


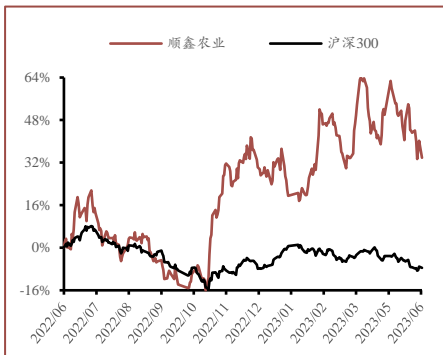
## 地产业务剥离推进，结构提升推动利润率改善

 证券研究报告

### 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-06-05
收盘价(元)	30.91
流通股本(亿股)	7.42
每股净资产(元)	9.98
总股本(亿股)	7.42

#### 最近12月市场表现


**分析师** 孙瑜

 SAC证书编号: S0160523010003  
sunyu02@ctsec.com

#### 相关报告

### 核心观点

- ❖ **事件:** 22年5月,公司拟将全资子公司顺鑫佳宇房地产开发公司100%股权在北京产品交易所公开挂牌转让,同时将49.74亿元的债权转为对顺鑫佳宇增资,计入资本公积(不增加注册资本)。
- ❖ **地产业务剥离推进,聚焦主业长远发展。**顺鑫佳宇作为公司地产业务主要主体,本次增资后,顺鑫佳宇在公司报表账目体现将由其他应收款项调整至长期股权投资。截至23年4月30日顺鑫佳宇期末资产45.4亿元,负债60.7亿元,净资产-15.3亿元;23年1-4月公司实现净利润3.7亿元,剔除母公司资产处置收益5.1亿元后,净亏损约1.3亿元。截至22年,公司房地产开发项目存货账面余额40.0亿元,占顺鑫股份存货账面余额的59.42%。22年公司土地储备59.5万平方米,在售项目4个,同时牛栏山下坡屯项目开发仍未完工。公司23年4月投入20.0亿元收购顺鑫佳宇2栋商务楼宇资产,推动改善顺鑫佳宇资产负债结构。本次对顺鑫佳宇以债转股的方式进行增资,一方面有利于减少地产业务对公司净利润的影响,另一方面有助于推进顺鑫佳宇在公开挂牌转让,剥离地产业务,符合公司聚焦主业战略,有助于公司长远发展。
- ❖ **白酒业务修复性增长。**23Q1公司实现营收40.9亿,同比增长4.6%,23Q1末合同负债18.4亿,同比增加5.0亿元,我们预计白酒业务呈修复性增长,随着消费场景持续修复白酒业务将逐步改善。公司核心产品聚焦,22年金标陈酿销量达到1.1万吨(200万箱目标基本完成),产品结构明显升级。预计随着消费场景修复,金标陈酿铺货有望加速。23Q1公司归母净利润3.3亿,同比增长214.4%,实现扣非归母净利润3.3亿元,同比增长213.7%,公司利润端增速超预期。23Q1公司净利率显著提升,上升5.4pcts至8.0%。受益于白酒产品结构提升及提价传导推动公司毛利率同比上升4.9pct至37.7%。费用率同比平稳下行,销售费率/管理费率同比下行0.2pct/0.5pct至8.4%/6.0%,税率下滑1.0pct至9.8%。
- ❖ **结构升级伴随消费复苏,业绩改善可期。**伴随消费场景复苏,公司基本产品白牛二销售有望在基地市场北京及省外市场逐步回暖。同时公司持续聚焦以“陈酿”“金标”为核心光瓶酒“双轮驱动”战略,2023年预期销售500万箱、2025年力争完成1500万箱目标。随着金标陈酿白酒推广铺市,公司产品结构有望持续升级,带动公司业绩在低基数下有望实现较快增长,支撑公司未来业绩增长。同时国企改革背景下有地产业务有望加速剥离,聚焦白酒业务有望推动公司盈利能力持续提升。
- ❖ **投资建议:**随着消费场景修复,白牛二销售回暖叠加新品金标陈酿优化白酒产品,公司业绩持续改善值得关注。预计公司2023-2025年实现营业收入137.9/158.8/179.5亿元,归母净利润6.1/8.7/11.6亿元,对应PE为41.9/29.6/22.1倍,首次覆盖,予以“增持”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济修复不及预期风险；新品推广不及预期风险；食品安全风险；消费场景修复不及预期风险。

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	14869	11678	13788	15876	17954
收入增长率(%)	-4.14	-21.46	18.06	15.15	13.09
归母净利润(百万元)	102	-673	613	867	1159
净利润增长率(%)	-75.64	-758.08	191.07	41.34	33.79
EPS(元/股)	0.14	-0.91	0.83	1.17	1.56
PE	276.87	—	41.87	29.63	22.14
ROE(%)	1.32	-9.51	7.97	10.16	12.00
PB	3.65	3.13	3.34	3.01	2.66

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>14869.38</b>	<b>11678.34</b>	<b>13787.68</b>	<b>15876.32</b>	<b>17954.24</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	10719.62	7972.35	8994.43	10163.21	11344.41	营业收入增长率	-4.1%	-21.5%	18.1%	15.1%	13.1%
营业税费	1590.72	1362.79	1447.07	1739.14	1982.09	营业利润增长率	-21.3%	-166.4%	359.6%	34.9%	29.8%
销售费用	867.33	1023.96	1043.81	1173.35	1312.41	净利润增长率	-75.6%	-758.1%	191.1%	41.3%	33.8%
管理费用	864.43	859.27	883.80	1004.51	1130.82	EBITDA 增长率	-13.9%	-87.9%	1,238.8%	21.7%	18.6%
研发费用	32.97	33.49	27.94	37.63	43.48	EBIT 增长率	-24.3%	-128.7%	768.0%	26.3%	21.7%
财务费用	169.10	160.42	137.65	166.68	158.83	NOPLAT 增长率	-76.7%	-379.6%	-337.7%	32.1%	25.3%
资产减值损失	-70.48	-639.83	-285.59	-285.59	-285.59	投资资本增长率	-1.9%	-5.9%	5.9%	10.8%	10.0%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	0.3%	-9.1%	8.8%	11.2%	13.5%
投资和汇兑收益	8.11	1.74	3.71	5.10	4.43	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>563.23</b>	<b>-373.93</b>	<b>970.90</b>	<b>1310.06</b>	<b>1700.13</b>	毛利率	27.9%	31.7%	34.8%	36.0%	36.8%
加:营业外净收支	-1.56	-3.36	-6.39	-3.77	-4.51	营业利润率	3.8%	-3.2%	7.0%	8.3%	9.5%
<b>利润总额</b>	<b>561.67</b>	<b>-377.29</b>	<b>964.50</b>	<b>1306.29</b>	<b>1695.62</b>	净利润率	0.7%	-5.9%	4.5%	5.6%	6.6%
减:所得税	456.40	311.86	337.58	418.01	508.69	EBITDA/营业收入	7.0%	1.1%	12.3%	13.0%	13.6%
<b>净利润</b>	<b>102.30</b>	<b>-673.23</b>	<b>613.10</b>	<b>866.56</b>	<b>1159.40</b>	EBIT/营业收入	4.9%	-1.8%	10.1%	11.1%	11.9%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	7639.31	8566.54	7162.85	9447.89	10727.23	固定资产周转天数	69	97	76	60	48
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>10</b>	<b>-39</b>	<b>41</b>	<b>21</b>	<b>33</b>
应收账款	28.65	21.57	52.60	22.23	62.37	流动资产周转天数	349	475	417	415	442
应收票据	408.20	146.00	581.30	229.08	676.10	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
预付帐款	124.39	65.64	121.63	113.02	124.32	存货周转天数	215	254	262	270	278
存货	5509.32	5759.78	7049.88	7619.74	9331.58	总资产周转天数	497	611	533	489	486
其他流动资产	486.86	594.45	647.95	647.95	647.95	投资资本周转天数	361	432	388	373	363
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	1.3%	-9.5%	8.0%	10.2%	12.0%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.5%	-3.3%	3.0%	3.8%	4.5%
投资性房地产	944.60	912.73	912.73	912.73	912.73	ROIC	0.9%	-2.8%	6.2%	7.4%	8.4%
固定资产	2825.98	3093.95	2873.00	2624.72	2362.78	费用率					
在建工程	378.82	108.38	54.19	27.09	13.55	销售费用率	5.8%	8.8%	7.6%	7.4%	7.3%
无形资产	702.26	682.01	665.72	646.73	628.22	管理费用率	5.8%	7.4%	6.4%	6.3%	6.3%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用率	1.1%	1.4%	1.0%	1.0%	0.9%
<b>资产总额</b>	<b>19392.50</b>	<b>20255.51</b>	<b>20567.26</b>	<b>22565.69</b>	<b>25953.46</b>	三费/营业收入	12.8%	17.5%	15.0%	14.8%	14.5%
短期债务	2880.00	2495.00	2995.00	3495.00	3995.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1232.54	1637.21	1360.93	1466.97	2206.90	资产负债率	59.8%	65.0%	62.5%	62.0%	62.5%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	148.9%	185.9%	166.7%	163.1%	166.6%
其他流动负债	296.68	450.58	450.58	450.58	450.58	流动比率	1.57	1.47	1.57	1.62	1.62
长期借款	2046.22	2309.80	2309.80	2309.80	2309.80	速动比率	0.90	0.85	0.79	0.87	0.87
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	2.77	-0.90	6.24	7.39	8.46
<b>负债总额</b>	<b>11599.72</b>	<b>13170.42</b>	<b>12855.25</b>	<b>13989.93</b>	<b>16218.97</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	23.17	7.25	21.08	42.79	70.33	DPS(元)	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	741.77	741.77	741.77	741.77	741.77	分红比率					
留存收益	4430.52	3738.75	4351.84	5193.88	6325.08	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>7792.78</b>	<b>7085.09</b>	<b>7712.01</b>	<b>8575.76</b>	<b>9734.49</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.14	-0.91	0.83	1.17	1.56
净利润	102.30	-673.23	613.10	866.56	1159.40	BVPS(元)	10.47	9.54	10.37	11.50	13.03
加:折旧和摊销	319.44	334.92	295.53	295.79	295.91	PE(X)	276.9	—	41.9	29.6	22.1
资产减值准备	70.09	641.72	287.49	287.49	287.49	PB(X)	3.6	3.1	3.3	3.0	2.7
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	263.76	234.63	223.31	238.31	253.31	P/S	1.9	1.9	1.9	1.6	1.4
投资收益	-8.11	-1.74	-3.71	-5.10	-4.43	EV/EBITDA	26.3	160.7	15.1	11.6	9.4
少数股东损益	2.97	-15.92	13.83	21.71	27.53	CAGR(%)					
营运资金的变动	-1214.78	918.94	-2752.27	101.92	-910.20	PEG	—	—	0.2	0.7	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-348.68</b>	<b>1449.56</b>	<b>-1359.80</b>	<b>1836.87</b>	<b>1110.44</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-119.09</b>	<b>-160.09</b>	<b>-12.51</b>	<b>-5.82</b>	<b>-7.71</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-719.13</b>	<b>-421.83</b>	<b>-31.37</b>	<b>453.99</b>	<b>176.61</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。