

# 顺鑫农业 (000860)

证券研究报告

2023年03月30日

## 22年白酒收入81亿同减21%，白酒经营稳中向好，金标放量未来可期

事件：公司发布2022年年报。公司实现营收116.8亿元，同减21.5%，实现归母净利润-6.7亿元，同减758.1%；其中2022Q4公司实现营收25.7亿元，同减21.1%，实现归母净利润-7.0亿元，同减160.0%。

收入端：公司2022年全年实现营收116.8亿元，同减21.5%。分行业看，白酒、屠宰、其他分别实现营收81.1/25.6/10.1亿元，分别同比-20.7/-22.8/-23.9%。分产品看，高档酒、中档酒、低档酒分别实现营收6.7/13.6/60.8亿元，分别同比-36.2/+4.0/-22.7%。

毛利率端：白酒行业毛利率提升明显。公司2022年毛利率为31.7%，同增3.8pct。分行业看，白酒、屠宰行业毛利率分别为44.2/3.3%，分别同比+6.5/-0.04pct。

费用端：公司2022年期间费用率为17.8%，同增4.8pct。其中①销售费用率为8.8%，同增2.9pct；②管理费用率为7.4%，同增1.6pct；③研发费用率为0.29%，同增0.1pct；④财务费用率为1.4%，同增0.2pct。

利润端：公司2022年实现归母净利润-6.7亿元，同减758.1%；归母净利率为-5.8%，同减6.5pct。受疫情反复及区域房地产竞争加大、价格下挫，同时受猪肉波动较大的影响，出于谨慎性原则，公司大幅计提了资产减值准备，对利润产生了重大影响。

顺应新国标政策及消费升级变化，金标陈酿有望带动公司实现量价齐升。伴随消费者品质意识的觉醒，光瓶酒基准正被逐步抬高，高品质的纯粮酒或将迎来更广阔的增量空间。在白酒新国标落地之际，牛栏山酒厂推出纯粮固态发酵的“金标陈酿”，建议零售价38元/瓶，进入当前光瓶酒核心价格区间。2022年金标单品200万箱销售目标已完成。根据公司计划，牛栏山金标陈酿2023年突破500万箱、2024年实现销售1000万箱、2025年力争完成1500万箱。22年报表中档酒营收同增4%，金标销售已于报表端体现，未来可期。

投资建议：公司的经典大单品白牛二是行业中低线光瓶酒的畅销单品，随着白酒新国标政策的落地，公司也在积极打造“金标陈酿”等新品，布局高线纯粮光瓶酒，为公司带来全新增长点。前次报告我们预计公司23-24年归母净利润分别为7.1/11.0亿元，考虑到地产业务剥离进度以及22年计提的大量减值，本次下调盈利预测，我们预计公司23-25年归母净利润分别为7.0/9.1/12.3亿元，对应36/28/20xPE估值，维持“买入”评级。

风险提示：新品推广不及预期、其他业务剥离不及预期、疫情反复风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,869.38	11,678.34	14,709.76	17,920.72	21,504.86
增长率(%)	(4.14)	(21.46)	25.96	21.83	20.00
EBITDA(百万元)	1,172.86	1,384.13	1,710.73	2,363.94	2,808.47
归属母公司净利润(百万元)	102.30	(673.23)	702.25	912.09	1,226.29
增长率(%)	(75.64)	(758.08)	(204.31)	29.88	34.45
EPS(元/股)	0.14	(0.91)	0.95	1.23	1.65
市盈率(P/E)	245.44	(37.30)	35.75	27.53	20.48
市净率(P/B)	3.23	3.55	3.26	2.95	2.60
市销率(P/S)	1.69	2.15	1.71	1.40	1.17
EV/EBITDA	22.43	13.79	13.65	8.02	8.14

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	33.85元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	741.77
流通A股股本(百万股)	741.77
A股总市值(百万元)	25,108.81
流通A股市值(百万元)	25,108.81
每股净资产(元)	9.54
资产负债率(%)	65.02
一年内最高/最低(元)	35.87/18.86

