



买入（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：18.71

证券分析师

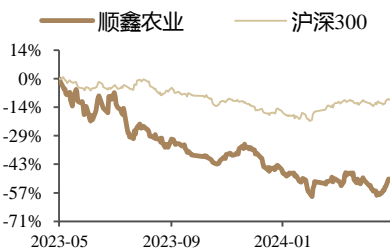
熊鹏

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(%)	1.91	-0.16	15.57
相对涨幅(%)	0.88	-2.04	2.21

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《顺鑫农业(000860.SZ)：地产和猪肉亏损拖累利润表现，24年盈利能力有望改善》，2024.1.28
- 《顺鑫农业(000860.SZ)：核心大单品提价，盈利能力有望改善》，2024.1.14
- 《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

顺鑫农业(000860.SZ)：开门红亮眼，一季度营收业绩均超预期

投资要点

- 事件：**公司发布2023年年报，2023年实现营业收入105.9亿元，同比下降9.3%；实现归母净利润-3.0亿元，上年同期归母净利润-6.7亿元；实现扣非归母净利润-5.7亿元，上年同期扣非归母净利润-6.7亿元。根据计算，2023Q4实现营业收入17.9亿元，同比下降30.6%；实现归母净利润-0.03亿元，上年同期实现归母净利润-7.0亿元。24Q1公司营业收入40.6亿元，同比下降0.75%；实现归母净利润4.5亿元，同比增长37.4%；实现扣非归母净利润4.5亿元，同比增长37.4%。
- 23年延续调整，稳固市场有序推进。**分业务看，23年酒类/猪肉/房地产业务营收分别为68.2/26.0/10.1亿元，分别同比变化-15.9%/-4.6%/+49.5%。分档次看，白酒高档酒/中档酒/低档酒营收分别同比变化+45.3%/-18.1%/-22.1%，核心单品42度陈酿/42.3度金标/52度百年销量分别同比变化-18.3%/-41.9%/+80.1%。23年白酒整体销量36.7万吨，同比下降26.0%，吨价同比提升13.8%。23年42.3度金标全年销量108万箱，受行业环境等因素影响低于500万箱的规划目标，但公司仍在积极培育金标升级产品，以“金标牛烟火气餐厅榜”等形式推动餐厅终端建设。23年北京/外埠经销商分别净增加5/20个，经销商体系保持稳定。
- 23年白酒利润平稳，猪肉房地产拖累整体利润。**23年白酒业务毛利率同比提升6.0pct，高档/中档/低档毛利率分别同比变化-6.6/0.0/+6.3%，陈酿系列提价和高档酒占比提升对毛利率提升有所贡献，吨成本同比提升1.5%，吨原材料成本/吨成品酒成本/吨人工成本/吨折旧成本分别同比变化-14.7/+26.2/+3.1/+31.4pct，成品酒成本上涨是平均成本提升主要原因。23整体销售费用率同比提升2.6pct至11.4%，销售人员数量同比减少14.2%，职工薪酬同比下降14.0%，白酒行业广告费同比提升9.8%，促销费同比增长36.3%，预计主要是金标等产品促销活动增加导致。23年管理费用基本平稳，管理费用率同比提升0.7pct至8.1%主要是因为收入降低。财务费用率同比提升0.3pct至1.6%。23年白酒分部净利润6.6亿元，净利率约10%，盈利仍然较稳定，猪肉业务亏损5亿以上拖累整体利润。
- 24Q1营收业绩超预期，销售费用率大幅下降。**24Q1营收同比下降0.8%，23Q4+24Q1公司整体营收同比下降12.3%。24Q1毛利率同比下降0.6pct至37.2%，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-3.0/-0.4/-0.5pct。24Q1销售费用同比减少1.2亿元，预计主要是白酒行业促销费和广宣费减少导致（23年1-4月房地产业务销售费用0.13亿元），管理费用率稳中略降，由于地产业务剥离资金占用减少，财务费用降低1933万元。24Q1归母净利率同比提升3.1pct至11.1%，盈利能力较好改善。
- 投资建议：**预计24-26年公司营业收入为108.6/119.2/130.1亿元，同比增速为2.5%/9.8%/9.1%，归母净利润为6.3/8.0/9.7亿元，同比增速为311.8%/27.8%/20.9%，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，宏观经济复苏不及预期风险

