

## 金种子酒 (600199. SH)

### 徽酒金花主动调整，酝酿新的成长

 评级：**增持**

前次：

目标价（元）：

**10.75**

分析师

联系人

胡彦超

范劲松

S0740512070001

fanjs@r.qlzq.com.cn

021-20315176

龚小乐

huyc@r.qlzq.com.cn

gongxl@r.qlzq.com.cn

2016年12月19日

#### 基本状况

总股本(百万股)	556
流通股本(百万股)	556
市价(元)	9.28
市值(百万元)	5,160
流通市值(百万元)	5,160

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,075.0	1,727.6	1,493.7	1,623.1	1,817.5
营业收入增速	-0.27%	-16.74%	-13.54%	8.67%	11.97%
归属于母公司的净利润	88.56	52.08	28.06	63.75	103.75
净利润增长率	-33.64%	-41.19%	-46.12%	127.19%	62.75%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.09	0.05	0.11	0.19
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	73.24	107.14	201.04	88.49	54.37
PEG	—	—	—	0.0	0.87
每股净资产(元)	3.99	4.03	4.05	4.17	4.35
每股现金流(元)	0.10	0.64	-0.46	0.14	0.19
净资产收益率	4.00%	2.32%	1.25%	2.75%	4.29%
市净率	2.93	2.49	2.50	2.44	2.33
总股本(百万元)	555.78	555.78	555.78	555.78	555.78

#### 投资要点

- 核心观点：**我们认为金种子酒具备扎实营销功底，行业调整期以来公司恢复速度缓慢，今年新管理层上任积极调整营销策略，核心产品回归聚焦百元价位，高端徽蕴系列初步实现正增长，新品动销值得期待，渠道梳理亦在积极进行，预计明年收入有望触底回升。公司销售费用率居行业之首，费用端存在充足压缩空间，管理层逐步正视费用高企问题并努力对其实施管控，预计费用率至少可削减5%以上，期待公司优化体制，释放业绩弹性。目标价10.75元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 新管理层积极调整营销策略，有望带领企业走出低谷。**2016年管理层换届及时确定收入目标，新任总经理具备丰富销售经验，新设5大销售体系有望全面激活市场活力，同时高管深入一线市场可强化营销决策能力。核心产品回归聚焦百元价位徽蕴及新柔和，并重新梳理经销商、严格准入门槛，具备竞争力的渠道价差有望帮助公司有效把握百元价位升级红利；同时推出高端光瓶酒捕捉低端酒消费档次提升需求。新品方面，公司依托自身中药资源优势，开发出百元价位和泰苦荞及东方神草新品，战略性切入健康酒领域，未来具备成为省内健康白酒领航者潜力。综合来看，我们认为公司在核心产品和大众酒运营方面策略打法值得认可，高端产品逐步实现正增长，新品动销值得期待，明年后年收入端有望触底回升。
- 期待优化体制，释放业绩弹性。**公司销售费用率超过35%，位于白酒行业之首，其中促销费用占比为29%。部分促销政策实际效果一般，费用端存在充足压缩空间。当前管理层逐步正视费用问题，多重管控措施逐步实施，销售费用率进入初步下行通道，但预计至少可再削减5%以上。公司国企体制下长期缺乏有效激励，前期市场预期改革有进展最终未有定论。当前公司按部就班调整政策，期待机制优化激发经营活力，进一步释放业绩弹性。

- **发展回顾：昔日徽酒金花营销功底扎实，行业调整期遭遇重创。**我们认为行业成长期金种子酒实现超越行业的增速原因在于：一方面产品理性定位大众名酒，80元以下无强势竞品成就柔和大单品；另一方面主打“小区域、高占有”模式，率先深耕县乡市场，高渠道利润加速了市场开拓能力。行业调整期公司遭遇重创原因在于：一方面古井等竞品降价挤压柔和市场份额，且原先消费力开始向80元以上价位升级，公司核心产品受到上下夹击；另一方面产品老化、价格较为透明，大力促销进一步扰乱了价格体系。
- **投资建议：目标价 10.75 元，首次覆盖，给予“增持”评级。**我们预计 2016-2018 年公司分别实现收入 14.94、16.23、18.18 亿元，同比增长-13.54%、8.67%、11.97%，净利润 0.28、0.64、1.04 亿元，同比增长-46.12%、127.19%、62.75%，对应 EPS 分别为 0.05、0.11、0.19 元。短期公司 PE 估值不适用，采取 PS 估值。参考可比公司的估值水平，给予目标价 10.75 元，对应 2016 年 4xPS，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：三公消费限制继续加大、核心产品动销不及预期、费用管控不到位、食品安全事件风险。**

