

地产剥离猪价回暖，盈利同比大幅提升

——顺鑫农业 24 年半年度业绩预告点评

核心观点

- 公司发布半年度业绩预告，24H1 预计实现归母净利润 3.3-4.8 亿元，去年同期亏损 0.81 亿元；预计实现扣非归母净利润 3.3-4.8 亿元，去年同期亏损 0.81 亿元。公司 24Q2 预计实现归母净利润-1.2-0.3 亿元，23Q2 为-4.1 亿元。
- **地产剥离预计提振盈利，猪肉进入景气区间。**公司 24H1 净利润同比大幅增加，一方面受益于顺鑫佳宇不再纳入公司合并报表范围，预计地产亏损不再拖累报表；另一方面受益于生猪行业景气度提升，猪价上涨，且公司持续推进降本增效、优化生产经营，猪肉板块相较去年同期减亏。当前猪价相较 23 年 7 月低点已大幅回升，目前猪价进入景气区间，公司猪肉板块盈利或持续受益。公司白酒业务围绕“稳市场，强基础，促改革，谋发展”的总要求，持续推动营销创新，目前白酒经营稳健；预计公司基本盘白牛二总体销售额维稳，战略产品金标陈酿铺货率提升。公司剥离地产业务后，进一步聚焦白酒、猪肉业务，精力、资源聚焦下，有望加速主业发展。
- **巩固大本营市场，白牛二受益地产政策。**公司重视北京终端管控、渠道及营销体系建设，提升扁平化管理，巩固大本营市场；另一方面也在加强样板市场建设，目前在长三角重点市场中金标牛铺货率继续上升，新疆通过深耕餐饮渠道终端营造“牛栏山”市场氛围。公司产品白牛二核心消费群体之一为务工人员，当前房地产利好政策频出，有利于增加务工人员饮酒需求，从而拉动白牛二动销。

盈利预测与投资建议

- 根据 23 年年报及 24 年半年度业绩预告，下调 24-25 年收入、毛利率。我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.71、0.82、1.11 元（原预测 24-25 年为 0.97、1.28 元）。我们延续 FCFF 估值方法，预测公司权益价值为 170 亿元，对应目标价 22.91 元，维持买入评级。

风险提示

白酒增速不及预期、金标陈酿销售不及预期、生猪价格波动风险、消费疲软风险、减值损失相关风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,678	10,593	10,975	12,048	13,099
同比增长(%)	-21.5%	-9.3%	3.6%	9.8%	8.7%
营业利润(百万元)	(374)	75	852	1,025	1,386
同比增长(%)	-166.4%	120.0%	1037.5%	20.3%	35.2%
归属母公司净利润(百万元)	(673)	(296)	525	611	824
同比增长(%)	-758.1%	56.1%	277.5%	16.4%	34.9%
每股收益(元)	(0.91)	(0.40)	0.71	0.82	1.11
毛利率(%)	31.7%	31.8%	37.0%	38.0%	39.5%
净利率(%)	-5.8%	-2.8%	4.8%	5.1%	6.3%
净资产收益率(%)	-9.1%	-4.3%	7.4%	8.0%	9.9%
市盈率	(18.3)	(41.6)	23.4	20.1	14.9
市净率	1.7	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年07月15日）	16.58 元
目标价格	22.91 元
52 周最高价/最低价	29.45/14.93 元
总股本/流通 A 股（万股）	74,177/74,177
A 股市值（百万元）	12,298
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 07 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.35	-7.79	0.67	-47.21
相对表现%	0.16	-5.95	2.72	-36.37
沪深 300%	2.19	-1.84	-2.05	-10.84



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娟	yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

核心单品提价+剥离房地产业务，盈利改善可期	2024-01-22
国企改革有望加速，新品推动结构升级	2023-04-10
多板块业绩承压，白酒业务反弹可期	2023-02-01

投资建议

根据 23 年年报及 24 年半年度业绩预告，下调 24-25 年收入、毛利率。我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.71、0.82、1.11 元（原预测 24-25 年为 0.97、1.28 元）。我们延续 FCFF 估值方法，预测公司权益价值为 170 亿元，对应目标价 22.91 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 11.34%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.31
无风险收益率 Rf	2.26%
市场风险溢价 Rm-Rf	7.03%
市场回报率 Rm	9.29%
债务成本 Kd	3.95%
WACC	11.34%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：维持假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 22.91 元。

表 2：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3%
企业价值（百万元）	16,269
权益价值（百万元）	16,995
每股权益价值（人民币）	22.91

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn (%)				
	22.91	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC (%)	9.34%	25.69	27.69	30.32	33.94	39.22
	9.84%	24.16	25.86	28.06	31.02	35.19
	10.34%	22.79	24.25	26.11	28.56	31.92
	10.84%	21.56	22.82	24.41	26.46	29.21
	11.34%	20.45	21.55	22.91	24.64	26.92
	11.84%	19.45	20.41	21.59	23.06	24.97
	12.34%	18.54	19.38	20.40	21.67	23.28
	12.84%	17.71	18.45	19.34	20.44	21.81
	13.34%	16.94	17.60	18.38	19.33	20.51

