

23Q1 收入提速，预计后期利润轻装上阵

金种子酒(600199)

评级:	买入	股票代码:	600199
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	31.48/19.65
目标价格:		总市值(亿)	161.75
最新收盘价:	24.59	自由流通市值(亿)	161.75
		自由流通股数(百万)	657.80

事件概述

公司发布 2022 年年报及 23 年一季报，2022 年实现营业总收入 11.86 亿元，同比-2.1%；归母净利润-1.87 亿元，同比-12.5%。23Q1 实现营业总收入 4.32 亿元，同比+25.48%；归母净利润-0.41 亿元，同比-228.1%；合同负债 1.70 亿元，环比+0.60 亿元，同比+1.00 亿元，同比+140.6%。一季度收入利润基本符合市场预期。

分析判断:

收入近两年单 Q1 最快，加速省内和全国渠道布局

分业务来看，22 年白酒和药品业务分别实现收入 6.85/4.83 亿元，同比-7.2%/+5.3%；23Q1 白酒和药品业务分别实现收入 2.78/1.54 亿元，同比+24.9%/+26.6%。23Q1 收入增速为近两年单季度收入最快增速。分产品来看，22 年中高档酒/普通酒分别实现收入 3.00/3.85 亿元，同比-12.5%/-2.7%；中高档酒量价分别贡献+4.1%/-16.0%，普通白酒量价分别贡献+17.7%/-17.3%；23Q1 高端/中端/低端分别实现收入 0.09/0.26/2.43 亿元，占比分别 3.2%/9.5%/87.3%。分渠道来看，22 年直销（含团购）/批发代理分别实现收入 0.22/11.45 亿元，同比+25.8%/-2.8%；23Q1 直销（含团购）/批发代理分别实现收入 0.06/2.17 亿元，同比+140.8%/+21.7%，省内外经销商分别 250/109 家，分别同比净+35/+27 家。根据年报，23 年公司目标围绕省内市场完成渠道规划与布局，实现 17 万家底盘终端覆盖和馥合香匹配核心终端的覆盖目标，同时环安徽四省地级市渠道有布局，其他省份重点城市有布局及 KA 业务，率先推进全国化布局；并在各大区根据市场情况设计直分销售模式，终端网点拓展实施网格化管理，明确覆盖标准，做实做细终端网点。

23Q1 利润亏损环比降低，全年有望扭亏，预计后期有望实现盈利

22 年毛利率 26.4%，同比-2.35pct，其中白酒/药品毛利率分别 38.8%/7.8%，分别同比-3.2/+0.9pct；23Q1 毛利率 27.2%，同比-7.4pct，环比+8.0pct。我们认为华润 22 年年中进驻后的系列改革和调整已有效果，判断批价倒挂现象和产品结构问题均有所好转。22 年/23Q1 销售费用率分别 20.6%/18.6%，分别同比-2.0/-1.0pct；管理费用率分别 10.0%/5.9%，分别同比+0.5/-3.4pct。我们认为华润进驻后持续优化体系管理，对费用率制度调整，费用效率提升明显，22 年管理费用率提升我们判断主因职工薪酬和聘请中介结构费用提升，预计未来随着规模效应逐步体现费用率有望持续下降。22 年/23Q1 净利润分别-1.86/-0.4 亿元，分别同比-12.5%/-230.7%，虽仍未扭亏但自华润入驻后亏损额已在环比减少。全年公司有望扭亏，且 23Q1 更多亏损有利于后期实现更好盈利。

发货确认预计更多后置，全年有望实现收入高增长

23Q1 合同负债 1.70 亿元，同比+140.6%，我们认为主因 3 月 27 日公司正式发布新品“头号种子”，月末渠道订单较多未发货订单金额计入预收款导致。23Q1 低端酒实现收入 2.43 亿元，相对 22Q1 普通白酒 0.87 亿元同比+178.6%，我们预计其中头号种子贡献重要力量。23Q1 白酒业务营业收入+合同负债 4.48 亿元，占我们预计的全年白酒业务收入（按照 23 年药品业务同比+6%和其他业务同比+20%在全年营业总收入中剔除）的 30.0%，我们认为符合春节旺季下的白酒行业回款进度预期，判断全年有望实现收入高增长。季报体现收入利润呈现向好趋势，我们维持此前观点——金种子有望处 5 年前酒鬼起势时点，重点推荐！