## 内容目录

金种子酒：徽酒金花营销功底扎实，行业调整期遭遇重创.....	- 4 -
成功因素一：定位大众名酒，80元以下无强势竞品.....	- 4 -
成功因素二：主打“小区域、高占有”模式，深耕县乡市场.....	- 5 -
2013-2015：主力产品困于上下夹击，费用投入剧增致使利润断崖式下滑.....	- 6 -
2016年：新管理层积极调整营销策略，有望带领企业走出低谷.....	- 7 -
新管理层销售经验丰富，销售体系得到全面梳理.....	- 7 -
百元金种子系列主动出击，推出高端光瓶酒抢占低端市场份额.....	- 7 -
背靠药业资源优势，开发新品进入健康酒行业.....	- 8 -
国企改革：期待优化体制，释放业绩弹性.....	- 9 -
高额费用投入存压缩空间，目前已初步进入下行通道.....	- 9 -
核心缺乏激励机制，期待改革释放经营活力.....	- 9 -
投资建议：目标价 10.75 元，首次覆盖，给予“增持”评级.....	- 10 -
核心假设.....	- 10 -
盈利预测结果.....	- 10 -
投资建议.....	- 11 -
风险提示.....	- 11 -

## 图表目录

图表 1：2015 年公司产品结构分布图.....	- 4 -
图表 2：两大单品柔和、祥和种子酒.....	- 5 -

图表 3: 核心产品卡位 80 元以下市场 .....	- 5 -
图表 4: 行业成长期徽酒核心市场对比 .....	- 5 -
图表 5: 2012 年公司亿元县市场达到 5 个 .....	- 5 -
图表 6: 2012 年后公司收入不断下滑 .....	- 6 -
图表 7: 2012 年后公司净利润遭遇断崖式下滑 .....	- 6 -
图表 8: 产品老化, 上下夹击失去竞争力 .....	- 6 -
图表 9: 2013 年大力度促销扰乱价格体系 .....	- 6 -
图表 10: 金种子酒总经理在徽酒中最为年轻 .....	- 7 -
图表 11: 五大运营体系一览 .....	- 7 -
图表 12: 安徽省内白酒主流价格带消费升级明显 .....	- 8 -
图表 13: 主推百元以上徽蕴金种子系列 .....	- 8 -
图表 14: 生化制药收入占比 12.5% .....	- 8 -
图表 15: 2016 年新推和泰苦荞酒 .....	- 8 -
图表 16: 销售费用率开始小幅下行 .....	- 9 -
图表 17: 销售费用构成明细 .....	- 9 -
图表 18: 金种子酒收入分项预测表 (单位: 百万元) .....	- 10 -
图表 19: 可比公司估值表 (截止到 2016 年 12 月 13 日收盘价) .....	- 11 -
图表 20: 金种子酒财务预测三张表 (单位: 百万元) .....	- 12 -

## 金种子酒：徽酒金花营销功底扎实，行业调整期遭遇重创

- 我们认为行业成长期金种子酒之所以能实现超越行业的增速在于：理性的产品定位、县乡市场的渠道深度下沉。行业调整期公司遭遇重创在于：产品老化渠道利润薄、大力促销致使价格体系崩塌。总体而言，公司深度聚焦省内市场（占比 90% 以上），高峰期收入能做到 23 亿元体现出扎实的营销功底。

### 成功因素一：定位大众名酒，80 元以下无强势竞品

- 坐拥四大品牌，核心产品定位大众名酒。金种子酒位于安徽省阜阳市，是徽酒四朵金花之一，旗下拥有“金种子、种子、醉三秋、颍州”四大品牌系列，产品口感塑造柔和及绵柔体验，酿造工艺以“恒温窖藏”作为差异化背书。2004 年公司推出醉三秋、柔和、祥和三款高中低端产品，战略定位百元以下大众名酒，核心大单品柔和+祥和和种子酒收入占比更是高达 75%。

图表 1：2015 年公司产品结构分布图

档次	品牌	产品	终端价格/元	收入占比估计	推出时间
高端	徽蕴	金种子20年	1280	6%	2011年
		金种子10年	488		
		金种子6年	188		
	和泰	中华和泰	688	很少	—
		和泰大运	288		
		和泰吉泰	188		
中端	柔和	金柔和种子酒	168	60%	2004年
		红柔和种子酒	138		
		经典柔和种子酒	148		
		柔和种子酒	60-70		
	醉三秋	天蕴醉三秋	110-120	8%	2004年
		地蕴醉三秋	70-80		
低端	祥和	祥和种子酒	35	15%	2004年
	颍州	精品颍州佳酿	25	10%	—
		特制颍州佳酿	12		
		颍州佳酿	8		