资料来源：Wind、东方证券研究

风险提示

- **白酒增速不及预期风险。**疫情高峰期后白酒业务快速恢复是我们估值的假设前提，如果白酒增速恢复不及预期，可能对公司营收、盈利造成不利影响。
- **金标陈酿销售不及预期。**金标陈酿作为公司战略级潜力单品，若市场导入不及预期，将对公司业绩增速带来不利影响。
- **生猪价格波动风险。**公司猪肉业务受生猪价格波动影响较大，若生猪价格下跌，可能对公司盈利及估值产生不利影响。
- **消费疲软风险。**若消费持续疲软，可能对收入产生不利影响。
- **减值损失相关风险。**若公司减值损失高于预期，将会对盈利、估值产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,567	7,271	8,396	7,229	7,860	营业收入	11,678	10,593	10,975	12,048	13,099
应收票据、账款及款项融资	168	142	147	155	162	营业成本	7,972	7,224	6,919	7,467	7,919
预付账款	66	37	39	43	46	营业税金及附加	1,363	1,145	1,098	1,253	1,362
存货	5,760	2,194	1,756	1,521	1,217	销售费用	1,024	1,205	1,049	1,152	1,253
其他	625	463	463	464	465	管理费用及研发费用	893	887	815	894	972
流动资产合计	15,184	10,107	10,801	9,412	9,750	财务费用	160	173	175	184	131
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	642	173	73	74	77
固定资产	3,094	3,275	3,298	3,276	3,270	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	108	50	96	119	140	投资净收益	2	289	5	2	2
无形资产	682	787	766	745	723	其他	0	(0)	(0)	(0)	0
其他	1,187	1,148	1,185	1,210	1,210	营业利润	(374)	75	852	1,025	1,386
非流动资产合计	5,071	5,260	5,345	5,350	5,344	营业外收入	0	0	5	5	3
资产总计	20,256	15,367	16,146	14,762	15,094	营业外支出	4	2	2	2	2
短期借款	2,495	2,564	4,918	3,254	3,072	利润总额	(377)	73	855	1,028	1,387
应付票据及应付账款	1,637	907	869	1,013	1,153	所得税	312	371	325	411	555
其他	6,213	3,823	1,927	1,646	1,387	净利润	(689)	(299)	530	617	832
流动负债合计	10,345	7,295	7,714	5,913	5,612	少数股东损益	(16)	(3)	5	6	9
长期借款	2,310	1,235	1,035	835	635	归属于母公司净利润	(673)	(296)	525	611	824
应付债券	500	0	0	0	0	每股收益 (元)	-0.91	-0.40	0.71	0.82	1.11
其他	16	35	35	35	35						
非流动负债合计	2,826	1,270	1,070	870	670	主要财务比率					
负债合计	13,170	8,565	8,784	6,783	6,283		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	7	19	25	31	40	成长能力					
实收资本 (或股本)	742	742	742	742	742	营业收入	-21.5%	-9.3%	3.6%	9.8%	8.7%
资本公积	2,627	2,627	2,627	2,627	2,627	营业利润	-166.4%	120.0%	1037.5%	20.3%	35.2%
留存收益	3,739	3,444	3,968	4,579	5,403	归属于母公司净利润	-758.1%	56.1%	277.5%	16.4%	34.9%
其他	(30)	(30)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,085	6,802	7,362	7,979	8,811	毛利率	31.7%	31.8%	37.0%	38.0%	39.5%
负债和股东权益总计	20,256	15,367	16,146	14,762	15,094	净利率	-5.8%	-2.8%	4.8%	5.1%	6.3%
						ROE	-9.1%	-4.3%	7.4%	8.0%	9.9%
						ROIC	-2.7%	-8.0%	4.8%	5.2%	6.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	65.0%	55.7%	54.4%	45.9%	41.6%
净利润	(689)	(299)	530	617	832	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	279	17	170	161	166	流动比率	1.47	1.39	1.40	1.59	1.74
财务费用	160	173	175	184	131	速动比率	0.82	1.07	1.13	1.29	1.48
投资损失	(2)	(289)	(5)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	1,058	1,888	(2,141)	369	466	应收账款周转率	465.1	355.3	272.2	269.7	268.5
其它	642	(2,229)	83	(59)	(40)	存货周转率	1.3	1.6	3.2	3.9	4.9
经营活动现金流	1,450	(738)	(1,188)	1,271	1,554	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
资本支出	(182)	(235)	(143)	(142)	(162)	每股指标 (元)					
长期投资	32	(102)	0	0	0	每股收益	-0.91	-0.40	0.71	0.82	1.11
其他	(10)	2,046	5	2	2	每股经营现金流	1.95	-1.00	-1.60	1.71	2.10
投资活动现金流	(160)	1,709	(138)	(141)	(160)	每股净资产	9.54	9.14	9.89	10.71	11.83
债权融资	229	(1,961)	272	(450)	(450)	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	-18.3	-41.6	23.4	20.1	14.9
其他	(651)	(172)	2,179	(1,848)	(313)	市净率	1.7	1.8	1.7	1.5	1.4
筹资活动现金流	(422)	(2,132)	2,451	(2,298)	(763)	EV/EBITDA	175.8	43.6	9.7	8.4	6.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-54.2	46.6	11.3	9.6	7.6
现金净增加额	868	(1,161)	1,125	(1,167)	631						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。