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	741.77		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	741.77	营业收入(百万元)	11,678	10,593	10,858	11,919	13,008
52 周内股价区间(元):	15.39-37.55	(+/-)YOY(%)	-21.5%	-9.3%	2.5%	9.8%	9.1%
总市值(百万元):	13,878.46	净利润(百万元)	-673	-296	626	800	968
总资产(百万元):	14,142.96	(+/-)YOY(%)	-758.1%	56.1%	311.8%	27.8%	20.9%
每股净资产(元):	9.75	全面摊薄 EPS(元)	-0.91	-0.40	0.84	1.08	1.30
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	31.7%	31.8%	37.1%	38.2%	39.3%
		净资产收益率(%)	-9.5%	-4.4%	8.5%	9.8%	10.8%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-0.40	0.84	1.08	1.30
每股净资产	9.14	9.99	10.97	12.08
每股经营现金流	-1.00	0.57	0.48	1.87
每股股利	0.00	0.00	0.09	0.20
价值评估(倍)				
P/E	—	22.17	17.34	14.34
P/B	2.33	1.87	1.71	1.55
P/S	1.31	1.28	1.16	1.07
EV/EBITDA	34.44	8.68	7.42	5.68
股息率%	0.0%	0.0%	0.5%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.8%	37.1%	38.2%	39.3%
净利润率	-2.8%	5.8%	6.7%	7.4%
净资产收益率	-4.4%	8.5%	9.8%	10.8%
资产回报率	-1.9%	4.1%	5.8%	6.6%
投资回报率	-0.9%	5.8%	7.6%	8.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-9.3%	2.5%	9.8%	9.1%
EBIT 增长率	112.8%	3650.9%	17.6%	19.3%
净利润增长率	56.1%	311.8%	27.8%	20.9%
偿债能力指标				
资产负债率	55.7%	51.9%	41.2%	38.3%
流动比率	1.4	1.6	2.1	2.3
速动比率	1.1	1.2	1.5	1.7
现金比率	1.0	1.1	1.4	1.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.3	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	110.9	120.0	120.0	120.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9
固定资产周转率	3.2	3.6	4.4	5.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-296	626	800	968
少数股东损益	-3	1	2	2
非现金支出	535	283	281	277
非经营收益	34	-35	78	78
营运资金变动	-1,009	-452	-807	64
经营活动现金流	-738	423	354	1,389
资产	-153	-11	84	84
投资	1,850	32	32	32
其他	12	2	2	2
投资活动现金流	1,709	23	118	118
债权募资	-1,905	-218	-1,700	-400
股权募资	0	0	0	0
其他	-227	-120	-150	-230
融资活动现金流	-2,132	-338	-1,850	-630
现金净流量	-1,161	108	-1,378	876

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,593	10,858	11,919	13,008
营业成本	7,224	6,827	7,362	7,894
毛利率%	31.8%	37.1%	38.2%	39.3%
营业税金及附加	1,145	1,064	1,168	1,275
营业税金率%	10.8%	9.8%	9.8%	9.8%
营业费用	1,205	1,125	1,302	1,452
营业费用率%	11.4%	10.4%	10.9%	11.2%
管理费用	856	820	885	956
管理费用率%	8.1%	7.5%	7.4%	7.3%
研发费用	31	22	24	26
研发费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	27	1,001	1,177	1,405
财务费用	173	106	65	60
财务费用率%	1.6%	1.0%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-173	0	0	0
投资收益	289	2	2	2
营业利润	75	897	1,114	1,347
营业外收支	-2	-0	-0	-0
利润总额	73	896	1,114	1,347
EBITDA	389	1,284	1,458	1,682
所得税	371	269	312	377
有效所得税率%	511.4%	30.0%	28.0%	28.0%
少数股东损益	-3	1	2	2
归属母公司所有者净利润	-296	626	800	968

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,271	7,378	6,000	6,877
应收账款及应收票据	142	178	196	214
存货	2,194	2,244	2,420	2,595
其它流动资产	501	544	551	558
流动资产合计	10,107	10,346	9,167	10,243
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,275	3,032	2,681	2,335
在建工程	50	40	45	50
无形资产	787	767	747	727
非流动资产合计	5,260	5,110	4,713	4,320
资产总计	15,367	15,455	13,880	14,563
短期借款	2,564	2,064	564	364
应付票据及应付账款	907	1,029	202	216
预收账款	11	0	0	0
其它流动负债	3,812	3,353	3,573	3,821
流动负债合计	7,295	6,446	4,339	4,402
长期借款	1,235	1,535	1,335	1,135
其它长期负债	35	45	45	45
非流动负债合计	1,270	1,580	1,380	1,180
负债总计	8,565	8,026	5,719	5,582
实收资本	742	742	742	742
普通股股东权益	6,783	7,409	8,139	8,957
少数股东权益	19	20	22	24
负债和所有者权益合计	15,367	15,455	13,880	14,563

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。