来源：公司网上商城、中泰证券研究所

- 价格带精准卡位，80 元以下柔和大单品独领风骚。白酒行业黄金十年，酒企纷纷推出高端产品谋求业绩快速增长，对于安徽市场来说，此阶段省内前几大规模酒企的核心产品均定位在 80 元以上价位。金种子酒作为地产酒论品牌自然逊色于老八大名酒古井贡酒，口子窖历史性定位中高端市场在省内更是具备良好消费基础，在此环境下战略性开发 80 元以下产品则是明智之举。行业高成长初期，金种子酒就清晰定位自己为百元以下的大众名酒，避免与强势酒企正面交锋，同时凭借 70 元的柔和、40 元的祥和这两款价格梯次形产品高度卡位 80 元以下市场，加以高额费用投入逐步奠定该价格带龙头地位。

图表 2：两大单品柔和、祥和种子酒



来源：公司网上商城、中泰证券研究所

图表 3：核心产品卡位 80 元以下市场

品牌	核心产品	终端价/元	推出时间
古井贡酒	献礼版、5年	118-158	2008年
口子窖	5年、6年	90-129	1998年
迎驾贡酒	金星银星	80-120	2003年
金种子酒	柔和种子酒	70	2004年
高炉家酒	和谐年份6年	128	—

来源：WIND、中泰证券研究所

### 成功因素二：主打“小区域、高占有”模式，深耕县乡市场

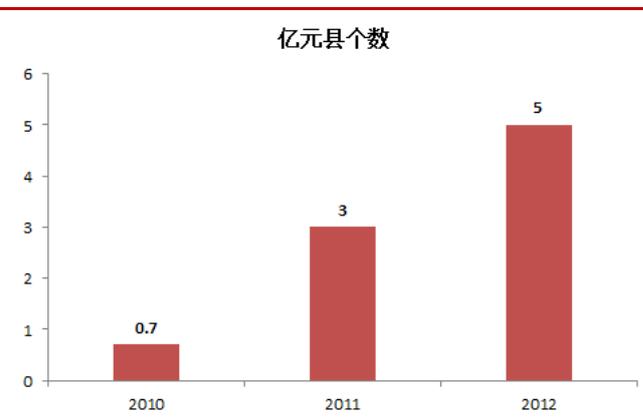
- 深耕县乡市场，厂商一体化凸显渠道开拓能力。**
  - 县级市场渠道渗透率最高：**行业高成长期，定位中高端的古井、口子窖等酒企在城市区域的竞争是极为激烈的，尤其是省会合肥标杆市场的竞争趋于白热化，相对而言转战县乡市场获取市场份额会更为容易。金种子酒基于百元以下大众产品，深度聚焦县乡市场，采取“小区域、高占有”策略，要求经销商渠道深入省内每一个县、乡、村，强调村村有酒，村村第一，2012年公司县级市场收入过亿元的有5个，可以说在当时金种子酒渠道下沉力度是最大的。
  - 渠道利润有竞争力：**公司对经销商扶持力度大，经销商根据产品和地区单独设立，一批商与分销商利润空间高于省内其他竞品，公司推行的厂商一体化模式更是将经销商当作地区办事处，这种厂商紧密的合作关系是产品在县乡市场能抢占地产酒份额的核心竞争力。

图表 4：行业成长期徽酒核心市场对比

品牌	2012年收入	省内市场	省外市场
古井贡酒	41.97亿元	合肥等多数市区	河南、江苏
口子窖	25.07亿元	合肥等多数市区	上海、山东
迎驾贡酒	33.54亿元	市区、部分县乡	江苏、上海
金种子酒	22.94亿元	县、乡、村	很少

