



金种子酒(600199)

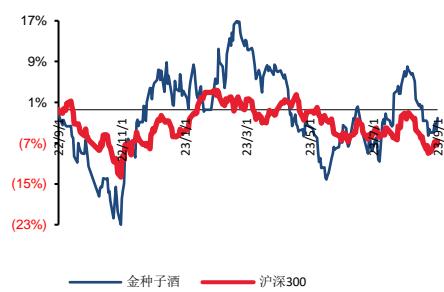
目标价: 30

昨收盘: 25.4

食品饮料 白酒II

金种子酒: 23Q2 实现扭亏, 华润赋能效果显现

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 658/658 |
| 总市值/流通(百万元) | 16,708/16,708 |
| 12 个月最高/最低(元) | 30.34/19.95 |

相关研究报告:

证券分析师: 李鑫鑫

电话: 021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519100001

证券分析师: 伍兆丰

电话: 13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522110002

事件: 金种子酒发布 2023 年中报, 23H1 公司实现营收 7.68 亿元, 同比+27.63%, 实现归母净利润、归母扣非净利润分别-0.38、-0.43 亿元。2023Q2 实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 3.35、0.03、0.00 亿元, 分别同比+30.52%、同比扭亏、同比扭亏。

报表分析: 23H1 合同负债同比略有提升。23H1 合同负债为 0.91 亿元, 同比增加 0.08 亿元。

点评:

收入分析: 低端产品表现较好, 利润符合预期

23H1 公司实现营收 113.10 亿元, 同比+27.63% (Q1: +25.48%; Q2: +30.52%), 增速环比有所提升。23Q2 归母净利润同比实现扭亏, 符合预期。

1) 分产品: 底盘产品放量推动低端产品表现较好。23H1 白酒业务实现营收 5.04 亿元, 同比+34.2%, 其中高端 (名义零售价>500 元/瓶) 实现营收 0.17 亿元, 中端 (100<名义零售价≤500 元/瓶) 实现营收 0.90 亿元, 低端白酒 (名义零售价≤100 元/瓶) 实现营收 3.86 亿元, 主要为上半年公司持续发力网点覆盖, 加速消化老系列产品, 并对柔和、祥和等底盘产品进行焕新, 以及上市光瓶产品头号种子共同推动低端产品实现放量。其中 23Q2 高端/中端/低端酒实现营收为 0.08/0.64/1.43 亿元, 中端产品环比+144%, 预计为馥合香品牌焕新上市后, 馥合香系列加大铺货推广力度。23H1 药业实现营收 2.64 亿元, 同比+16.7%, 稳步增长。

2) 分市场: 啤白融合有序推进, 23Q2 省内保持快速增长。23Q2 经销商数量为 470 家, 较年初净增加 173 家, 其中省内/省外净增加 75/98 家, 省内经销商数量持续提升, 主要为啤白渠道融合持续推进, 底盘产品加速开商。23H1 省内/省外市场实现营收 4.22/0.72 亿元, 同比+30.85%/+62.58%, 省内保持快速增长, 省外基数较低, 增速较高。

本费利分析: Q2 毛利率有所提升, 经营效率改善明显

1) 23H1 公司毛利率 30.10%, 同比-3.15pct。期间费用率 22.46%, 同比-10.67pct, 主要为销售费用率优化明显, 其中销售费用率 13.37%, 同比-9.17pct, 主要为费用投入结构有所调整, 公司减少广告、促销投入, 同时预计部分返利费用确认为收入抵扣项, 23H1 广告费同比-

69%、促销费用同比-56%；管理费用率 8.63%，同比-1.40pct，主要为薪酬市场化机制落地，公司辞退福利有所增长，研发费用率 0.98%，同比-1.08pct，财务费用率-0.52%，同比+0.98pct。23H1 税金及其他附加占比约 12.61%，同比+1.85pct，主要为消费税同比+54.62%，预计为低端白酒销售提升带动消费税（从量计征）增长。归母净利润率-4.93%，同比+4.23pct，主要为毛利率、经营效率共同改善驱动。

2) 23Q2 公司毛利率 33.79%，同比+2.36pct，主要为产品结构提升，期间费用率 19.74%，同比-17.86pct，其中销售费用率 6.65%，同比-19.90pct，管理/研发/财务费用率 12.18%/1.54%/-0.63%，同比+1.20/-0.23/+1.07pct。归母净利润率 1.00%，同比+17.56pct。

23 年展望：一体两翼、3+3 产品战略有序推进，华润入驻持续提升经营效率。公司明确一体（馥合香）两翼（种子系列、醉三秋）产品矩阵，同时进一步聚焦核心 3+3 产品战略，即“头号种子、柔和、祥和+馥 7、馥、馥 20”，目前馥合香系列经过品牌焕新后，已上市馥 7/馥 9/馥 20，其中主销馥 7、馥 9，品牌露出以馥 20 为主；底盘产品上，柔和、祥和已完成换包装升级，并于 3 月上市光瓶产品“头号种子”。预计于 10 月将启动高端品牌醉三秋的品牌重塑，随着品牌矩阵的搭建完善，未来公司有望在省内大众价格带、次高端价格带持续发力，增量空间较大。华润入驻公司后，进行了一系列组织优化，目前在组织架构、管理体系、渠道建设上均已见成效，经销效率持续提升，其中组织架构上，销售组织扁平化、人员持续优化汰换；管理体系上，华润系高管陆续入驻，持续加强管理赋能；渠道建设上，通过大练兵等活动，加强终端网点覆盖，并持续嫁接华润啤酒渠道，为产品放量打下基础。公司 8 月启动中秋会战，网点覆盖率有望继续提升推动底盘产品放量。随着中秋、国庆旺季到来，馥合香系列卡位省内主流价格带，有望加速增长。

