



买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：34.53

证券分析师

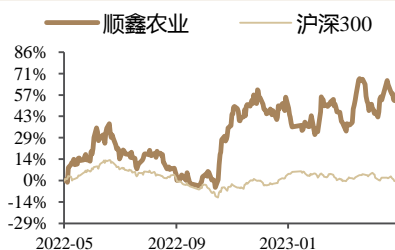
熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.26	5.34	15.33
相对涨幅(%)	4.49	7.11	20.30

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《顺鑫农业(000860.SZ)：净利润大超预期，业绩右侧拐点继续验证》，2023.5.3
- 《顺鑫农业(000860.SZ)：业绩拐点已现，建议重点布局》，2023.3.26
- 《顺鑫农业(000860.SZ)首次覆盖：白牛二基本盘稳固，金标有望成为第二增长曲线》，2023.2.6

股票数据

总股本(百万股)：	741.77
流通A股(百万股)：	741.77
52周内股价区间(元)：	21.48-37.85
总市值(百万元)：	25,613.21
总资产(百万元)：	17,975.69
每股净资产(元)：	9.98

资料来源：公司公告

顺鑫农业(000860.SZ)：顺鑫佳宇债转股落地，地产剥离进一步推进

投资要点

- 事件：**5月11日，公司公告，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，公司将对顺鑫佳宇49.74亿元的债权转为对顺鑫佳宇增资，增资全部计入资本公积，不增加注册资本。
- 债转股后顺鑫佳宇资产负债率降低，合并报表层面对利润表基本无影响。**公司房地产收入基本是由子公司顺鑫佳宇贡献，房地产业务营收与子公司顺鑫佳宇营收基本一致。由于顺鑫佳宇信用不如母公司，预计借款多来自于母公司层面，近几年子母公司报表财务费用基本一致也可以印证。顺鑫佳宇向母公司的借款体现在其他应收款项目上，22年仍占用母公司约70亿元资金。顺鑫佳宇2022年营收6.37亿元，净利-7.76亿元。2023年1-4月营收11.26亿元，净利3.73亿元，期末资产45.4亿元，流动负债60.7亿元。净利3.73亿元系本次债转股带来的资产处置收益5.07亿元带动，还原后1-4月地产公司亏损1.34亿元。此次债转股，顺鑫佳宇报表层面，对顺鑫农业的其他应付款转为资本公积，资产负债率降低。合并报表层面，顺鑫农业其他应收款转为长期股权投资，顺鑫佳宇仍为全资子公司，资产科目内部转化预计对利润表基本无影响。
- 债转股挂牌转让后房地产业务剥离进一步推进，业绩确定性增强。**顺鑫农业每年的财务费用约2-3亿元，剥离房地产业务后，顺鑫农业的利息费用有望减少，母公司净利率有望进一步提高。公司前期投入20亿元买回顺鑫佳宇商务办公楼，优化顺鑫佳宇资产负债表，本次对顺鑫佳宇以债转股的方式进行增资，有利于推进顺鑫佳宇在北京产权交易所公开挂牌转让，加快地产业务剥离，符合公司聚焦主业战略和长远发展利益，减少地产业务对报表净利造成的波动，业绩确定性增强。
- 投资建议：**22年是调整年，23年重点关注老品恢复+结构改善+金标大单品放量，酒厂经营、公司管理班子稳定，经营方向明确、战略定力强，继续强烈推荐。预计23-25年公司营业收入为141.16/170.15/197.78亿元，同比增速为20.87%/20.53%/16.24%，归母净利润为6.76/8.72/10.96亿元，同比增速为200.38%/28.99%/25.68%，现价对应23-25年PE为37.90x/29.38x/23.38x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**疫情反复风险，新品推广不及预期风险，白牛二销售不及预期风险

