

# 顺鑫农业 (000860.SZ)

## 稳白酒，猪肉减亏，盈利能力提升

### 买入 (维持评级)

当前价格: 15.26元

### 投资要点:

#### 事件:

2024H1 公司实现营收 56.87 亿元，同比下降 8.45%；实现归母净利润 4.23 亿元，去年同期为 -0.81 亿元，今年同比扭亏为盈。其中，24Q2 公司实现营收 16.30 亿元，同比下降 23.26%；实现归母净利润 -0.28 亿元，去年同期为 -4.09 亿元，减亏明显。

分业务看，24H1 公司白酒/猪肉/其他业务分别实现营收 46.98/7.86/2.03 亿元，同比分别+3.17%/-36.64%/-51.35%。分地区看，京内/京外分别实现营收 16.01/40.85 亿元，同比分别-22.93%/-1.17%。

#### 白酒业务稳字当头，猪肉业务减亏

白酒业务方面，公司围绕“调结构、强营销、夯基础”的计划，持续打造光瓶酒“双轮驱动”战略。具体来看，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 6.03/6.38/34.56 亿元，同比分别+5.94%/-7.29%/+4.87%，其中营收占比最大的低端酒同比实现增长，助力公司白酒业务整体实现增长。从大单品的表现来看，大单品 42 度 500ml 牛栏山陈酿销量同比下降 4.45%，下滑幅度有所收窄；承担公司产品升级的战略性产品金标销量同比下滑 46.38%，压力仍在。

猪肉业务方面，在市场调节和产能调控的双重作用下，生猪产能回调，截至 24H1 能繁母猪和生猪存栏分别同比减少 6.0%和 4.6%，猪肉价格整体呈现震荡上涨走势，行业景气度边际回升。公司在猪肉业务方面主要调整生产节奏、控制生猪采购成本，同时改善产品结构、提高分割品毛利率。24H1 公司猪肉业务营收占比 13.82%，占比同比下降 6.14pct；实现毛利率 2.53%，同比提升 14.95pct。

#### Q2 毛利率同比增长 13pct，盈利水平持续提升

费用端，24Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.54%/8.40%/0.49%/0.37%，同比分别+3.10/+1.11/+0.11/-1.52pct，期间费用率整体提升 2.81pct。其中，公司白酒业务今年上半年促销费用同比下降 28.87%，带动公司上半年销售费用率下降 1.42pct 至 8.03%。盈利端，24Q2 公司实现毛利率 34.05%，同比提升 12.58pct，猪肉屠宰业务盈利水平提升对毛利率贡献较大；24Q2 实现净利率 -1.72%，去年同期为 -19.26%，同比+17.54pct。其中，递延所得税费用下降，导致 24Q2 所得税费用率同比下降 4.75pct，对盈利能力提升也有一定贡献。

#### 盈利预测与投资建议

公司一季度开门红表现较好，二季度营收仍有压力，目前战略上稳白酒、猪肉业务减亏为主旋律。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.06/7.08/8.56 亿元（前值为 4.79/6.18/8.48 亿元），维持买入评级。

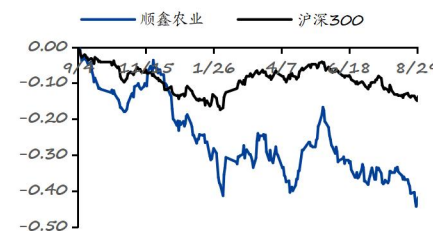
#### 风险提示

金标铺货不及预期，白酒动销不及预期、行业竞争加剧等。

### 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)	11,319.36
每股净资产(元)	9.71
资产负债率(%)	46.40
一年内最高/最低价(元)	26.75/14.44