来源：WIND、中泰证券研究所

图表 5：2012 年公司亿元县市场达到 5 个

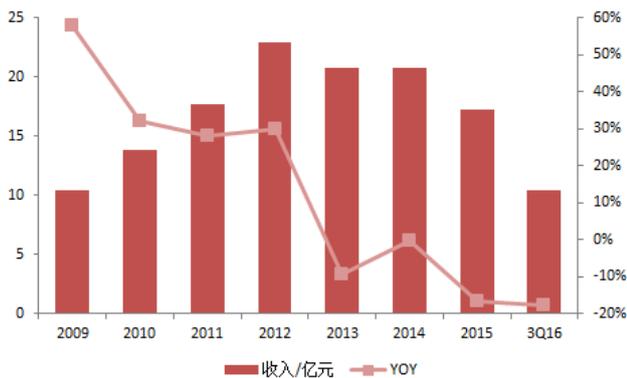


来源：中泰证券研究所

**2013-2015：主力产品困于上下夹击，费用投入剧增致使利润断崖式下滑**

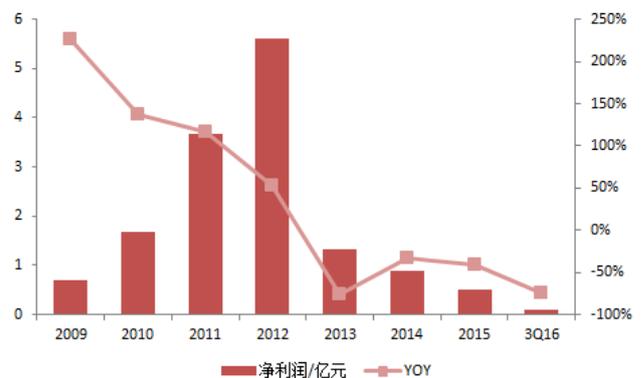
- **限制三公消费后，公司业绩大幅缩水。**行业成长期，金种子酒凭借大众名酒定位和深度渠道下沉，创造出连续4年（2009-2012年）收入增速30%以上、净利润增速50%以上的佳绩。2013年限制三公消费正式出台后，公司业绩出现断崖式下滑，特别是净利润规模从峰值5.6亿元降至0.5亿元。在2016年行业弱复苏背景下，公司仍处于深度调整阶段，今年前三季度实现收入10.38亿元，同比下滑17.76%；实现净利润0.10亿元，同比下滑73.81%。

**图表 6：2012 年后公司收入不断下滑**



来源：WIND、中泰证券研究所

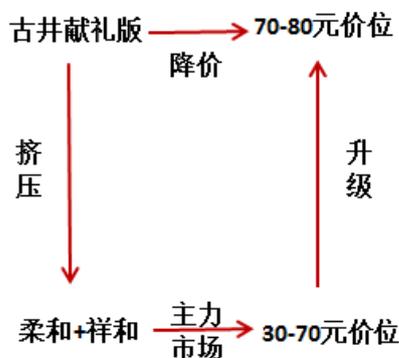
**图表 7：2012 年后公司净利润遭遇断崖式下滑**



来源：WIND、中泰证券研究所

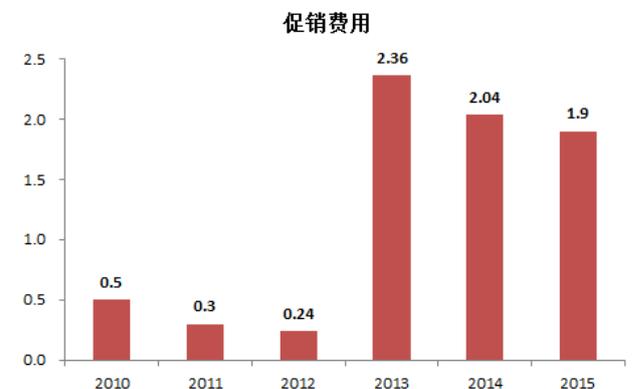
- **我们认为 2013 年公司业绩调整如此之深主要原因在于：1) 上下夹击使得柔和丧失竞争力：竞品古井献礼等终端价下降至 70-80 元，渠道开始下沉挤压柔和市场份额，同时省内 50-70 元价格带开始向 80-120 元升级，公司在该价位产品徽蕴系列（2011 年推出）尚未起量，缺乏成熟承接产品。2) 大力促销扰乱价格体系：核心产品柔和+祥和面市时间近 10 年，产品终端价格透明、渠道利润薄，经销商失去销售动力；2013 年公司促销费用剧增至 2.36 亿元，日常促销力度过强导致终端价格出现下滑，并且对品牌力造成了损害。**

**图表 8：产品老化，上下夹击失去竞争力**



来源：WIND、中泰证券研究所

**图表 9：2013 年大力度促销扰乱价格体系**



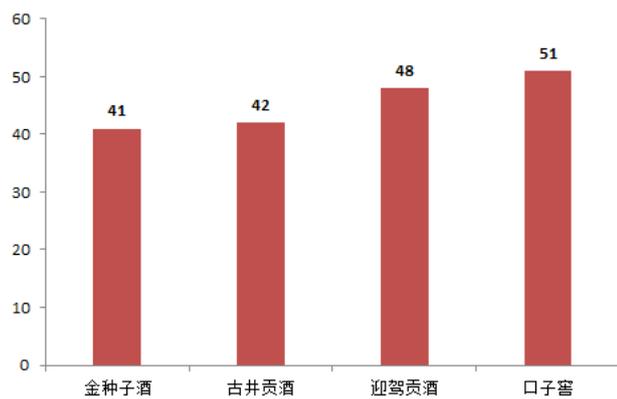
来源：WIND、中泰证券研究所

## 2016年：新管理层积极调整营销策略，有望带领企业走出低谷

### 新管理层销售经验丰富，销售体系得到全面梳理

- 少壮营销派总经理上任，新设 5 大运营体系旨在全面激活市场销售。2016 年 4 月公司领导层换届，白酒上市公司迎来第一位女董事长和最年轻的总经理。现年 41 岁的张向阳区域经理出身，一线营销能力突出，上任后及时明确未来战略目标，并对销售体系进行了细致调整。**1) 目标：**十三五规划确定未来 5 年年均增长 12%；**2) 战略：**大单品、主流化、差异化、大健康、全国化；**3) “1+4”销售体系：**核心产品运营体系、健康酒运营体系、大众酒运营体系、定制酒运营体系、电商运营体系。除此之外，公司高管均有负责营销区域，每月都要深入一线跑市场，我们认为这种高管分工模式有助于提高一线市场决策效率、加强市场与经营各职能部门的沟通，提升市场快速反应能力。我们认为新领导班子思路清晰，后期销售动力有望得到明显提升。

