

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司点评报告**
**金种子酒 (600199)**

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

联系电话: 13392190215

邮箱: mazheng@cindasc.com

满静雅 食品饮料分析师

执业编号: S1500523080004

联系电话: 15026413613

邮箱: manjingya@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 二季度扭亏为盈，改革成果逐步落地

2023年08月31日

**事件:** 公司发布《2023年半年度报告》，2023年半年度实现营收7.68亿元(+28%)，实现归母净利润-0.38亿元(去年同期-0.55亿元)。

**点评:**

- **二季度扭亏，招商提速、省外加速扩张。**1) 23Q2 营收 3.35 亿元(+31%)，归母净利润 0.03 亿元(去年同期-0.43 亿元)。23Q2 合同负债 0.91 亿元，环比 Q1 下降 0.8 亿。2) 分地区，23Q2 省内营收 1.74 亿元占比 81% (Q1 占比 89%)，或因公司借助华润渠道加速省外扩张。3) 经销商数量：省内 290 家(相比 Q1 增加 40 家)，省外 180 家(相比 Q1 增加 71 家)。
- **百元以下白酒放量，盈利能力持续提升。**1) 23H1 白酒营收 4.93 亿元(+35%，经营公告口径)，其中中高档 1.1 亿(-53%)因馥合香升级换包装，上市时间较晚，对营收贡献有限；普通 3.86 亿(+177%)。2) 23Q2 白酒营收 2.15 亿元(+50%)，其中中高档 0.72 亿(-21%)占比 34%(Q1 占 13%，22Q2 占比 64%)，普通 1.42 亿(+174%)占比 66%(Q1 占比 87%，22Q2 占比 36%)因“头号种子”3月上市，老品特贡/柔和/祥和借助华润渠道焕发生机。3) 23Q2 毛利率 33.8%，环比 Q1 提升 6.6 个百分点，比 22Q2 提升 2.4 个百分点。毛利率自 22Q4 以来持续提升，改革富有成效。4) 23Q2 销售费率 6.65%，环比 23Q1 下降 11.9 个百分点，比 22Q2 下降 20 个百分点。因广告/促销费下降，费用使用更加精细高效。
- **改革成果逐步落地，预期下半年馥合香起势产品结构优化。**1) 上半年通过组织/管理重塑，盈利能力持续增强。底盘产品借助华润渠道放量，招商及网点建设加速，我们预计下半年馥合香系列动销提振，产品结构有望进一步优化。2) 据公司公告，部分董事及高管拟于 5 月 23 日起 6 个月内合计增持 320-420 万元，截至 8 月 22 日已增持 265 万元。
- **盈利预测与投资评级:** 维持预测 23-25 年 EPS 至 0.16/0.52/1.03 元，增速 155/233/99%。维持“买入”评级。

- **风险因素:** 新品推进不及预期、改革落地不及预期

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,211	1,186	1,928	3,295	4,813
增长率 YoY %	16.7%	-2.1%	62.6%	70.9%	46.1%
归属母公司净利润(百万元)	-166	-187	103	342	678
增长率 YoY%	-339.8%	-12.4%	154.8%	233.1%	98.5%
毛利率%	28.8%	26.4%	39.7%	46.8%	50.4%
净资产收益率ROE%	-6.1%	-7.4%	3.9%	11.7%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	-0.25	-0.28	0.16	0.52	1.03
市盈率 P/E(倍)	—	—	158.88	47.70	24.03
市净率 P/B(倍)	4.07	6.91	6.16	5.58	4.65

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	2,617	2,114	2,556	3,353	4,428	
货币资金	888	511	450	298	219	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	143	80	132	252	348	
预付账款	26	33	37	59	81	
存货	1,342	1,329	1,738	2,399	3,273	
其他	219	161	198	344	506	
<b>非流动资产</b>	1,248	1,281	1,112	1,026	999	
长期股权投资	4	5	5	5	5	
固定资产	640	641	487	413	394	
无形资产	262	252	249	246	243	
其他	342	383	370	362	356	
<b>资产总计</b>	3,866	3,395	3,667	4,379	5,427	
<b>流动负债</b>	952	673	843	1,278	1,739	
短期借款	0	29	0	0	0	
应付票据	141	0	32	72	71	
应付账款	511	330	382	576	805	
其他	299	314	429	630	863	
<b>非流动负债</b>	170	166	166	166	166	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	170	166	166	166	166	
<b>负债合计</b>	1,122	840	1,010	1,445	1,905	
少数股东权益	9	10	10	11	13	
归属母公司	2,735	2,545	2,648	2,924	3,508	
<b>负债和股东权益</b>	3,866	3,395	3,667	4,379	5,427	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,211	1,186	1,928	3,295	4,813	
同比	16.7%	-2.1%	62.6%	70.9%	46.1%	
归属母公司净利润	-166	-187	103	342	678	
同比	-	-12.4%	154.8%	233.1%	98.5%	
毛利率(%)	28.8%	26.4%	39.7%	46.8%	50.4%	
ROE%	-6.1%	-7.4%	3.9%	11.7%	19.3%	
EPS(摊薄)(元)	-0.25	-0.28	0.16	0.52	1.03	
P/E	—	—	158.88	47.70	24.03	
P/B	4.07	6.91	6.16	5.58	4.65	
EV/EBITDA	-67.18	-124.66	40.53	20.98	12.45	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	1,211	1,186	1,928	3,295	4,813	
营业成本	862	872	1,162	1,751	2,389	
营业税金及	137	126	202	346	505	
销售费用	273	244	386	626	876	
管理费用	114	118	81	132	168	
研发费用	30	25	19	49	53	
财务费用	-23	-15	-15	-11	-9	
减值损失合	-7	-6	0	0	-5	
投资净收益	10	2	4	7	10	
其他	12	16	29	49	72	
<b>营业利润</b>	-168	-172	125	457	907	
营业外收支	4	6	0	0	0	
<b>利润总额</b>	-163	-166	125	457	907	
所得税	2	20	23	114	227	
<b>净利润</b>	-165	-186	103	343	680	
少数股东损	1	1	0	1	2	
<b>归属母公司</b>	-166	-187	103	342	678	
EBITDA	-152	-137	391	763	1,286	
EPS(当	-0.25	-0.28	0.16	0.52	1.03	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	-456	-462	77	139	372	
净利润	-165	-186	103	343	680	
折旧摊销	49	52	281	317	390	
财务费用	-23	-15	0	0	0	
投资损失	-10	-2	-4	-7	-10	
营运资金变	-318	-314	-303	-514	-693	
其它	12	4	0	0	5	
<b>投资活动现金流</b>	330	52	-108	-225	-352	
资本支出	-63	-68	-115	-235	-365	
长期投资	361	102	5	5	5	
其他	33	19	2	5	8	
<b>筹资活动现金流</b>	-25	72	-29	-66	-99	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	29	-29	0	0	
支付利息或	0	0	0	-66	-99	
<b>现金流净增加额</b>	-151	-338	-60	-152	-79	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**娄青丰**，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深入研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深入研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。