

2023年07月16日

# Q2 保守接近扭亏，改革驱动公司步入正轨

## 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)	166.88
最新收盘价:	25.37	自由流通市值(亿)	166.88
		自由流通股数(百万)	657.80

### 事件概述

公司发布业绩预告，23H1 预计归母净利-3200 到-4800 万元，去年同期-5508 万元；扣非归母净利-3700 到-5300 万元，去年同期-6767 万元。23Q2 预计归母净利-684 到 916 万元，去年同期-4154 万元；扣非归母净利 570 到-1031 万元，去年同期-4559 万元。23Q2 保守预测接近扭亏。

### 分析判断:

#### ▶ 短期视角，华润入驻驱动公司改革逐渐步入正轨

复盘华润入驻以来的动作，根据酒业家、酒说、微酒、新京报等公开资料：

1) 2022 年 6 月公司对组织、渠道、人员等方面进行了全面梳理，根据 22Q3 公司经营数据公告省内经销商数量净+30 家，渠道端信心逐渐回归，柔和、祥和、柔和大师等老产品经营重回正轨，支撑公司规模体量。

2) 2022 年下半年开始，公司着重进行产品线梳理和渠道战略聚焦，并通过“中秋练兵”、“春节会战”等形式对终端网点进行摸排；2023 年 3 月陆续进行了头号种子发布上市、馥合香系列产品线重塑等动作，并制定了“一体两翼”的产品发展战略。

3) 23Q2 以来公司积极推动管理改善、渠道信心恢复。产品角度，我们认为老品恢复性增长贡献现金流，新品稳步培育持续成长，头号种子+馥合香 7 年构成规模增量。渠道角度，根据公司股东大会，终端网点数量由 22 年末 8+万家上升至 23 年 5 月末的 14+万家，增加了底盘产品覆盖率。

我们认为华润入驻以来，公司没有急于追求短期的报表数据高增长，相反在稳步探索新品发展的路径，并且展示出了卓越的学习能力，一年内已经理清公司在白酒业务上的基本打法，并经过优化应用于金种子新品的推广上。综合来看，我们判断公司已经从前期的梳理改革阶段步入发展正轨。

#### ▶ 中期视角，战略上价格带聚焦、渠道网点导入稳扎稳打

作为央企，我们判断华润会立足于中长期白酒业务发展规划经营金种子及其他旗下白酒企业。具体产品策略上，我们通过半年的跟踪与观察，基本上可以判断公司的战略走在正确的道路上——聚焦更有全国化机会的 68 元光瓶酒和 200-300 元盒装酒价位。渠道战略上，我们判断公司借助华润渠道网点作为底牌，在局部区域（合肥、阜阳）试点营销策略，并快速迭代。综合来看，我们认为公司通过学习白酒经营模式、坚持贯彻战略的定力，在努力做正确的事情，稳扎稳打向目标迈进。

#### ▶ 长期视角，“3+3”产品结构看好光瓶酒+馥合香全国化

根据酒业家，5 月股东大会上强调做强“3+3”的产品战略，聚焦核心产品“柔和、祥和、头号种子+馥合香 7、9、20 年”。我们认为在华润的“严肃态度”与“战略正确”前提下，光瓶酒对标全国化品牌牛栏山二锅头或玻汾、馥合香对标中高档省内品牌洞 6 和全国化品牌舍之道，我们基于“下限是光瓶酒的全国化，上限是 200-300 元馥 7 的全国化”的价值判断，老品汇量+新品增量，公司长期具备更高规模增长空间。

### 投资建议

维持盈利预测不变，23-25 年公司营业总收入 20.3/28.8/40.4 亿元；归母净利润 0.9/2.6/5.3 亿元；EPS 0.13/0.39/0.81 元；2023 年 7 月 14 日收盘价 25.37 元对应 PE 分别 191/65/31 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	-101.48	-90.61	191.09	64.97	31.34

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:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		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	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	-166	100	293	608	<b>成长能力</b>				
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	<b>盈利能力</b>				
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	净利率	-15.8%	4.3%	8.9%	13.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	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	<b>偿债能力</b>				
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	<b>经营效率</b>				
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	<b>每股指标 (元)</b>				
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	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	-90.61	191.09	64.97	31.34
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。

**郭辉：**10余年白酒产业经验，8年行业知名咨询公司从业经验，历任某基金公司白酒研究员，现任华西证券食品饮料研究员。

**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。