图表 10：金种子酒总经理在徽酒中最为年轻



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 11：五大运营体系一览

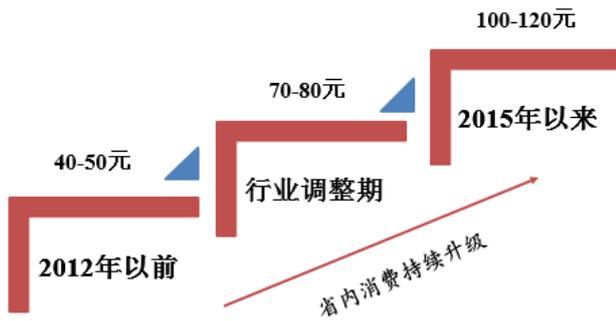
五大运营体系	主要产品
核心产品运营体系	徽蕴6年、10年、新版柔和
健康酒运营体系	和泰苦荞、东方神草
大众酒运营体系	祥和种子、光瓶酒
定制酒运营体系	团购、宴席等定制酒
电商运营体系	379ml种子酒、1L中华瓷

来源：WIND、中泰证券研究所

### 百元金种子系列主动出击，推出高端光瓶酒抢占低端市场份额

- 核心产品聚焦徽蕴和新柔和，重新把握百元价位升级红利。近些年省内经济增速位列全国前列，庞大的乡镇市场原来更多主流消费 40-50 元，聚众型场面型的面子效应推动主流消费上移至 70-80 元及 100 元以上。顺应消费升级，金种子酒主动出击回归聚焦百元价位，主打金种子 6 年、10 年和新版柔和（去年升级版），并重新梳理经销商、严格准入门槛和试行控货制。在渠道利润具备竞争力优势下，今年徽蕴系列实现正增长，销势逐步向好。
- 推出 30-50 元高端光瓶酒适应大众消费升级趋势。近年来省内特别是阜阳地区光瓶酒备受青睐，牛栏山和龙江家园等品牌在乡镇市场优势凸显，公司光瓶酒种子窖和颍州佳酿压力较大。当下公司推出 30 元以上高端光瓶酒，规避竞品竞争，满足 20 元以下低端酒消费升级需求。
- 综合来看，公司在核心产品和大众酒运营方面调整打法值得认可，且部分产品销售在逐步向好，后续发展值得期待。

图表 12：安徽省内白酒主流价格带消费升级明显



来源：中泰证券研究所

图表 13：主推百元以上徽蕴金种子系列

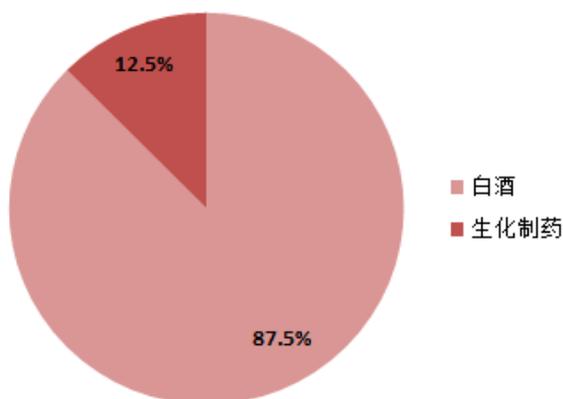


来源：公司网上商城、中泰证券研究所

### 背靠药业资源优势，开发新品进入健康酒行业

- 依托自身中药优势战略性切入健康酒领域。除白酒外，公司旗下还有金太阳生化药业，涉及中药、西药业务，2015 年实现收入 2.16 亿元，占总收入的 12.5%。今年管理层履新后，借助药业先天优势开发出健康酒新品“和泰苦荞酒”和“东方神草（分男女版）”，终端价在 138-158 元之间，同时成立安徽中酒健康酒业，并指定销售出身的副总经理来负责运营。渠道部署方面，公司采取“严控库存、绝不压货、考核动销、不饱和销售”模式，志在将新品打造成百元以上健康酒大单品，成为省内健康白酒的领航者。我们认为白酒消费健康化是未来一大趋势，目前省内酒企尚无上量的品牌，本次公司介入健康酒行业可谓在创新品类上拥有了良好的战略性布局。近期渠道走访反馈，两款新品在三季度末正式铺货，初期投入相对谨慎，后续销售情况需要紧密跟踪。

图表 14：生化制药收入占比 12.5%



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 15：2016 年新推和泰苦荞酒



来源：中泰证券研究所

## 国企改革：期待优化体制，释放业绩弹性

高额费用投入存压缩空间，目前已初步进入下行通道

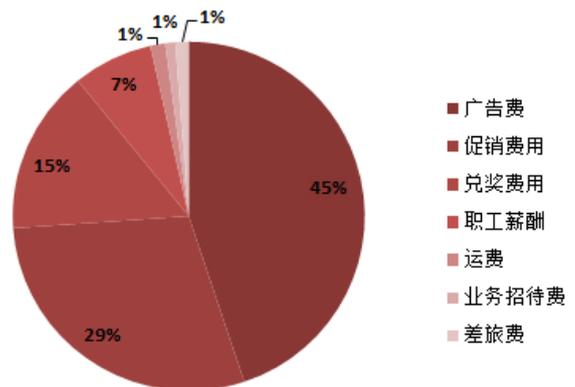
- **公司销售费用率居白酒行业之首，存在充足压缩空间。**进入行业调整期，公司销售费用率大幅上升至 37%，位于同行业酒企榜首。对于极高的费用率，我们可以从销售费用明细中一探究竟。销售费用中，广告费用占比 45%，促销费用占比 29%，兑奖费用占比 15%，其中促销费用中包含了特定节假日大量的免费送酒活动，我们认为该策略不利于长期品牌力的维护和提升，实质效果并不高，因此公司费用端具备明显压缩空间。目前管理层也逐步重视费用端问题，开始采用多重方式管控费用，做到精准投入、小投入大收益，同时广告费用投入也在适当减少，近 3 年销售费用率初步小幅下行，但长期来看至少有 5 个百分点的压缩空间（白酒企业销售费用率基本都低于 30%）。

图表 16：销售费用率开始小幅下行



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 17：销售费用构成明细



来源：公司年报、中泰证券研究所

### 核心缺乏激励机制，期待改革释放经营活力

- **期待机制优化，释放业绩弹性。**对于国有体制的酒企而言，行业成长期滋生的跑冒滴漏问题会在行业调整期充分释放，后期产品价格和渠道体系恢复也相对迟缓。目前白酒行业国企改革进展顺利，如洋河、老白干、五粮液、沱牌等都分别通过股权激励或引入战投方式来优化体制，强化经营活力。我们认为金种子酒团队能力值得认可，核心问题是长期缺少有效激励，今年公司换届后预计管理层会对机制认识更为深入。早于 2014 年公司曾短期停牌，市场预期与改革相关，尽管未有实质性进展但可侧面反映地方政府对其有所考虑。当前公司调整策略按部就班进行，期待机制有所优化，释放业绩弹性。

## 投资建议：目标价 10.75 元，首次覆盖，给予“增持”评级

### 核心假设

- 盈利预测假设：
- 假设一：受益省内消费升级红利，2017 年中高端白酒徽蕴和新版柔和实现两位数增长，低端白酒保持个位数下滑，生化制药业务保持两位数增长；2018 年渠道调整到位，整体收入增速回升至两位数；
- 假设二：产品结构提升驱动毛利率逐步回升，2018 年达到 58%；
- 假设三：销售费用率不断优化，2018 年降至 30%，预计 2018 年净利率回升至 6%附近。

图表 18：金种子酒收入分项预测表（单位：百万元）

酒类	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,514.18	2,072.41	1,897.46	1,866.29	1,505.28	1234.33	1333.08	1493.05
同比		36.87%	-8.44%	-1.64%	-19.34%	-18.00%	8.00%	12.00%
营业成本	457.06	604.37	542.11	591.25	501.27	423.38	437.25	470.31
毛利	1,057.12	1,468.04	1,355.35	1,275.04	1,004.01	810.95	895.83	1022.74
毛利率	69.81%	70.84%	71.43%	68.32%	66.70%	65.70%	67.20%	68.50%
生化制药	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	206.23	203.63	176.20	202.51	216.42	253.21	283.60	317.63
同比		-1.26%	-13.47%	14.93%	6.87%	17.00%	12.00%	12.00%
营业成本	194.54	187.70	161.91	188.94	196.16	230.42	258.07	289.04
毛利	11.69	15.93	14.29	13.57	20.26	22.79	25.52	28.59
毛利率	5.67%	7.82%	8.11%	6.70%	9.36%	9.00%	9.00%	9.00%
其他	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	44.16	18.40	6.96	6.23	5.90	6.20	6.50	6.83
同比		-58.33%	-62.17%	-10.49%	-5.30%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	41.92	13.63	2.55	1.16	0.93	1.24	1.30	1.37
毛利	2.24	4.77	4.41	5.07	4.97	4.96	5.20	5.46
毛利率	5.07%	25.92%	63.36%	81.38%	84.24%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,764.57	2,294.44	2,080.62	2,075.03	1,727.60	1,493.74	1,623.18	1,817.50
同比		30.03%	-9.32%	-0.27%	-16.74%	-13.54%	8.67%	11.97%
营业成本	693.52	805.70	706.57	781.35	698.36	655.04	696.62	760.72
毛利	1,071.05	1,488.74	1,374.05	1,293.68	1,029.24	838.70	926.55	1056.79
毛利率	60.70%	64.88%	66.04%	62.35%	59.58%	56.15%	57.08%	58.14%

来源：中泰证券研究所

### 盈利预测结果

- 根据以上假设及分项业务盈利预测，我们预计 2016-2018 年公司分别实现收入 14.94、16.23、18.18 亿元，同比增长-13.54%、8.67%、11.97%，净利润 0.28、0.64、1.04 亿元，同比增长-46.12%、127.19%、62.75%，对应 EPS 分别为 0.05、0.11、0.19 元。

## 投资建议

- **目标价 10.75 元，首次覆盖，给予“增持”评级。**短期公司 PE 估值不适用，采取 PS 估值。根据公司当前股价，对应 2016-2017 年 PS 分别为 3.49 倍和 3.22 倍。我们选取白酒行业 17 家上市公司进行比较，金种子酒估值处于白酒上市公司倒数第二位，行业平均估值为 6.0。参考可比公司的估值水平，给予目标价 10.75 元，对应 2016 年 4xPS，首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表 19：可比公司估值表（截止到 2016 年 12 月 16 日收盘价）**

代码	公司名称	PE	PS
000799.SZ	酒鬼酒	74.3	11.5
600519.SH	贵州茅台	24.9	11.0
600779.SH	水井坊	57.2	9.2
603369.SH	金徽酒	41.9	6.8
603589.SH	口子窖	24.7	6.9
603919.SH	今世缘	23.1	6.8
002304.SZ	迎驾贡酒	28.5	6.0
000568.SZ	洋河股份	18.4	6.2
603198.SH	泸州老窖	27.9	6.0
000858.SZ	五粮液	20.2	5.6
600702.SH	沱牌舍得	133.0	5.4
600809.SH	山西汾酒	35.4	4.8
600559.SH	老白干酒	104.4	4.3
000596.SZ	古井贡酒	28.9	4.0
600197.SH	伊力特	22.4	3.8
600199.SH	金种子酒	216.6	3.4
000860.SZ	顺鑫农业	35.7	1.1

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

- **打压三公消费力度继续加大。**尽管公务消费占比逐年走低，但是上半年安徽还是出台了“禁酒令”，未来不排除进一步加强限制公务人员用酒的可能。从体制内继续肃清酒风，进而影响商务消费与民间消费。
- **核心产品动销不及预期。**徽酒竞争异常激烈，尽管公司具备一定品牌和品质优势，但消费升级驱动的中高端白酒动销仍存在不达预期的可能。
- **费用管控不到位。**公司高额销售费用存在压缩空间，但短期费用管控力度存在不达预期风险。
- **食品安全事件风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

**图表 20：金种子酒财务预测三张表（单位：百万元）**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>2,081</b>	<b>2,075</b>	<b>1,728</b>	<b>1,494</b>	<b>1,623</b>	<b>1,818</b>	货币资金	790	411	1,282	949	944	977
增长率	-9.32%	-0.3%	-16.7%	-13.5%	8.7%	12.0%	应收款项	473	436	173	239	242	264
营业成本	-707	-781	-698	-655	-697	-761	存货	437	445	457	477	536	617
%销售收入	34.0%	37.7%	40.4%	43.9%	42.9%	41.9%	其他流动资产	684	997	383	388	387	388
毛利	1,374	1,294	1,029	839	927	1,057	流动资产	2,384	2,289	2,294	2,053	2,110	2,246
%销售收入	66.0%	62.3%	59.6%	56.1%	57.1%	58.1%	%总资产	74.7%	71.1%	69.3%	65.5%	65.1%	65.5%
营业税金及附加	-317	-311	-253	-222	-240	-269	长期投资	116	115	104	104	104	104
%销售收入	15.3%	15.0%	14.6%	14.8%	14.8%	14.8%	固定资产	315	453	552	607	662	719
营业费用	-774	-797	-659	-493	-503	-545	%总资产	9.9%	14.1%	16.7%	19.4%	20.4%	20.9%
%销售收入	37.2%	38.4%	38.2%	33.0%	31.0%	30.0%	无形资产	324	316	308	317	313	311
管理费用	-111	-119	-117	-127	-138	-145	非流动资产	808	931	1,016	1,080	1,131	1,185
%销售收入	5.3%	5.8%	6.7%	8.5%	8.5%	8.0%	%总资产	25.3%	28.9%	30.7%	34.5%	34.9%	34.5%
息税前利润 (EBIT)	171	67	1	-3	45	97	<b>资产总计</b>	<b>3,192</b>	<b>3,220</b>	<b>3,310</b>	<b>3,133</b>	<b>3,240</b>	<b>3,431</b>
%销售收入	8.2%	3.2%	0.0%	-0.2%	2.8%	5.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	28	20	33	22	19	19	应付款项	651	743	846	627	688	763
%销售收入	-1.3%	-1.0%	-1.9%	-1.5%	-1.2%	-1.1%	其他流动负债	239	128	85	115	97	109
资产减值损失	-1	-8	-12	0	0	0	流动负债	890	871	931	742	785	872
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	33	31	10	10	10	其他长期负债	127	130	135	135	135	135
%税前利润	6.0%	28.4%	49.4%	28.4%	12.3%	7.5%	<b>负债</b>	<b>1,017</b>	<b>1,001</b>	<b>1,066</b>	<b>877</b>	<b>920</b>	<b>1,007</b>
营业利润	210	112	54	29	74	127	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,172</b>	<b>2,216</b>	<b>2,241</b>	<b>2,252</b>	<b>2,316</b>	<b>2,420</b>
营业利润率	10.1%	5.4%	3.1%	2.0%	4.6%	7.0%	少数股东权益	3	3	3	4	4	4
营业外收支	-2	4	10	6	7	7	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,192</b>	<b>3,220</b>	<b>3,310</b>	<b>3,133</b>	<b>3,240</b>	<b>3,431</b>
税前利润	208	117	63	35	81	134	<b>比率分析</b>						
利润率	10.0%	5.6%	3.7%	2.4%	5.0%	7.4%	<b>每股指标</b>	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-75	-28	-11	-7	-17	-29	每股收益 (元)	0.240	0.159	0.094	0.050	0.115	0.187
所得税率	35.9%	24.0%	17.1%	20.0%	21.0%	22.0%	每股净资产 (元)	3.907	3.988	4.032	4.053	4.168	4.354
净利润	134	89	52	28	64	104	每股经营现金净流 (元)	0.522	0.096	0.636	-0.457	0.139	0.187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	133	89	52	28	64	104	<b>回报率</b>						
净利率	6.4%	4.3%	3.0%	1.9%	3.9%	5.7%	净资产收益率	6.15%	4.00%	2.32%	1.25%	2.75%	4.29%
							总资产收益率	4.18%	2.75%	1.57%	0.90%	1.97%	3.02%
							投入资本收益率	8.64%	2.99%	0.05%	-0.20%	2.79%	5.63%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	-9.32%	-0.27%	-16.74%	-13.54%	8.67%	11.97%
							EBIT增长率	-76.35%	-60.95%	-99.19%	-657.54%	1601.21%	115.39%
							净利润增长率	-76.22%	-33.64%	-41.19%	-46.12%	127.19%	62.75%
							总资产增长率	7.32%	0.89%	2.79%	-5.35%	3.42%	5.88%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	11.8	9.8	11.6	11.1	11.0	11.1
							存货周转天数	195.2	206.1	235.7	266.0	281.0	296.0
							应付账款周转天数	148.7	151.5	208.4	179.5	184.5	186.8
							固定资产周转天数	37.1	49.1	75.6	92.1	86.4	78.4
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-36.33%	-18.51%	-57.10%	-42.08%	-40.68%	-40.29%
							EBIT利息保障倍数	-6.2	-3.4	0.0	0.1	-2.4	-5.1
							资产负债率	31.87%	31.08%	32.19%	27.99%	28.40%	29.34%

现金流量表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	134	89	52	28	64	104
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	22	31	40	31	32	34
非经营收益	-61	-58	-66	-16	-17	-17
营运资金变动	196	-9	328	-297	-2	-17
<b>经营活动现金净流</b>	<b>290</b>	<b>53</b>	<b>354</b>	<b>-254</b>	<b>78</b>	<b>104</b>
资本开支	245	116	128	89	76	81
投资	-630	-320	620	0	0	0
其他	34	48	53	10	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-841</b>	<b>-388</b>	<b>545</b>	<b>-79</b>	<b>-66</b>	<b>-71</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-172	-44	-28	0	-17	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-172</b>	<b>-44</b>	<b>-28</b>	<b>0</b>	<b>-17</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-723</b>	<b>-379</b>	<b>871</b>	<b>-332</b>	<b>-5</b>	<b>33</b>

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**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%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。