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
朱琳	联系人
zhulinb@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《顺鑫农业-公司点评:22年预计亏损5.2-6.8亿，地产及养殖业务拟大幅计提减值拖累业绩，白酒经营稳中向好》2023-02-02
- 《顺鑫农业-公司点评:主销产品提价有望增厚公司利润，股东大会职权补充审议员工持股计划，管理层利益若趋于一致未来可期》2022-11-14
- 《顺鑫农业-季报点评:22Q3 营收26亿同增7%，金标陈酿强势推出有望迎来全新增长点》2022-11-04

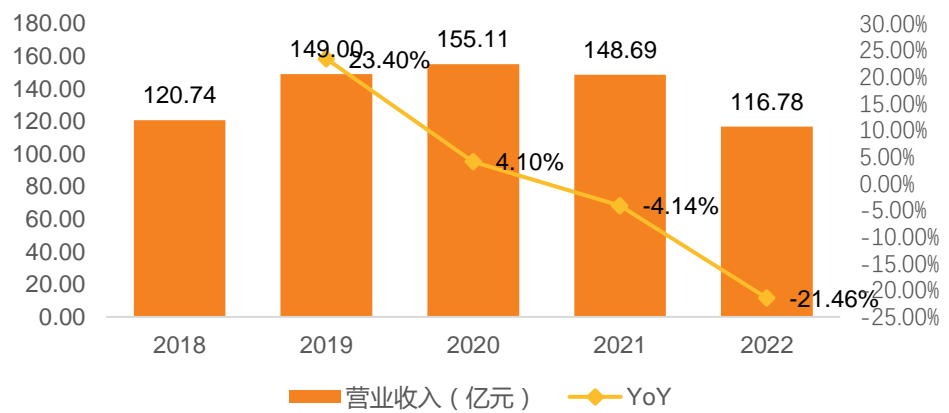
## 1. 事件

公司发布 2022 年年报。公司实现营收 116.8 亿元，同减 21.5%，实现归母净利润-6.7 亿元，同减 758.1%；其中 2022Q4 公司实现营收 25.7 亿元，同减 21.1%，实现归母净利润-7.0 亿元，同减 160.0%。

## 2. 点评

收入端：公司 2022 年全年实现营收 116.8 亿元，同减 21.5%，受疫情反复的影响，公司白酒消费场景减少，销量下降，白酒业务收入有所下滑，猪肉业务受行业和市场影响收入也有所下降。分行业看，白酒、屠宰、其他分别实现营收 81.1/25.6/10.1 亿元，分别同比-20.7/-22.8/-23.9%。分产品看，高档酒、中档酒、低档酒分别实现营收 6.7/13.6/60.8 亿元，分别同比-36.2/+4.0/-22.7%，其中 42 度陈酿销售量 301531.7 千升，同比-23.7%，42.3 度陈酿（金标）11233.7 千升，同比+1479.7%，产销率达 96.6%，金标销售表现亮眼。

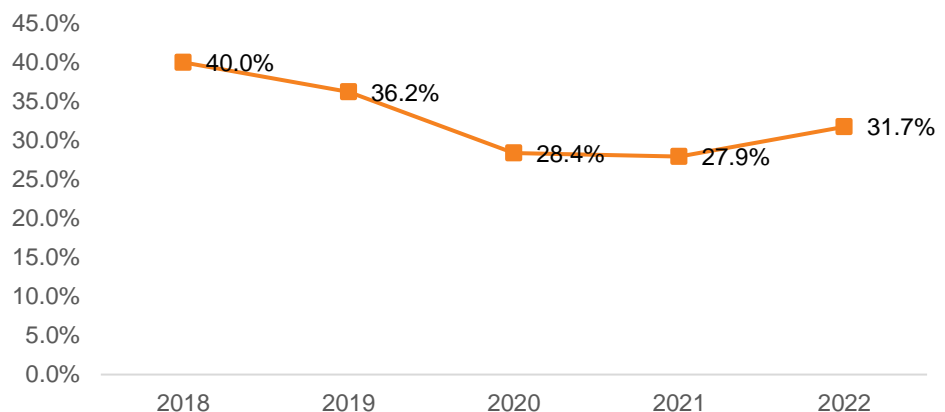
图 1：2018 年-2022 年营业收入



资料来源：wind、天风证券研究所

毛利率端：白酒行业毛利率提升明显。公司 2022 年毛利率为 31.7%，同增 3.8pct。分行业看，白酒、屠宰行业毛利率分别为 44.2/3.3%，分别同比+6.5/-0.04pct。分产品看，高档酒、中档酒、低档酒毛利率分别为 81.8/51.4/38.3%，分别同比+10.2/+10.9/+5.7pct。