### 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. 半年度业绩预告点评: 稳市场，强基础，24H1 扭亏为盈——2024.07.14
2. 轻装上阵聚焦主业，高档酒表现亮眼——2024.04.30
3. 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	10,100	10,679	11,529
增长率	-21%	-9%	-5%	6%	8%
净利润(百万元)	-673	-296	506	708	856
增长率	-758%	56%	271%	40%	21%
EPS(元/股)	-0.91	-0.40	0.68	0.95	1.15
市盈率(P/E)	-16.8	-38.3	22.4	16.0	13.2
市净率(P/B)	1.6	1.7	1.6	1.4	1.3

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

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,271	6,510	7,123	8,310
应收票据及账款	142	204	215	233
预付账款	37	55	56	60
存货	2,194	1,990	2,057	2,191
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	463	442	467	504
流动资产合计	10,107	9,201	9,919	11,298
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,275	2,970	2,692	2,441
在建工程	50	76	100	121
无形资产	787	751	733	736
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	1,148	1,141	1,137	1,135
非流动资产合计	5,260	4,938	4,663	4,434
<b>资产合计</b>	<b>15,367</b>	<b>14,139</b>	<b>14,582</b>	<b>15,732</b>
短期借款	2,564	577	0	0
应付票据及账款	907	974	1,013	1,087
预收款项	11	29	30	33
合同负债	2,198	2,395	2,670	2,882
其他应付款	76	76	76	76
其他流动负债	1,538	1,521	1,532	1,556
流动负债合计	7,295	5,571	5,321	5,633
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
<b>负债合计</b>	<b>8,565</b>	<b>6,841</b>	<b>6,591</b>	<b>6,904</b>
归属母公司所有者权益	6,783	7,289	7,997	8,853
少数股东权益	19	8	-6	-25
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,802</b>	<b>7,297</b>	<b>7,990</b>	<b>8,828</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,367</b>	<b>14,139</b>	<b>14,582</b>	<b>15,732</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-738</b>	<b>1,356</b>	<b>1,287</b>	<b>1,282</b>
现金收益	565	952	1,071	1,167
存货影响	3,566	204	-66	-135
经营性应收影响	-119	-129	-64	-71
经营性应付影响	-800	84	41	76
其他影响	-3,950	245	305	244
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,709</b>	<b>-59</b>	<b>-74</b>	<b>-92</b>
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	13	9	8
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,132</b>	<b>-2,057</b>	<b>-600</b>	<b>-3</b>
借款增加	-1,891	-1,988	-577	0
股利及利息支付	-207	-137	-86	-74
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-34	68	63	71

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,593	10,100	10,679	11,529
营业成本	7,224	6,552	6,771	7,214
税金及附加	1,145	1,041	1,101	1,189
销售费用	1,205	998	1,044	1,116
管理费用	856	776	799	864
研发费用	31	29	31	33
财务费用	173	69	23	3
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	173	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	289	6	6	6
其他收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>420</b>	<b>690</b>	<b>965</b>	<b>1,166</b>
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	2	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>418</b>	<b>688</b>	<b>963</b>	<b>1,164</b>
所得税	371	193	270	326
<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>495</b>	<b>693</b>	<b>838</b>
少数股东损益	-3	-11	-15	-18
<b>归属母公司净利润</b>	<b>50</b>	<b>506</b>	<b>708</b>	<b>856</b>
EPS (按最新股本摊薄)	-0.40	0.68	0.95	1.15

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-9.3%	-4.6%	5.7%	8.0%
EBIT 增长率	-44.6%	28.1%	30.3%	18.3%
归母公司净利润增长率	56.1%	271.1%	40.0%	20.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.8%	35.1%	36.6%	37.4%
净利率	0.4%	4.9%	6.5%	7.3%
ROE	0.7%	6.9%	8.9%	9.7%
ROIC	5.6%	8.4%	10.8%	11.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	55.7%	48.4%	45.2%	43.9%
流动比率	1.4	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	198	115	108	106
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.40	0.68	0.95	1.15
每股经营现金流	-0.99	1.83	1.74	1.73
每股净资产	9.14	9.83	10.78	11.93
<b>估值比率</b>				
P/E	-38	22	16	13
P/B	2	2	1	1
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：hfys@hfzq.com.cn