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,869	11,678	14,116	17,015	19,778
(+/-)YOY(%)	-4.1%	-21.5%	20.9%	20.5%	16.2%
净利润(百万元)	102	-673	676	872	1,096
(+/-)YOY(%)	-75.6%	-758.1%	200.4%	29.0%	25.7%
全面摊薄EPS(元)	0.14	-0.91	0.91	1.18	1.48
毛利率(%)	27.9%	31.7%	33.0%	34.0%	34.2%
净资产收益率(%)	1.3%	-9.5%	8.8%	10.4%	11.8%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.91	0.91	1.18	1.48
每股净资产	9.54	10.33	11.30	12.51
每股经营现金流	1.95	-0.37	0.43	2.74
每股股利	0.03	0.12	0.20	0.27
价值评估(倍)				
P/E	—	37.90	29.38	23.38
P/B	3.13	3.34	3.05	2.76
P/S	2.19	1.81	1.51	1.30
EV/EBITDA	160.74	15.32	13.18	10.56
股息率%	0.1%	0.4%	0.6%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.7%	33.0%	34.0%	34.2%
净利润率	-5.8%	4.8%	5.1%	5.5%
净资产收益率	-9.5%	8.8%	10.4%	11.8%
资产回报率	-3.3%	3.2%	4.2%	5.1%
投资回报率	-2.8%	6.0%	7.5%	8.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-21.5%	20.9%	20.5%	16.2%
EBIT 增长率	-128.7%	743.9%	20.5%	20.1%
净利润增长率	-758.1%	200.4%	29.0%	25.7%
偿债能力指标				
资产负债率	65.0%	63.8%	58.6%	56.1%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.9	1.0	0.9	1.0
现金比率	0.8	0.9	0.8	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.7	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	263.7	250.0	240.0	220.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	3.8	4.9	6.2	7.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-673	676	872	1,096
少数股东损益	-16	43	56	70
非现金支出	977	184	337	339
非经营收益	243	355	351	353
营运资金变动	919	-1,534	-1,297	174
经营活动现金流	1,450	-276	319	2,031
资产	-144	-80	-98	-47
投资	-17	32	32	32
其他	2	5	5	4
投资活动现金流	-160	-43	-61	-12
债权募资	-145	1,187	-1,200	-700
股权募资	0	0	0	0
其他	-277	-450	-500	-550
融资活动现金流	-422	737	-1,700	-1,250
现金净流量	868	418	-1,443	770

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 12 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,678	14,116	17,015	19,778
营业成本	7,972	9,460	11,237	13,010
毛利率%	31.7%	33.0%	34.0%	34.2%
营业税金及附加	1,363	1,452	1,753	2,037
营业税金率%	11.7%	10.3%	10.3%	10.3%
营业费用	1,024	988	1,191	1,385
营业费用率%	8.8%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	859	874	1,048	1,214
管理费用率%	7.4%	6.2%	6.2%	6.1%
研发费用	33	28	34	40
研发费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	-209	1,344	1,619	1,945
财务费用	160	360	350	350
财务费用率%	1.4%	2.6%	2.1%	1.8%
资产减值损失	-640	75	-75	-75
投资收益	2	5	5	4
营业利润	-374	1,034	1,332	1,672
营业外收支	-3	-6	-6	-6
利润总额	-377	1,027	1,325	1,665
EBITDA	126	1,603	1,881	2,210
所得税	312	308	398	500
有效所得税率%	-82.7%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东损益	-16	43	56	70
归属母公司所有者净利润	-673	676	872	1,096

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,567	8,984	7,541	8,311
应收账款及应收票据	168	232	280	325
存货	5,760	6,554	7,314	7,767
其它流动资产	690	699	720	740
流动资产合计	15,184	16,470	15,854	17,143
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,094	2,906	2,742	2,528
在建工程	108	130	143	153
无形资产	682	662	642	622
非流动资产合计	5,071	4,861	4,659	4,404
资产总计	20,256	21,331	20,514	21,547
短期借款	2,495	2,795	2,295	2,095
应付票据及应付账款	1,637	1,425	308	356
预收账款	50	0	0	0
其它流动负债	6,162	5,770	6,493	7,212
流动负债合计	10,345	9,991	9,096	9,663
长期借款	2,310	2,610	2,410	1,910
其它长期负债	516	1,016	516	516
非流动负债合计	2,826	3,626	2,926	2,426
负债总计	13,170	13,616	12,022	12,089
实收资本	742	742	742	742
普通股股东权益	7,078	7,664	8,385	9,281
少数股东权益	7	51	106	177
负债和所有者权益合计	20,256	21,331	20,514	21,547

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。