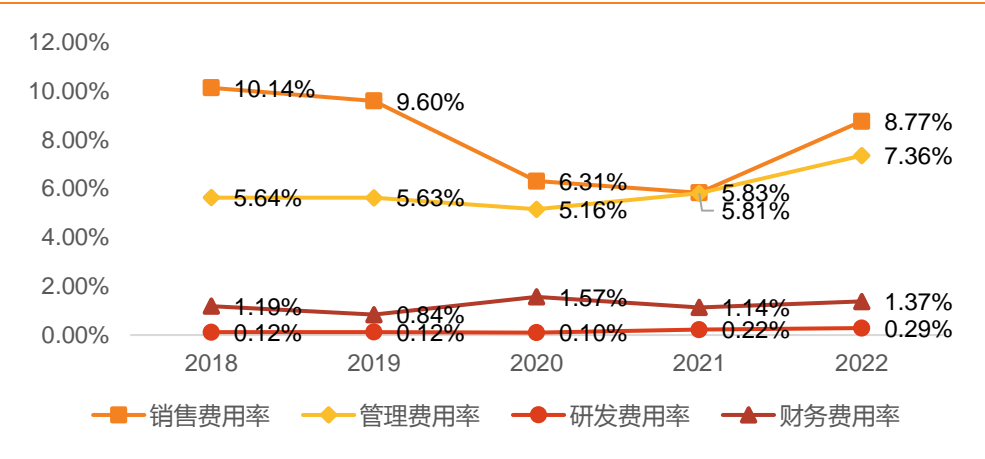
图 2：2018 年-2022 年毛利率



资料来源：wind、天风证券研究所

费用端：公司 2022 年期间费用率为 17.8%，同增 4.8pct。其中①销售费用率为 8.8%，同增 2.9pct，主要系公司增加新产品投放力度，新品促销活动主要向重点市场倾斜，根据产品结构调整及市场需要销售服务等增加所致；②管理费用率为 7.4%，同增 1.6pct；③研发费用率为 0.29%，同增 0.1pct；④财务费用率为 1.4%，同增 0.2pct。

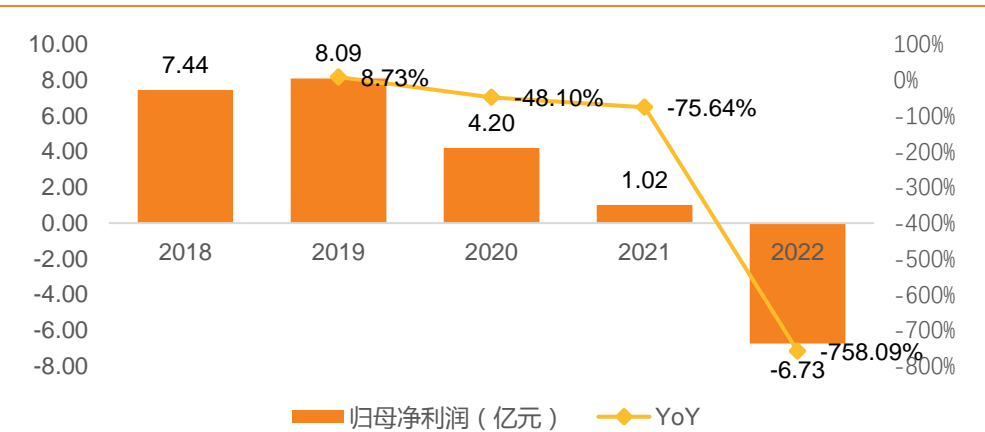
图 3：2018 年-2022 年期间费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

利润端：公司 2022 年实现归母净利润-6.7 亿元，同减 758.1%；归母净利率为-5.8%，同减 6.5pct。分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 1.04/-0.64/-0.12/-7.0 亿元，分别同比变化-72.1/-162.7/+88.1/-160.0%。受疫情反复及区域房地产竞争加大、价格下挫，同时受猪肉波动较大的影响，出于谨慎性原则，公司大幅计提了资产减值准备，对利润产生了重大影响。