投资建议

根据公司年报及一季报调整盈利预测，23-24 年公司营业总收入由 20.5/26.7 亿元调整至 20.3/28.8 亿

元，新增 25 年营业总收入 40.4 亿元；23-24 年归母净利润由 0.8/2.4 亿元上调至 0.9/2.6 亿元，新增 25 年盈利预测 5.3 亿元；23-24 年 EPS 由 0.12/0.37 元上调至 0.13/0.39 元，新增 25 年 EPS 0.81 元；2023 年 5 月 5 日收盘价 24.59 元对应 PE 分别 185/63/30 倍。维持“买入”评级。

风险提示

经济下行导致需求减弱、经营管理风险、行业竞争加剧的风险、食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,211	1,186	2,028	2,878	4,035
YoY (%)	16.7%	-2.1%	71.1%	41.9%	40.2%
归母净利润(百万元)	-166	-187	87	257	533
YoY (%)	-339.8%	-12.4%	146.7%	194.1%	107.3%
毛利率 (%)	28.8%	26.4%	35.1%	39.1%	42.6%
每股收益 (元)	-0.25	-0.28	0.13	0.39	0.81
ROE	-6.1%	-7.4%	3.3%	8.9%	15.6%
市盈率	-98.36	-87.82	185.21	62.97	30.37

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,186	2,028	2,878	4,035	净利润	-186	88	258	535
YoY (%)	-2.1%	71.1%	41.9%	40.2%	折旧和摊销	52	46	45	45
营业成本	872	1,317	1,754	2,314	营运资金变动	-314	-87	-50	-52
营业税金及附加	126	203	273	363	经营活动现金流	-462	34	239	510
销售费用	244	264	360	484	资本开支	-68	6	5	5
管理费用	118	183	250	343	投资	102	60	60	60
财务费用	-15	-15	-19	-28	投资活动现金流	52	72	74	78
研发费用	25	30	37	48	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0	债务募资	29	0	0	0
投资收益	2	6	9	12	筹资活动现金流	72	0	0	0
营业利润	-172	94	288	603	现金净流量	-338	106	313	588
营业外收支	6	6	5	5	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	-166	100	293	608	成长能力				
所得税	20	12	35	73	营业收入增长率	-2.1%	71.1%	41.9%	40.2%
净利润	-186	88	258	535	净利润增长率	-12.4%	146.7%	194.1%	107.3%
归属于母公司净利润	-187	87	257	533	盈利能力				
YoY (%)	-12.4%	146.7%	194.1%	107.3%	毛利率	26.4%	35.1%	39.1%	42.6%
每股收益	-0.28	0.13	0.39	0.81	净利润率	-15.8%	4.3%	8.9%	13.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	-5.5%	2.4%	6.3%	11.0%
货币资金	511	617	930	1,517	净资产收益率 ROE	-7.4%	3.3%	8.9%	15.6%
预付款项	33	40	53	69	偿债能力				
存货	1,329	1,597	1,813	2,044	流动比率	3.14	2.84	2.86	3.07
其他流动资产	241	219	180	147	速动比率	1.10	0.95	1.05	1.34
流动资产合计	2,114	2,473	2,975	3,778	现金比率	0.76	0.71	0.89	1.23
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	24.7%	28.2%	29.4%	28.9%
固定资产	641	680	677	654	经营效率				
无形资产	252	252	252	252	总资产周转率	0.33	0.57	0.74	0.90
非流动资产合计	1,281	1,205	1,131	1,056	每股指标 (元)				
资产合计	3,395	3,678	4,106	4,834	每股收益	-0.28	0.13	0.39	0.81
短期借款	29	29	29	29	每股净资产	3.87	4.00	4.39	5.20
应付账款及票据	330	402	475	553	每股经营现金流	-0.70	0.05	0.36	0.78
其他流动负债	314	438	534	649	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	673	869	1,039	1,232	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-87.82	185.21	62.97	30.37
其他长期负债	166	166	166	166	PB	6.91	6.26	5.71	4.82
非流动负债合计	166	166	166	166					
负债合计	840	1,036	1,205	1,398					
股本	658	658	658	658					
少数股东权益	10	10	11	14					
股东权益合计	2,555	2,643	2,901	3,436					
负债和股东权益合计	3,395	3,678	4,106	4,834					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。