	研发费用	31	32	35	39
流动资产合计	10,107	10,086	10,971	12,246	财务费用	173	77	40	16
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	3,275	2,970	2,692	2,441	资产减值损失	173	70	70	70
在建工程	50	76	100	121	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	787	751	733	736	投资收益	289	2	2	2
商誉	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,148	1,141	1,137	1,135	营业利润	420	724	893	1,155
非流动资产合计	5,260	4,938	4,663	4,434	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	15,367	15,023	15,634	16,680	营业外支出	2	3	3	3
短期借款	2,564	1,134	620	300	利润总额	418	721	890	1,152
应付票据及账款	907	1,055	1,149	1,277	所得税	371	252	285	322
预收款项	11	32	35	39	净利润	47	469	605	830
合同负债	2,198	2,634	3,026	3,388	少数股东损益	-3	-10	-13	-18
其他应付款	76	76	76	76	归属母公司净利润	50	479	618	848
其他流动负债	1,538	1,552	1,583	1,626	EPS (按最新股本摊薄)	-0.40	0.65	0.83	1.14
流动负债合计	7,295	6,482	6,488	6,705					
长期借款	1,235	1,235	1,235	1,235					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	35	35	35	35					
非流动负债合计	1,270	1,270	1,270	1,270					
负债合计	8,565	7,753	7,758	7,975					
归属母公司所有者权益	6,783	7,262	7,880	8,727					
少数股东权益	19	9	-4	-22					
所有者权益合计	6,802	7,271	7,876	8,706					
负债和股东权益	15,367	15,023	15,634	16,680					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-738	1,461	1,273	1,366
现金收益	565	933	1,000	1,172
存货影响	3,566	39	-176	-242
经营性应收影响	-119	-174	-95	-106
经营性应付影响	-800	168	97	132
其他影响	-3,950	496	448	410
投资活动现金流	1,709	-63	-78	-96
资本支出	-573	-72	-83	-100
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	2,282	9	5	4
融资活动现金流	-2,132	-1,508	-554	-336
借款增加	-1,891	-1,431	-514	-320
股利及利息支付	-207	-148	-109	-93
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-34	71	69	77

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-9.3%	4.9%	8.9%	12.0%
EBIT 增长率	-44.6%	35.1%	16.5%	25.6%
归母公司净利润增长率	56.1%	262.0%	29.0%	37.2%
获利能力				
毛利率	31.8%	36.1%	36.6%	37.5%
净利率	0.4%	4.2%	5.0%	6.1%
ROE	0.7%	6.6%	7.8%	9.7%
ROIC	5.6%	8.4%	9.6%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	55.7%	51.6%	49.6%	47.8%
流动比率	1.4	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	198	110	105	104
每股指标 (元)				
每股收益	-0.40	0.65	0.83	1.14
每股经营现金流	-0.99	1.97	1.72	1.84
每股净资产	9.14	9.79	10.62	11.77
估值比率				
P/E	-47	29	22	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	591	53	28	22

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn