



金种子酒 (600199.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 实现扭亏，新品导入效果初现

业绩简评

8月30日，公司公告，23H1实现营收7.68亿元，同比+27.63%；归母净利润-0.38亿元（减亏0.17亿元）。23Q2实现收入3.35亿元，同比+30.52%；归母净利润0.03亿元，实现扭亏为盈。

经营分析

低端放量迅速，啤白融合带动 Q2 新招商 3 成，回款节奏快于发货。1) 分业务看，白酒/药业 H1 收入分别为 5.04/2.64 亿元，同比+34.2%/16.7%，白酒占比+3.2pct 至 66%。Q2 白酒/药业收入同比+50%/+6%，白酒占比+8.3pct，贡献持续加大。2) 分产品看，高端（500 元以上）/中端（100-500 元）/低端（100 元以下）23H1 收入为 0.17/0.90/3.86 亿元，占比 3%/18%/78%；23Q2 收入占比 4%/30%/66%，中端占比环比提升系馥合香新品开始导入。我们预估同口径下，Q2 低端或实现 200% 多的增速（头号种子上新贡献+底盘产品终端网点覆盖率提升），中高端下滑 30% 多（馥合香前期停货，5 月底馥 7、馥 9 上市，6 月馥 20 上市）。3) 分区域看，省内/省外 23H1 收入为 4.22/0.72 亿元，同比+30.9%/62.6%；23Q2 收入同比+38.7%/+126.2%，Q2 省外啤白融合取得较大进展（收入占比提至 19%），省内/省外净增加经销商 40/71 名（头号种子、馥合香新品招商贡献）。4) 销售收现 H1 同比+44.7%，Q2 同比+52.1%，预计回款节奏快于发货。合同负债 Q2 末同比+9.3%、环比-0.8e。

Q2 实现扭亏，毛销差改善。H1 白酒业务毛利率同比-6.6pct，低端产品占比提升；销售/管理费率同比-9.2/-1.4pct，带动净利率同比+4.2pct。H1 广告费率/促销费率-6/-5pct，或系规模效应+费用兑付方式改变（毛销差同比+6pct），销售职工薪酬率+2pct，应付辞退福利 H1 增加 0.19e。

23Q2 毛利率同比+2.4pct，税金及附加占比同比+2.7pct，系高毛利、高税金率的白酒业务占比提升；销售/管理费率同比-19.9/+1.2pct，净利率同比+17.3pct。

我们认为，公司持续修炼内功，当前组织架构调整、人员定岗定编、市场化薪酬建设已基本完成（3 月底定编共优化 600 多人），未来主要看 3 大系列单品的铺货、动销。Q4 进入白酒旺季，啤白融合上也有望有更多新尝试，静待头号种子样板店的培育。馥合香渠道利润领先，渠道反馈有一定复购率，百团千企万店加快推进。8 月上旬公司启动中秋会战，预计终端网点覆盖率将持续提升，全年有望突破 17 万家，带动老品继续放量。

盈利预测、估值与评级

预计 H2 新品发货加快，业绩有望加速，预计 23-25 年营收同比+62%/62%/53%，对应 EPS 为 0.12/0.40/0.87 元，对应 PE 为 212/63/29 X，维持“增持”评级。

风险提示

新品动销不及预期，区域市场竞争加剧，啤白融合进度缓慢。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

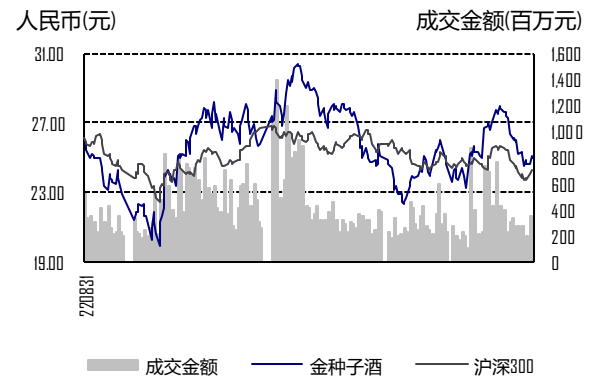
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：25.03 元

相关报告：

1. 《金种子酒公司深度研究：华润赋能开新篇，改革兑现正当时》，2023.7.16



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,211	1,186	1,923	3,105	4,754
营业收入增长率	16.70%	-2.11%	62%	62%	53%
归母净利润(百万元)	-166	-187	77	260	573
归母净利润增长率	-339.76%	12.45%	N/A	235.54%	120.29%
摊薄每股收益(元)	-0.253	-0.284	0.12	0.40	0.87
每股经营性现金流净额	-0.69	-0.70	-0.29	-0.28	0.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.08%	-7.35%	3.02%	9.55%	18.67%
P/E	-66.84	-93.93	212	63	29
P/B	4.07	6.91	6.41	6.05	5.37

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,038	1,211	1,186	1,923	3,105	4,754
增长率		16.7%	-2.1%	62.1%	61.5%	53.1%
主营业务成本	-750	-862	-872	-1,269	-1,849	-2,634
%销售收入	72.3%	71.2%	73.6%	66.0%	59.5%	55.4%
毛利	288	349	314	654	1,256	2,120
%销售收入	27.7%	28.8%	26.4%	34.0%	40.5%	44.6%
营业税金及附加	-119	-137	-126	-211	-357	-547
%销售收入	11.5%	11.3%	10.7%	11.0%	11.5%	11.5%
销售费用	-270	-273	-244	-240	-388	-594
%销售收入	26.0%	22.6%	20.6%	12.5%	12.5%	12.5%
管理费用	-108	-114	-118	-135	-171	-190
%销售收入	10.4%	9.4%	10.0%	7.0%	5.5%	4.0%
研发费用	-9	-30	-25	-29	-31	-48
%销售收入	0.9%	2.5%	2.1%	1.5%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	-218	-206	-200	39	309	741
%销售收入	n.a	n.a	n.a	2.0%	10.0%	15.6%
财务费用	27	23	15	6	-6	-20
%销售收入	-2.6%	-1.9%	-1.3%	-0.3%	0.2%	0.4%
资产减值损失	-5	-13	-2	-2	-1	-1
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0
投资收益	5	10	2	4	4	6
%税前利润	11.5%	-5.8%	-1.4%	5.4%	1.4%	0.8%
营业利润	38	-168	-172	62	322	741
营业利润率	3.7%	n.a	n.a	3.2%	10.4%	15.6%
营业外收支	7	4	6	3	5	4
税前利润	45	-163	-166	65	326	745
利润率	4.3%	n.a	n.a	3.4%	10.5%	15.7%
所得税	26	-2	-20	13	-65	-171
所得税率	-57.4%	n.a	n.a	-20.0%	20.0%	23.0%
净利润	71	-165	-186	78	261	574
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	69	-166	-187	77	260	573
净利率	6.7%	n.a	n.a	4.0%	8.4%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	71	-165	-186	78	261	574
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
非现金支出	50	61	53	45	45	46
非经营收益	-271	-34	-15	-2	9	24
营运资金变动	-9	-318	-314	-311	-498	-631
经营活动现金净流	-160	-456	-462	-190	-183	12
资本开支	138	-63	-68	-57	-50	-46
投资	-270	361	102	10	10	10
其他	170	33	19	4	4	6
投资活动现金净流	38	330	52	-43	-36	-30
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	29	202	428	395
其他	-7	-25	43	-60	-122	-263
筹资活动现金净流	-7	-25	72	142	306	131
现金净流量	-130	-151	-338	-90	87	114

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,013	888	511	420	507	621
应收款项	158	225	227	336	543	835
存货	969	1,342	1,329	1,667	2,277	3,028
其他流动资产	371	163	48	56	75	99
流动资产	2,511	2,617	2,114	2,479	3,402	4,583
%总资产	65.1%	67.7%	62.3%	65.8%	72.5%	78.1%
长期投资	340	217	215	205	195	185
固定资产	742	763	810	827	838	843
%总资产	19.2%	19.7%	23.9%	21.9%	17.9%	14.4%
无形资产	259	262	252	252	252	252
非流动资产	1,347	1,248	1,281	1,288	1,288	1,284
%总资产	34.9%	32.3%	37.7%	34.2%	27.5%	21.9%
资产总计	3,858	3,866	3,395	3,767	4,691	5,866
短期借款	0	0	29	232	659	1,054
应付款项	571	767	441	569	721	951
其他流动负债	216	184	203	221	408	614
流动负债	787	952	673	1,022	1,789	2,620
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	169	170	166	166	166	166
负债	956	1,122	840	1,188	1,955	2,786
普通股股东权益	2,894	2,735	2,545	2,568	2,724	3,067
其中：股本	658	658	658	658	658	658
未分配利润	819	669	482	529	685	1,029
少数股东权益	8	9	10	11	12	13
负债股东权益合计	3,858	3,866	3,395	3,767	4,691	5,866

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.106	-0.253	-0.284	0.118	0.395	0.871
每股净资产	4.400	4.158	3.869	3.903	4.141	4.663
每股经营现金净流	-0.244	-0.693	-0.702	-0.288	-0.278	0.019
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.047	0.158	0.348
回报率						
净资产收益率	2.40%	-6.08%	-7.35%	3.02%	9.55%	18.67%
总资产收益率	1.80%	-4.30%	-5.51%	2.06%	5.54%	9.77%
投入资本收益率	-11.69%	-7.52%	-8.56%	1.64%	7.23%	13.71%
增长率						
主营业务收入增长率	13.55%	16.70%	-2.11%	62.14%	61.50%	53.11%
EBIT增长率	21.02%	-5.73%	-2.69%	-119.39%	697.14%	139.72%
净利润增长率	-133.94%	-339.76%	12.45%	N/A	235.54%	120.29%
总资产增长率	5.87%	0.20%	-12.19%	10.96%	24.53%	25.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.0	35.1	34.4	34.2	34.1	34.5
存货周转天数	439.6	489.0	558.8	480.0	450.0	420.0
应付账款周转天数	164.5	191.0	176.0	120.0	100.0	90.0
固定资产周转天数	211.8	192.9	197.2	115.3	68.0	42.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.68%	-36.09%	-18.85%	-7.32%	5.56%	14.06%
EBIT利息保障倍数	8.2	8.9	13.3	-6.0	49.7	36.7
资产负债率	24.78%	29.02%	24.74%	31.55%	41.68%	47.49%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-16	增持	25.37	31.13~31.13

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究