

金种子酒 (600199.SH)

改革成效显著，业绩逐步兑现

无评级

核心观点

事件:公司公告, 预计 2023H1 实现归母净利润为-3, 200 万元到-4, 800 万元, 中值约-4, 000 万元; 2023Q2 预计实现归母净利润-684 万元到 916 万元, 中值约 116 万元。预计 2023H1 实现扣非归母净利润-3, 700 万元到-5, 300 万元, 中值约-4, 500 万元; 2023Q2 实现扣非归母净利润-1, 031 万元至 569 万元。

头号种子&馥合香铺货进展顺利，二季度有望实现时间任务双过半。目前, 公司已经完成组织体制改革, 开始进入到铺货动销的第二阶段。公司在前期头号种子酒、馥合香新品上市推广之后, 二季度加快在阜阳、合肥等市场新品导入速度。从收入端看, 我们预计二季度酒类收入有望实现“时间过半, 任务过半”, 主要系: 1) 头号种子和馥合香新品铺货增长; 2) 柔和、祥和等老品受益于价格带增长, 呈现恢复式增长; 3) 安徽地区上年同期疫情冲击下低基数效应。展望全年, 我们预计公司有望在需求复苏、新品铺货的双重作用下, 酒类营收有望实现 15 亿左右。

二季度利润端有望实现扭亏，积极看好公司全年利润弹性。从利润端看, 我们预计 2023Q2 公司计提部分人员遣散费、历史市场费用等, 进而导致单季度利润相对承压。随着历史问题的逐步出清, 预计 2023Q3 公司有望进入健康盈利通道。从产品结构看, 2023Q2 预计营收仍以老品和高线光瓶酒为主, 馥合香新品仍在前期消费者培育阶段。从战略规划上, 公司强化对 100-300 元价位的馥合香资源倾斜, 目前馥 7 和馥 9 渠道反馈良好。其中 100-200 元价位的馥 7 复购率 15%左右, 动销较为突出。我们预计随着馥合香新品的全面推广, 公司净利率有望在馥合香带动下明显回升。

全面进入渠道动销验证期，积极看好华润赋能下，次高端战略行稳致远。华润入驻后, 公司在三大维度出现明显改善: 1) 治理改善, 重塑内部组织架构、优化晋升及薪酬激励等; 2) 结构升级, 馥合香新品重启次高端战略; 3) 区域精耕, 公司持续深挖阜阳、合肥等重点市场。2023H2 预计公司在头号种子进入流通渠道、馥合香新品持续破圈等作用下, 有望实现名酒品牌复兴。

风险提示:白酒竞争加剧; 改革不及预期; 馥合香推广不及预期; 疫情反复

投资建议:考虑到推广进度或好于预期, 上修盈利预测并引入 2025 年, 预计 2023-2025 年公司有望实现营收 18.7/26.1/34.4 亿元 (前值 2023-2024 年 16.79/22.62 亿元), 同比+57.5%/39.5%/32.0%; 实现归母净利润 0.19/2.00/4.39 亿元 (前值 2023-2024 年 0.05/1.65 亿元), 同比扭亏/973.7%/119.3%, 对应 PE 881/82/37X。鉴于短期业绩波动较大以及改革的不确定性, 暂不给予评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,211	1,186	1,868	2,606	3,439
(+/-%)	16.7%	-2.1%	57.5%	39.5%	32.0%
净利润(百万元)	-166	-187	19	200	439
(+/-%)	-339.8%	12.4%	扭亏	973.7%	119.3%
每股收益(元)	-0.25	-0.28	0.03	0.30	0.67
EBIT Margin	-17.0%	-16.9%	-0.4%	8.1%	14.5%
净资产收益率 (ROE)	-6.1%	-7.4%	0.7%	7.4%	14.6%
市盈率 (PE)	-98.8	-87.8	881.2	82.1	37.4
EV/EBITDA	-111.9	-116.6	251.8	59.9	30.8
市净率 (PB)	6.01	6.46	6.41	6.08	5.46

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师: 李文华

021-60375461

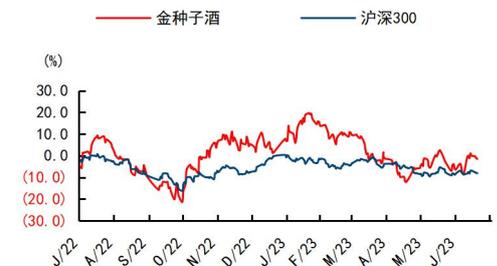
liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523070002

基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	24.99 元
总市值/流通市值	16438/16438 百万元
52 周最高价/最低价	31.48/19.65 元
近 3 个月日均成交额	269.01 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金种子酒 (600199.SH) - 改革谱新篇, 复苏正当时》—— 2023-03-09

事件：公司公告，预计 2023H1 实现归母净利润为-3,200 万元到-4,800 万元，中值约-4,000 万元；2023Q2 预计实现归母净利润-684 万元到 916 万元，中值约盈利 116 万元。预计 2023H1 实现扣非归母净利润-3,700 万元到-5,300 万元，中值约-4,500 万元；2023Q2 实现扣非归母净利润-1,031 万元至 569 万元，中值约-231 万元。

头号种子&馥合香铺货进展顺利，二季度有望实现时间任务双过半。目前，公司已经完成组织体制改革，开始进入到铺货动销的第二阶段。公司在前期头号种子酒、馥合香新品上市推广之后，二季度加快阜阳、合肥等市场新品的导入速度。从收入端看，我们预计二季度酒类收入有望实现“时间过半，任务过半”，主要系：1) 头号种子和馥合香新品铺货增长；2) 柔和、祥和等老品受益于价格带增长，呈现恢复式增长；3) 安徽地区上年同期疫情冲击下低基数效应。展望全年，我们预计公司有望在需求复苏、新品铺货的双重作用下，酒类营收有望实现 15 亿左右。

二季度利润端有望实现扭亏，积极看好公司全年利润弹性。从利润端看，我们预计 2023Q2 公司计提部分人员遣散费、历史市场费用等，进而导致单季度利润相对承压。随着历史问题的逐步出清，预计 2023Q3 公司有望进入健康盈利通道。从产品结构看，2023Q2 预计营收仍以老品和高线光瓶酒为主，馥合香新品仍在前期消费者培育阶段。从战略规划上，公司强化对 100-300 元价位的馥合香资源倾斜，目前馥 7 和馥 9 渠道反馈良好。其中 100-200 元价位的馥 7 复购率 15%左右，动销较为突出。我们预计随着馥合香新品的全面推广，公司净利率有望在馥合香带动下明显回升。

全面进入渠道动销验证期，积极看好华润赋能下，次高端战略行稳致远。华润入驻后，公司在三大维度出现明显改善：1) 治理改善，重塑内部组织架构、优化晋升及薪酬激励等；2) 结构升级，馥合香新品重启次高端战略；3) 区域精耕，公司持续深挖阜阳、合肥等重点市场。2023H2 预计公司在头号种子进入流通渠道、馥合香新品持续破圈等作用下，有望实现名酒品牌复兴。

投资建议：考虑到推广进度或好于预期，上修盈利预测并引入 2025 年，预计 2023-2025 年公司有望实现营收 18.7/26.1/34.4 亿元（前值 2023-2024 年 16.79/22.62 亿元），同比增长 57.5%/39.5%/32.0%；实现归母净利润 0.19/2.00/4.39 亿元（前值 2023-2024 年 0.05/1.65 亿元），同比扭亏/973.7%/119.3%，对应 PE 881/82/37X。鉴于短期业绩波动较大以及改革的不确定性，暂不给予评级。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 07 月 19 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	244.32	1,291.5	7.1	8.7	12.7	34.5	28.1	19.2
603198.SH	迎驾贡酒	买入	64.21	513.7	2.7	3.2	4.0	24.2	20.3	16.0
603589.SH	口子窖	买入	53.02	318.1	3.2	3.7	4.2	16.4	14.4	12.7
600199.SH	金种子酒	暂无	24.99	164.4	0.0	0.3	0.7	881.2	82.1	37.4

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	888	511	804	1014	1500	营业收入	1211	1186	1868	2606	3439
应收款项	145	82	128	179	236	营业成本	862	872	1195	1480	1755
存货净额	1342	1329	1409	1235	1163	营业税金及附加	137	126	205	286	377
其他流动资产	140	193	231	349	482	销售费用	273	244	299	410	525
流动资产合计	2617	2114	2573	2778	3381	管理费用	114	118	140	166	216
固定资产	763	810	790	763	733	研发费用	30	25	37	52	69
无形资产及其他	262	252	242	232	222	财务费用	(23)	(15)	(9)	(15)	(25)
投资性房地产	219	214	214	214	214	投资收益	10	2	2	2	2
长期股权投资	4	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	8	6	10	10	10
资产总计	3866	3395	3823	3991	4554	其他收入	(33)	(20)	(37)	(52)	(69)
短期借款及交易性金融负债	0	29	203	0	0	营业利润	(168)	(172)	13	238	535
应付款项	652	330	459	583	708	营业外净收支	4	6	10	10	10
其他流动负债	299	314	422	530	664	利润总额	(163)	(166)	23	248	545
流动负债合计	952	673	1084	1113	1372	所得税费用	2	20	5	50	109
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	(0)	(2)	(3)
其他长期负债	170	166	166	166	166	归属于母公司净利润	(166)	(187)	19	200	439
长期负债合计	170	166	166	166	166	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1122	840	1250	1279	1538	净利润	(166)	(187)	19	200	439
少数股东权益	9	10	10	8	5	资产减值准备	3	(1)	(6)	0	0
股东权益	2735	2545	2564	2704	3011	折旧摊销	49	52	78	84	87
负债和股东权益总计	3866	3395	3823	3991	4554	公允价值变动损失	(8)	(6)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(23)	(15)	(9)	(15)	(25)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(175)	(284)	66	237	142
每股收益	(0.25)	(0.28)	0.03	0.30	0.67	其它	(2)	3	5	(2)	(3)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.09	0.20	经营活动现金流	(300)	(423)	153	510	655
每股净资产	4.16	3.87	3.90	4.11	4.58	资本开支	0	(92)	(32)	(37)	(37)
ROIC	-6.76%	-7.48%	0%	7%	18%	其它投资现金流	239	103	0	0	0
ROE	-6.08%	-7.35%	1%	7%	15%	投资活动现金流	234	10	(32)	(37)	(37)
毛利率	28.8%	26.4%	36.0%	43.2%	49.0%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-17%	-17%	-0%	8%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-13%	-12%	4%	11%	17%	支付股利、利息	0	0	0	(60)	(132)
收入增长	17%	-2%	58%	40%	32%	其它融资现金流	(60)	36	173	(203)	0
净利润增长率	-340%	12%	扭亏	974%	119%	融资活动现金流	(60)	36	173	(263)	(132)
资产负债率	29%	25%	33%	32%	34%	现金净变动	(126)	(377)	294	210	486
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	货币资金的期初余额	1013	888	511	804	1014
P/E	(98.8)	(87.8)	881.2	82.1	37.4	货币资金的期末余额	888	511	804	1014	1500
P/B	6.0	6.5	6.4	6.1	5.5	企业自由现金流	0	(548)	105	453	589
EV/EBITDA	(111.9)	(116.6)	251.8	59.9	30.8	权益自由现金流	0	(512)	286	262	610

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032