图 4：2018 年-2022 年归母净利润



资料来源：wind、天风证券研究所

### 3. 经营情况

顺应新国标政策及消费升级变化，金标陈酿有望带动公司实现量价齐升。伴随消费者品质意识的觉醒，光瓶酒基准正被逐步抬高，高品质的纯粮酒或将迎来更广阔的增量空间。在白酒新国标落地之际，牛栏山酒厂推出纯粮固态发酵的“金标陈酿”，建议零售价 38 元/瓶，进入当前光瓶酒核心价格区间。2022 年金标单品 200 万箱销售目标已完成。根据公司计划，牛栏山金标陈酿 2023 年突破 500 万箱、2024 年实现销售 1000 万箱、2025 年力争完成 1500 万箱。22 年报表中档酒营收同增 4%，金标销售已于报表端体现，未来可期。

### 4. 投资建议

公司的经典大单品白牛二是行业中低线光瓶酒的畅销单品，随着白酒新国标政策的落地，公司也在积极打造“金标陈酿”等新品，布局高线纯粮光瓶酒，为公司带来全新增长点。前次报告我们预计公司 23-24 年归母净利润分别为 7.1/11.0 亿元，考虑到地产业务剥离进度以及 22 年计提的大量减值，本次下调盈利预测，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 7.0/9.1/12.3 亿元，对应 36/28/20xPE 估值，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,639.31	8,566.54	6,111.47	10,892.28	7,185.90
应收票据及应收账款	436.85	167.57	689.52	313.95	876.10
预付账款	124.39	65.64	244.58	100.16	295.33
存货	5,509.32	5,759.78	6,943.46	8,238.40	10,386.14
其他	506.22	624.71	537.33	575.26	585.20
<b>流动资产合计</b>	<b>14,216.09</b>	<b>15,184.24</b>	<b>14,526.35</b>	<b>20,120.06</b>	<b>19,328.68</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,825.98	3,093.95	2,819.94	2,545.93	2,271.92
在建工程	378.82	108.38	108.38	108.38	108.38
无形资产	702.26	682.01	661.86	641.70	621.55
其他	1,269.36	1,186.93	1,229.33	1,177.48	1,179.58
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,176.41</b>	<b>5,071.27</b>	<b>4,819.50</b>	<b>4,473.49</b>	<b>4,181.43</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,392.50</b>	<b>20,255.51</b>	<b>19,345.86</b>	<b>24,593.55</b>	<b>23,510.11</b>
短期借款	2,880.00	2,495.00	1,960.00	2,036.00	2,369.00
应付票据及应付账款	1,232.54	1,637.21	113.88	2,525.86	1,016.05
其他	2,349.32	2,347.70	7,050.60	8,934.74	7,974.77
<b>流动负债合计</b>	<b>6,461.85</b>	<b>6,479.92</b>	<b>9,124.48</b>	<b>13,496.60</b>	<b>11,359.82</b>
长期借款	2,046.22	2,309.80	2,158.00	2,077.00	1,987.00
应付债券	500.00	500.00	333.33	444.44	425.93
其他	21.83	15.78	12.54	16.71	15.01
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,568.05</b>	<b>2,825.58</b>	<b>2,503.87</b>	<b>2,538.16</b>	<b>2,427.93</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,599.72</b>	<b>13,170.42</b>	<b>11,628.34</b>	<b>16,034.76</b>	<b>13,787.75</b>
少数股东权益	23.17	7.25	21.20	41.77	68.76
股本	741.77	741.77	741.77	741.77	741.77
资本公积	2,627.32	2,627.32	2,627.32	2,627.32	2,627.32
留存收益	4,430.52	3,738.75	4,357.23	5,177.94	6,314.51
其他	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,792.78</b>	<b>7,085.09</b>	<b>7,717.51</b>	<b>8,558.79</b>	<b>9,722.36</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,392.50</b>	<b>20,255.51</b>	<b>19,345.86</b>	<b>24,593.55</b>	<b>23,510.11</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	105.27	(689.15)	702.25	912.09	1,226.29
折旧摊销	296.37	312.13	294.16	294.16	294.16
财务费用	263.76	234.63	146.42	119.18	119.95
投资损失	(8.11)	(1.74)	(3.87)	(4.57)	(3.40)
营运资金变动	(1,472.53)	835.27	(2,220.13)	3,322.43	(5,346.72)
其它	466.56	758.41	15.84	22.86	29.12
<b>经营活动现金流</b>	<b>(348.68)</b>	<b>1,449.56</b>	<b>(1,065.32)</b>	<b>4,666.14</b>	<b>(3,680.59)</b>
资本支出	172.71	265.93	3.24	(4.18)	1.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(291.80)	(426.02)	0.63	8.75	1.69
<b>投资活动现金流</b>	<b>(119.09)</b>	<b>(160.09)</b>	<b>3.87</b>	<b>4.57</b>	<b>3.40</b>
债权融资	(499.13)	(316.22)	(1,307.95)	203.76	62.66
股权融资	(18.54)	(0.00)	(85.66)	(93.67)	(91.85)
其他	(201.46)	(105.60)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(719.13)</b>	<b>(421.83)</b>	<b>(1,393.61)</b>	<b>110.09</b>	<b>(29.19)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,186.90)</b>	<b>867.64</b>	<b>(2,455.07)</b>	<b>4,780.81</b>	<b>(3,706.38)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>14,869.38</b>	<b>11,678.34</b>	<b>14,709.76</b>	<b>17,920.72</b>	<b>21,504.86</b>
营业成本	10,719.62	7,972.35	9,531.92	11,558.86	13,763.11
营业税金及附加	1,590.72	1,362.79	1,470.98	1,792.07	2,150.49
销售费用	867.33	1,023.96	1,294.46	1,577.02	1,892.43
管理费用	864.43	859.27	1,059.10	1,164.85	1,397.82
研发费用	32.97	33.49	44.13	48.30	61.38
财务费用	169.10	160.42	146.42	119.18	119.95
资产/信用减值损失	(70.09)	(641.72)	(104.20)	(286.32)	(272.38)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.11	1.74	3.87	4.57	3.40
其他	123.94	1,279.96	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>563.23</b>	<b>(373.93)</b>	<b>1,062.41</b>	<b>1,378.69</b>	<b>1,850.70</b>
营业外收入	0.00	0.35	0.14	0.16	0.22
营业外支出	1.56	3.71	6.53	3.93	4.72
<b>利润总额</b>	<b>561.67</b>	<b>(377.29)</b>	<b>1,056.01</b>	<b>1,374.92</b>	<b>1,846.20</b>
所得税	456.40	311.86	337.92	439.98	590.78
<b>净利润</b>	<b>105.27</b>	<b>(689.15)</b>	<b>718.09</b>	<b>934.95</b>	<b>1,255.41</b>
少数股东损益	2.97	(15.92)	15.84	22.86	29.12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>102.30</b>	<b>(673.23)</b>	<b>702.25</b>	<b>912.09</b>	<b>1,226.29</b>
每股收益(元)	0.14	(0.91)	0.95	1.23	1.65

