

顺鑫农业(000860)

报告日期: 2025 年 05 月 13 日

白酒稳中求进，关注产品焕新

——顺鑫农业更新报告

投资要点

□ 24 年/25Q1 公司实现营收 91 亿元(同比-14%)/ 32.58 亿元(-20%); 归母净利润 2.31 亿元 (+178%) / 2.82 亿元 (-37%)。

□ 公司坚持民酒定位，卡位品类及品牌优势，持续聚焦核心产品，培育金标产品矩阵，强化渠道渗透，升级传统二锅头，焕新品类优势。白酒业务相对稳定增长，猪肉业务持续减亏。关注产品焕新及渠道建设带来的产品结构优化。

□ 白酒基本盘相对稳定，猪肉短期依旧亏损

1) 2024 年公司白酒营收 70.41 亿元，同比+3.19%。其中，高档酒 9.72 亿元 (-0.6%)，中档酒 10.95 亿元 (-2%)，低档酒 49.74 亿元 (+5%)。从区域市场看，珠三角市场、新疆市场全年销售稳中有进，成为区域市场中的样板市场，珠三角整体销售同比增长 50%，新疆市场同比增长 23%；从产品结构看，2024 年全年经典二锅头系列产品销售同比增长 32%，传统二锅头系列产品销售同比增长 37%。

2) 24 年猪肉业务营收 18.91 亿元，同比-27%。屠宰行业由于经营战略的调整，降低屠宰量，导致销售量的下降。猪肉业务毛利率同比+8%。

□ 产品结构承压，对经销商扶持力度加强

3) 24Q4/25Q1 销售收现 34.25 亿元 (同比-8%，下同) /19.77 亿元 (-29%); 24Q4/25Q1 合同负债 17.58 亿元 (-20%) /3.81 亿元 (-55%)。24Q4/25Q1 应收票据及账款 2.49 亿元 (+76%) /3.82 亿元 (+7%)。因对经销商扶持力度加大。

4) 24Q4/25Q1 销售毛利率分别为 35.11%(同比-8pct,下同)/36.81%(-0.3pct)。24Q4/25Q1 营业税金及附加费率分别为 14.31% (-3pct) /9.8% (持平)，销售费率 10.30% (-7pct) /9.03% (+4pct) 因春节促销，管理费率 10.46% (-2pct) /5.78% (+0.3pct); 24Q4/25Q1 净利率-7.56% (-7pct) /8.75% (-2pct)。

□ 聚焦核心产品调整结构，实现产品焕新

白酒坚持民酒战略定位，发挥牛栏山的品牌优势和全国化营销网络优势，培育金标矩阵，强化渠道渗透，升级经典二锅头产品系列，重塑经典品牌；升级传统二锅头系列，焕新品类优势。

□ 盈利预测及估值：因公司新品仍在培育过程中，且受猪周期影响，业绩存在波动。故下调 2025-2026 年收入增速至-6%/1% (同比，下同)；下调归母净利润至 2.9 /2.8 亿元，预估 27 年收入、归母净利润增速分别为 5%、20%。

□ 催化剂：金标新品动销超预期；市场开拓超预期；猪肉业务盈利改善。

□ 风险提示：消费恢复不及预期；市场竞争加剧。

投资评级：增持(维持)

分析师：杨骥

执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：张家祯

执业证书号：S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

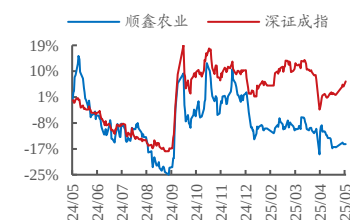
分析师：满静雅

执业证书号：S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 16.10
总市值(百万元)	11,942.45
总股本(百万股)	741.77

股票走势图



相关报告

- 1 《盈利能力改善，渠道持续扩张》 2024.11.03
- 2 《Q2 利润符合预告，白酒企稳猪肉改善》 2024.09.03
- 3 《聚焦白酒+猪肉主业，盈利能力显著改善》 2024.05.08