投资建议：随着网点覆盖提升，底盘产品有望持续放量。华润赋能下，经销效率持续优化，有望带动利润弹性。预计 23-25 年收入增速分别为 41%/46%/40%，归母净利润增速分别为扭亏/+737%/+127%，EPS 分别为 0.02/0.21/0.47 元，对应当前股价 PE 分别为 1034x/124x/54x，考虑公司业绩处于快速恢复期，我们按照 2025 年业绩给予 0.5xPEG，目标价 30 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：省内经济发展不及预期风险，渠道拓展不及预期风险，底盘产品增长不如预期等

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1186 | 1676 | 2440 | 3411 |
| (+/-%) | -2% | 41% | 46% | 40% |
| 归母净利(百万元) | (187) | 16 | 135 | 307 |
| (+/-%) | -12% | -109% | 737% | 127% |
| 摊薄每股收益(元) | -0.28 | 0.02 | 0.21 | 0.47 |
| 市盈率(PE) | -89 | 1034 | 124 | 54 |

资料来源：Wind, 太平洋证券, 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | 利润表(百万) | | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|---------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 888 | 511 | 712 | 801 | 934 | 营业收入 | 1211 | 1186 | 1676 | 2440 | 3411 |
| 应收款项 | 145 | 82 | 92 | 127 | 168 | 营业成本 | 862 | 872 | 1166 | 1613 | 2170 |
| 存货净额 | 1342 | 1329 | 1093 | 1201 | 1339 | 营业税金及附加 | 137 | 126 | 210 | 293 | 402 |
| 其他流动资产 | 243 | 193 | 273 | 317 | 375 | 销售费用 | 273 | 244 | 181 | 232 | 290 |
| 流动资产合计 | 2617 | 2114 | 2170 | 2446 | 2816 | 管理费用 | 114 | 118 | 119 | 159 | 188 |
| 固定资产 | 640 | 641 | 757 | 860 | 953 | 财务费用 | (23) | (15) | (13) | (17) | (21) |
| 在建工程 | 109 | 158 | 158 | 158 | 158 | 其他费用/(-收入) | 18 | 8 | 18 | 20 | 25 |
| 无形资产及其他 | 262 | 252 | 246 | 240 | 234 | 营业利润 | (168) | (172) | 19 | 164 | 387 |
| 长期股权投资 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 营业外净收支 | 4 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3866 | 3395 | 3560 | 3934 | 4390 | 利润总额 | (163) | (166) | 19 | 164 | 387 |
| 短期借款 | 0 | 29 | 29 | 29 | 29 | 所得税费用 | 2 | 20 | 3 | 30 | 81 |
| 应付款项 | 652 | 330 | 490 | 783 | 1057 | 净利润 | (165) | (186) | 16 | 134 | 305 |
| 合同负债 | 1 | 4 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 1 | 1 | (0) | (1) | (2) |
| 其他流动负债 | 298 | 310 | 310 | 310 | 310 | 归属于母公司净利润 | (166) | (187) | 16 | 135 | 307 |
| 流动负债合计 | 952 | 673 | 829 | 1123 | 1397 | 预测指标 | | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | ROE | -6% | -7% | 1% | 5% | 11% |
| 其他长期负债 | 170 | 166 | 166 | 166 | 166 | 毛利率 | 29% | 26% | 30% | 34% | 36% |
| 长期负债合计 | 170 | 166 | 166 | 166 | 166 | 销售净利率 | -14% | -16% | 1% | 6% | 9% |
| 负债合计 | 1122 | 840 | 996 | 1289 | 1563 | 收入增长率 | 17% | -2% | 41% | 46% | 40% |
| 股本 | 658 | 658 | 658 | 658 | 658 | 利润增长率 | -340% | -12% | -109% | 737% | 127% |
| 股东权益 | 2744 | 2555 | 2564 | 2645 | 2827 | 总资产周转率 | 0.31 | 0.35 | 0.47 | 0.62 | 0.78 |
| 负债和股东权益总计 | 3866 | 3395 | 3560 | 3934 | 4390 | 应收账款周转率 | 8.35 | 14.55 | 18.25 | 19.21 | 20.28 |
| 现金流量表(百万) | | | | | | 存货周转率 | 0.64 | 0.66 | 1.26 | 1.59 | 1.92 |
| 经营活动现金流 | (456) | (462) | 388 | 321 | 432 | 资产负债率 | 29% | 25% | 28% | 33% | 36% |
| 投资活动现金流 | 330 | 52 | (116) | (103) | (93) | 流动比 | 2.75 | 3.14 | 2.62 | 2.18 | 2.02 |
| 筹资活动现金流 | (251) | 611 | (6) | (54) | (123) | EPS | -0.25 | -0.28 | 0.02 | 0.21 | 0.47 |
| 现金净增加额 | (377) | 202 | 266 | 164 | 217 | BVPS | 4.16 | 3.87 | 3.88 | 4.01 | 4.29 |

资料来源：WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|--------------|--------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 常新宇 | 13269957563 | changxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 佟宇婷 | 13522888135 | tongyt@tpyzq.com |
| 华北销售 | 王辉 | 18811735399 | wanghui@tpyzq.com |
| 华北销售 | 巩贊阳 | 18641840513 | gongzy@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡亦真 | 17267491601 | huyz@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李昕蔚 | 18846036786 | lixw@tpyzq.com |
| 华东销售 | 张国锋 | 18616165006 | zhanggf@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡平 | 13122990430 | huping@tpyzq.com |
| 华东销售 | 周许奕 | 021-58502206 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华东销售 | 丁锟 | 13524364874 | dingkun@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafzl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 郑丹璇 | 15099958914 | zhengdx@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。