

顺鑫农业(000860)

报告日期: 2023年05月02日

Q1 利润端表现亮眼，金标铺货顺利

——顺鑫农业点评报告

投资要点

- **公司发布业绩公告：2023Q1 公司收入/归母净利润分别为 40.88/3.28 亿元 (+4.63%/+214.40%)。**
- **23Q1 白酒业务收入实现正向贡献，房地产影响缩窄**
 - ① **收入端：**23Q1 公司收入为 40.88 亿元，同比+4.63%，主因：1) 在猪价呈下行趋势背景下，猪肉业务收入有所下降；2) 白酒业务处恢复阶段，实现正增长；3) 地产业务收入降幅缩窄。
 - ② **利润端：**23Q1 公司净利润为 3.28 亿元，同比+214.40%，主因白酒结构升级持续（白牛二基本盘动销恢复加速+金标铺货顺利+主销高档品的北京区域消费加速修复）+22 年末合同负债表现优异：①陈酿：作为基础产品，消费逐步恢复下预计实现稳健增长，预计实现 10-15%增速；②金标：作为纯增量的高毛利金标产品 23Q1 铺货顺利（22H2 开始铺货），并细化市场加大费用投放重点推广，未来定位为老陈酿升级替代产品，随着销量增长，毛利将有更好表现。
 - ③ **毛利率端：**受益于收入占比较高的白酒业务产品结构提升，23Q1 公司毛利率较去年同期提升 4.87 个百分点至 37.72%。
- **盈利端表现向上，合同负债稳定向好**

2023Q1 公司净利率同比+5.36 个百分点至 7.97%，主因结构升级+费用率下行：23Q1 销售费用率/管理费用率（含研发费用）分别同比变动-0.22/-0.54 个百分点至 8.41%/6.03%；23Q1 经营性现金流为-15.81 亿元；合同负债同比/环比分别变动+5.01/-20.29 亿元至 18.36 亿元。
- **后续白酒板块超预期点：疫后恢复速度或超预期，新品表现或超预期**

短期看，1 月白牛二基本盘动销恢复加速+金标铺货顺利+主销高档品的北京区域消费加速修复+22Q4 合同负债表现优异，预计 23Q1/23 年利润端均有弹性表现。全年看，公司或有几大超预期点：

 - **超预期点一：疫后开工下，“白牛二”等产品恢复速度或超预期。市场认为：**虽顺鑫农业主要产品均处大众价位，但疫情反复对核心省内外市场销售亦造成明显扰动，同时“新国标”的出台亦使 22H1 渠道回款积极性减弱（由于新国标实际上对牛栏山终端动销影响极小，因此 22Q3 渠道恢复回款积极性），后续需求修复或仍需时日；**我们认为：**①省内来看：由于 21-22 年北京受疫情影响极大，特别影响了中高价位产品销售（22H1 高价位产品收下降显著），导致顺鑫农业白酒板块结构&净利率基数低。考虑北京地区为基地市场&消费结构优，北京消费的加速修复或推升省内动销实现修复性发展，同时推升高价位产品表现，因此利润端存在巨大弹性；②省外来看：虽然公司目前在大多数省份规模过亿，但是不同市场发展不平衡，即使是成熟市场也有深挖空间，由于“白牛二”主销群体为务工人员，在务工人员加速复工背景下，疫后复苏对“白牛二”或有明显推动作用。
 - **超预期点二：作为光瓶酒“双轮驱动”重要支点的金标，表现或超预期。**2022 年 5 月，牛栏山正式上市金标陈酿白酒（单瓶售价在 30-40 元），是牛栏山应对白酒新国标与白酒市场消费升级而推出的新品。公司预计将用 4 年时间，将金标陈酿打造成为“中国白酒 30 至 40 元价格带纯粮光瓶酒第一大单品”，为此，酒厂制定了四年的销量规划和“三位一体两原则”的营销打法：2022 年底确保完成销售 200 万箱，23-25 年公司目标完成>500/1000/1500W。**市场认为：**此前公司曾推出过珍品陈酿以发力高价位，但效果略不及预期，金标是否能成为第二增长曲线为未知数。**我们认为：**①2022 年销售情况看：卡位 30-40 元价位带的金标在百城大战（铺货率 40-50%）+加大推广费用+单独考核下，22 年公司完成 200 万箱目标任务，山东/江苏等区域金标铺市率较高，动销表现向好；②当前情况看：考

投资评级：买入(维持)

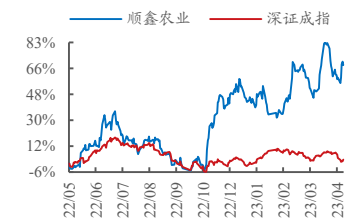
分析师：杨骥
 执业证书号：S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师：张潇倩
 执业证书号：S1230520090001
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 34.61
总市值(百万元)	25,672.56
总股本(百万股)	741.77

股票走势图



相关报告

- 1 《22 年白酒业务趋势向好，23 年利润端弹性可期》2023.03.26
- 2 《两大超预期，有望迎腾飞》2023.02.21
- 3 《【浙商食品饮料】顺鑫农业 21H1 业绩点评报告：白酒板块收入表现稳健，地产加速去化（20210826）》2021.08.27