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9125.8	8598.4	8711.6	9109.2
(+/-) (%)	-13.85%	-5.78%	1.32%	4.56%
归母净利润	231.2	293.3	282.4	338.3
(+/-) (%)	178.20%	-26.89%	-3.73%	19.79%
每股收益(元)	0.31	0.40	0.38	0.46
P/E	-	40.71	42.29	35.31

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10115	11828	11734	12389
现金	6949	8449	8487	9084
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	249	158	171	198
其它应收款	11	13	10	12
预付账款	168	78	89	112
存货	2292	2631	2509	2513
其他	446	499	467	471
非流动资产	4879	4710	4506	4188
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2973	2843	2638	2362
无形资产	763	761	771	758
在建工程	47	38	30	24
其他	1096	1068	1066	1044
资产总计	14995	16538	16239	16577
流动负债	6450	7722	7128	7115
短期借款	2789	2616	2657	2687
应付款项	942	898	900	925
预收账款	13	12	12	13
其他	2706	4196	3559	3490
非流动负债	1490	1462	1470	1474
长期借款	1423	1423	1423	1423
其他	67	39	47	51
负债合计	7940	9185	8598	8590
少数股东权益	40	46	52	60
归属母公司股东权	7014	7307	7590	7928
负债和股东权益	14995	16538	16239	16577

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	112	1313	300	668
净利润	252	299	288	347
折旧摊销	337	231	230	228
财务费用	11	124	103	100
投资损失	(3)	(4)	(5)	(3)
营运资金变动	(606)	980	(461)	(10)
其它	121	(316)	145	6
投资活动现金流	(70)	(74)	(42)	79
资本支出	302	(47)	24	92
长期投资	37	9	(19)	9
其他	(408)	(37)	(47)	(23)
筹资活动现金流	(362)	261	(220)	(151)
短期借款	225	(173)	40	31
长期借款	188	0	0	0
其他	(775)	434	(261)	(181)
现金净增加额	(320)	1500	38	596

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9126	8598	8712	9109
营业成本	5838	5564	5575	5730
营业税金及附加	1001	860	958	1002
营业费用	874	903	958	1048
管理费用	754	714	697	729
研发费用	30	26	26	27
财务费用	11	124	103	100
资产减值损失	93	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	4	5	3
其他经营收益	0	0	0	0
营业利润	528	413	399	477
营业外收支	(14)	(14)	(14)	(14)
利润总额	514	398	384	462
所得税	261	100	96	116
净利润	252	299	288	347
少数股东损益	21	5	6	8
归属母公司净利润	231	293	282	338
EBITDA	971	752	718	790
EPS (最新摊薄)	0.31	0.40	0.38	0.46

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-13.85%	-5.78%	1.32%	4.56%
营业利润	604.80%	-21.83%	-3.41%	19.55%
归属母公司净利润	178.20%	-26.89%	-3.73%	19.79%
获利能力				
毛利率	36.03%	35.30%	36.00%	37.10%
净利率	2.77%	3.47%	3.31%	3.80%
ROE	3.34%	4.07%	3.77%	4.33%
ROIC	2.68%	3.17%	2.93%	3.30%
偿债能力				
资产负债率	52.95%	55.54%	52.95%	51.82%
净负债比率	57.88%	54.23%	56.57%	56.04%
流动比率	156.83%	153.17%	164.61%	174.12%
速动比率	121.29%	119.09%	129.42%	138.81%
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.55	0.53	0.56
应收账款周转率	313.49	408.62	377.32	386.34
应付账款周转率	6.31	6.05	6.20	6.28
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.40	0.38	0.46
每股经营现金	0.15	1.77	0.40	0.90
每股净资产	9.46	9.85	10.23	10.69
估值比率				
P/E	-	40.71	42.29	35.31
P/B	1.70	1.63	1.57	1.51
EV/EBITDA	12.53	11.36	11.71	9.82

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>