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-4.14%	-21.46%	25.96%	21.83%	20.00%
营业利润	-21.27%	-166.39%	-384.12%	29.77%	34.24%
归属于母公司净利润	-75.64%	-758.08%	-204.31%	29.88%	34.45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.91%	31.73%	35.20%	35.50%	36.00%
净利率	0.69%	-5.76%	4.77%	5.09%	5.70%
ROE	1.32%	-9.51%	9.12%	10.71%	12.70%
ROIC	2.40%	-6.77%	20.30%	17.17%	56.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.82%	65.02%	60.11%	65.20%	58.65%
净负债率	-9.82%	-26.09%	-7.19%	-58.57%	-11.56%
流动比率	1.57	1.47	1.59	1.49	1.70
速动比率	0.96	0.91	0.83	0.88	0.79
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	34.50	38.64	34.32	35.72	36.14
存货周转率	2.32	2.07	2.32	2.36	2.31
总资产周转率	0.72	0.59	0.74	0.82	0.89
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.14	-0.91	0.95	1.23	1.65
每股经营现金流	-0.47	1.95	-1.44	6.29	-4.96
每股净资产	10.47	9.54	10.38	11.48	13.01
<b>估值比率</b>					
市盈率	245.44	-37.30	35.75	27.53	20.48
市净率	3.23	3.55	3.26	2.95	2.60
EV/EBITDA	22.43	13.79	13.65	8.02	8.14
EV/EBIT	29.04	17.33	16.48	9.16	9.10

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com