虑到 22 年公司用半年时间+在疫情影响下完成超 200 万箱任务，且其定位价格带与玻汾差异化竞争（玻汾近年小步快跑式提价，目前产品售价接近 60 元，造成 30-40 元价位出现空档，市场竞争格局优化），预计金标产品有望实现高增，后续成长性强。

□ 盈利预测及估值

我们认为在高毛利新品金标表现或超预期+“白牛二”等产品恢复速度或超预期+房地产板块业绩负贡献缩窄等背景下，预计 2023~2025 年公司收入增速分别为 17.7%、16.6%、12.6%；归母净利润增速分别为 213.0%、39.1%、34.2%；EPS 分别为 1.0、1.4、1.9 元，对应 23 年 PE34X，维持买入评级。

催化剂：金标新品动销表现超预期；白牛二恢复超预期；全国加速扩张超预期；房地产业务剥离速度超预期。

风险提示：1、疫情或影响白酒整体动销恢复；2、金标发展不及预期；3、白牛二恢复不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11678.3	13739.4	16016.5	18032.5
(+/-) (%)	-21.46%	17.65%	16.57%	12.59%
归母净利润	-673.2	760.5	1058.1	1419.8
(+/-) (%)	-758.08%	212.97%	39.12%	34.19%
每股收益(元)	-0.91	1.03	1.43	1.91
P/E	-38.13	33.76	24.26	18.08

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)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	15184	15152	16078	17841
现金	8567	8334	8180	8360
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	168	523	845	1214
其它应收款	30	23	30	37
预付账款	66	121	114	126
存货	5760	5631	6376	7556
其他	594	520	534	549
非流动资产	5071	4635	4602	4422
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3094	2950	2830	2759
无形资产	682	645	606	567
在建工程	108	87	69	55
其他	1187	953	1097	1041
资产总计	20256	19787	20680	22263
流动负债	10345	9148	8931	8982
短期借款	2495	2129	1694	1141
应付款项	1637	1029	1487	1782
预收账款	50	50	59	70
其他	6162	5940	5689	5989
非流动负债	2826	2807	2850	2943
长期借款	2310	2461	2388	2503
其他	516	346	461	441
负债合计	13170	11955	11780	11925
少数股东权益	7	24	51	85
归属母公司股东权益	7078	7807	8849	10253
负债和股东权益	20256	19787	20680	22263

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1450	486	527	985
折旧摊销	(689)	778	1085	1454
折旧摊销	312	238	246	252
财务费用	160	242	226	202
投资损失	(2)	(4)	(5)	(3)
营运资金变动	1942	(654)	(48)	608
其它	(274)	(114)	(978)	(1528)
投资活动现金流	(160)	244	(259)	(87)
资本支出	0	(35)	(57)	(121)
长期投资	32	281	(198)	38
其他	(192)	(2)	(4)	(5)
筹资活动现金流	(422)	(962)	(422)	(717)
短期借款	(385)	(366)	(435)	(553)
长期借款	264	151	(73)	114
其他	(300)	(748)	85	(278)
现金净增加额	868	(232)	(154)	180

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11678	13739	16016	18032
营业成本	7972	8926	10244	11473
营业税金及附加	1363	1469	1765	2007
营业费用	1024	1237	1457	1767
管理费用	859	749	873	983
研发费用	33	28	38	44
财务费用	160	242	226	202
资产减值损失	(640)	(197)	(287)	(365)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	4	5	3
其他经营收益	0	2	1	1
营业利润	(374)	896	1130	1195
营业外收支	(3)	(6)	(4)	(5)
利润总额	(377)	890	1127	1190
所得税	312	112	42	(263)
净利润	(689)	778	1085	1454
少数股东损益	(16)	17	27	34
归属母公司净利润	(673)	761	1058	1420
EBITDA	70	1365	1595	1640
EPS (最新摊薄)	(0.91)	1.03	1.43	1.91

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-21.46%	17.65%	16.57%	12.59%
营业利润	-166.39%	339.66%	26.14%	5.70%
归属母公司净利润	-758.08%	212.97%	39.12%	34.19%
获利能力				
毛利率	31.73%	35.03%	36.04%	36.38%
净利率	-5.90%	5.66%	6.77%	8.06%
ROE	-9.05%	10.20%	12.65%	14.76%
ROIC	-3.33%	7.29%	9.09%	11.15%
偿债能力				
资产负债率	65.02%	60.42%	56.96%	53.57%
净负债比率	47.21%	47.64%	45.88%	41.29%
流动比率	1.47	1.66	1.80	1.99
速动比率	0.91	1.04	1.09	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.69	0.79	0.84
应收账款周转率	465.14	523.25	507.49	523.55
应付账款周转率	5.56	6.70	8.14	7.02
每股指标(元)				
每股收益	-0.91	1.03	1.43	1.91
每股经营现金	1.95	0.66	0.71	1.33
每股净资产	9.54	10.53	11.93	13.82
估值比率				
P/E	-38.13	33.76	24.26	18.08
P/B	3.63	3.29	2.90	2.50
EV/EBITDA	284.04	16.90	14.40	13.62

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>