

2023年08月31日

Q2 业绩超预期，持续赋能长期价值不改

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 (元):	29.75/19.95
目标价格 (元):		总市值(亿元)	163.00
最新收盘价 (元):	24.78	自由流通市值(亿元)	163.00
		自由流通股数(百万)	657.80

事件概述

23H1 实现营业总收入 7.68 亿元，同比+27.6%；归母净利润-0.38 亿元，同比减亏 31.3%（22H1 -0.55 亿元）；扣非归母净利润-0.43 亿元，同比减亏 37.0%（22H1 -0.68 亿元）。23Q2 实现营业总收入 3.35 亿元，同比+30.5%；归母净利润 0.03 亿元，去年同期-0.43 亿元；扣非归母净利润 7.48 万元，去年同期-0.46 亿元。Q2 业绩超过市场预期。

分析判断:

▶ 头号种子和老产品引领白酒业务增长

23Q2 白酒业务实现收入 2.2 亿元，同比+49.9%，其中高中低端白酒分别实现收入 0.1/0.6/1.4 亿元，我们认为百元以下产品中头号种子和老产品（柔和、祥和等）引领公司白酒业务增长，华润渠道赋能短期在公司百元以下品牌优势价格带更加明显。

23Q2 省内外分别实现收入 1.7/0.4 亿元，分别同比+38.7%/+126.2%，省外低基数下迎来翻倍高增长，进入逐步布局阶段，省内依然是战略重点。

▶ Q2 业绩超预期，短期费用因广告投入波动

23Q2 毛利率 33.8%，同比+2.4pct，我们认为华润入主以来的渠道管理和战略调整有明显的成效，公司毛利率持续改善。23Q2 税金及附加占营业总收入 12.9%，同比+2.7pct，主因公司销量增加消费税增多。23Q2 销售/管理费用率分别 6.7%/12.2%，分别同比-19.9%/+1.2pct，23H1 销售费用中广告费/促销费用分别同比-69.4%/-56.0%，因此销售费用大幅下降；23H1 管理费用中工资及附加同比+40.7%，但费用率仅小幅度增长。23Q2 净利率 1.1%，同比+17.3pct，毛利率和销售费用率共同贡献净利率大幅改善。

▶ 华润渠道管理持续赋能，长期价值不改

23H1 职工薪酬/工资及附加分别同比+74.4%/+40.7%，省内外经销商数量分别净+75/+98 家。改革上，1) 优化、整合组织部门、理顺管理职责、压缩管理层级；2) 成立营销中心，分设四大支持平台；3) 优化组织人员，完成薪酬套改、全员全面绩效管理建立、管理岗位履职能力评价体系等全面梳理制度与流程，提升组织能力和效率。营销上，1) 重塑营销模式和产品价值链；2) 提高底盘产品的网点覆盖率和终端状态，以白啤融合补强完善渠道布局；3) 头号种子、馥系列产品上市重塑产品线结构，并通过名酒进名企等活动增强品牌建设和传播。我们认为应以更长期的视角看待华润的渠道赋能、战略改革对公司持续调整，公司长期价值不变。

投资建议

根据中报调整盈利预测，23-25 年公司营业总收入由 20.3/28.8/40.4 亿元下调至 17.4/24.2/32.3 亿元；归母净利润由 0.9/2.6/5.3 亿元下调至 0.5/1.5/2.9 亿元；EPS 由 0.13/0.39/0.81 元下调至 0.07/0.23/0.45 元；2023 年 8 月 31 日收盘价 24.78 元对应 PE 分别 344/110/55 倍。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

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	1,736	2,421	3,235
YoY (%)	16.7%	-2.1%	46.4%	39.5%	33.6%
归母净利润(百万元)	-166	-187	47	149	294
YoY (%)	-339.8%	-12.4%	125.3%	213.4%	97.7%
毛利率 (%)	28.8%	26.4%	33.6%	37.1%	40.2%
每股收益 (元)	-0.25	-0.28	0.07	0.23	0.45
ROE (%)	-6.1%	-7.4%	1.8%	5.4%	9.7%
市盈率	-99.12	-88.50	343.74	109.67	55.46

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	1,736	2,421	3,235	净利润	-186	48	149	295
YoY (%)	-2.1%	46.4%	39.5%	33.6%	折旧和摊销	52	46	45	45
营业成本	872	1,152	1,522	1,935	营运资金变动	-314	182	-299	288
营业税金及附加	126	174	254	340	经营活动现金流	-462	265	-117	613
销售费用	244	234	315	404	资本开支	-68	6	5	5
管理费用	118	156	211	275	投资	102	60	60	60
财务费用	-15	-15	-25	-24	投资活动现金流	52	71	72	75
研发费用	25	26	36	49	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	5	7	10	筹资活动现金流	72	0	0	0
营业利润	-172	49	165	330	现金净流量	-338	336	-44	688
营业外收支	6	6	5	5	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	-166	54	170	336	成长能力				
所得税	20	6	20	40	营业收入增长率	-2.1%	46.4%	39.5%	33.6%
净利润	-186	48	149	295	净利润增长率	-12.4%	125.3%	213.4%	97.7%
归属于母公司净利润	-187	47	149	294	盈利能力				
YoY (%)	-12.4%	125.3%	213.4%	97.7%	毛利率	26.4%	33.6%	37.1%	40.2%
每股收益(元)	-0.28	0.07	0.23	0.45	净利率	-15.8%	2.7%	6.1%	9.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	-5.5%	1.4%	3.9%	7.0%
货币资金	511	846	802	1,490	净资产收益率 ROE	-7.4%	1.8%	5.4%	9.7%
预付款项	33	35	46	58	偿债能力				
存货	1,329	1,232	1,727	1,499	流动比率	3.14	3.16	2.90	3.21
其他流动资产	241	174	155	88	速动比率	1.10	1.39	1.00	1.60
流动资产合计	2,114	2,286	2,729	3,135	现金比率	0.76	1.17	0.85	1.52
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	24.7%	25.5%	28.7%	27.3%
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	0.50	0.66	0.80
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	3,492	3,860	4,191	每股收益	-0.28	0.07	0.23	0.45
短期借款	29	29	29	29	每股净资产	3.87	3.94	4.17	4.61
应付账款及票据	330	310	450	410	每股经营现金流	-0.70	0.40	-0.18	0.93
其他流动负债	314	383	462	539	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	673	723	941	978	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-88.50	343.74	109.67	55.46
其他长期负债	166	166	166	166	PB	6.91	6.29	5.95	5.37
非流动负债合计	166	166	166	166					
负债合计	840	889	1,108	1,144					
股本	658	658	658	658					
少数股东权益	10	10	11	12					
股东权益合计	2,555	2,602	2,752	3,047					
负债和股东权益合计	3,395	3,492	3,860	4,191					

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。