

# 金种子酒 (600199.SH)

## 二季度利润扭亏为盈，新品招商进度顺利

无评级

### 核心观点

**上半年收入增长 28%，单二季度业绩实现扭亏。**公司公告 2023 年中报，2023H1 实现营业总收入 7.68 亿元，同比+27.6%；实现归母净利润-0.38 亿元，实现扣非归母净利润-0.43 亿元。其中，2023Q2 实现营业总收入 3.35 亿元，同比+30.5%；实现归母净利润 0.03 亿元，同比扭亏；实现扣非归母净利润 0.001 亿元，同比扭亏。

**二季度利润成功扭亏为盈，百元以上产品营收占比提升。**单二季度酒类实现营收 2.15 亿元，同比+50%，受益于公司内部治理改善，相继推出头号种子、馥合香等新品。此外，酒类表观收入和回款数据存在较大差异，主要系公司将部分渠道费用抵扣收入所致（Q2 销售费用率同比-20%）。从产品结构看，单 Q2 高端酒/中档酒/低档酒实现营收 0.08/0.64/1.43 亿元，百元以上产品营收占比提升至 33.6%，带动整体毛利率同比+2.4%，后续随着馥合香的加速推广，产品结构有望进一步提升。从费用端看，单 Q2 销售费用率/管理费用率同比-20pcts/+1.2pcts，主要系：1) 公司内部治理显著改善，费投精细化程度提升；2) 部分渠道费用直接抵扣收入；3) 人员遣返费用阶段性抬升管理费用率。全年看，持续看好内部治理改善、规模效应下的费用优化。从利润看端，单 Q2 成功实现扭亏为盈，主要系毛利率提升和费用率优化共振。

**公司新品招商进度顺利，报表增长质量较高。**Q2 末公司合同负债余额 0.91 亿元，环比-0.79 亿元，同比+9.3%，主要系“啤白融合”战略下，部分啤酒经销商开始经销公司新品。从经销商数量看，报告期内，公司省内/省外经销商同比+40/+71 家，新进经销商打款意愿加强，“啤白融合”发展战略得到验证。从区域上看，单 Q2 白酒省内/省外实现营收 1.74/0.41 亿元，同比+39%/126%，省外高增系低基数效应。从收现比看，单 Q2 公司收现 4.19 亿元，同比+52%，和收入增速相适配，增长质量相对较高。

**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。

**风险提示：**竞争加剧；改革不及预期；馥合香推广不及预期。

**投资建议：**维持此前修盈利预测，预计 2023–2025 年公司有望实现营收 18.7/26.1/34.4 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，同比扭亏/973.7%/119.3%，对应 PE 896/83.5/38X。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)	-100.4	-89.3	895.7	83.4	38.0
EV/EBITDA	-113.6	-118.4	255.7	60.9	31.2
市净率(PB)	6.11	6.56	6.52	6.18	5.55

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

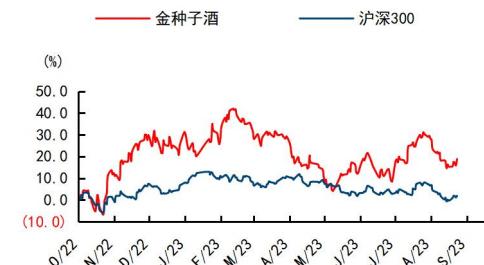
liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523070002

#### 基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	25.40 元
总市值/流通市值	16708/16708 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	301.73 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) - 改革成效显现，业绩逐步兑现》 —— 2023-07-20

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

**上半年收入增长 28%，单二季度业绩实现扭亏。**公司公告 2023 年中报，2023H1 实现营业总收入 7.68 亿元，同比+27.6%；实现归母净利润-0.38 亿元，实现扣非归母净利润-0.43 亿元。其中，2023Q2 实现营业总收入 3.35 亿元，同比+30.5%；实现归母净利润 0.03 亿元，同比扭亏；实现扣非归母净利润 0.001 亿元，同比扭亏。

**二季度利润成功扭亏为盈，百元以上产品营收占比提升。**单二季度酒类实现营收 2.15 亿元，同比+50%，受益于公司内部治理改善，相继推出头号种子、馥合香等新品。此外，表观酒类收入和回款数据存在较大差异，主要系公司将部分渠道费用抵扣收入所致（Q2 销售费用率同比-20%）。从产品结构看，单 Q2 高端酒/中档酒/低档酒实现营收 0.08/0.64/1.43 亿元，百元以上产品营收占比提升至 33.6%，带动整体毛利率同比+2.4%，后续随着馥合香的加速推广，公司产品结构有望进一步提升。从费用端看，单 Q2 销售费用率/管理费用率同比-20pcts/+1.2pcts，主要系：1) 华润入驻后，公司内部治理显著改善，费投精细化程度提升；2) 部分费用直接抵扣收入；3) 人员遣返费用阶段性抬升管理费用率。全年维度看，我们持续看好内部治理改善、规模效应下的费用优化空间。从利润看端，公司单 Q2 成功实现扭亏为盈，主要系毛利率提升和费用率优化共振。

**公司新品招商进度顺利，报表增长质量较高。**Q2 末公司合同负债余额 0.91 亿元，环比-0.79 亿元，同比+9.3%，主要系“啤白融合”战略下，部分啤酒经销商开始经销公司新品。从经销商数量看，报告期内，公司省内/省外经销商同比+40/+71 家，新进经销商打款意愿加强，“啤白融合”发展战略得到验证。从区域上看，单 Q2 白酒省内/省外实现营收 1.74/0.41 亿元，同比+39%/126%，省外高增系低基数效应。从收现比看，单 Q2 公司收现 4.19 亿元，同比+52%，和收入增速相适配，增长质量相对较高。

**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) 区域深耕，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：**维持此前修盈利预测，预计 2023-2025 年公司有望实现营收 18.7/26.1/34.4 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，同比扭亏/973.7%/119.3%，对应 PE 896/83.5/38X。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 09 月 01 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	292.5	1,546.1	7.1	8.7	12.8	41.3	33.6	22.8
603198.SH	迎驾贡酒	买入	78.1	624.7	2.7	3.3	3.9	29.4	23.9	19.8
603589.SH	口子窖	买入	57.1	342.4	3.2	3.7	4.3	17.8	15.3	13.4
600199.SH	金种子酒	暂无	25.4	167.1	0.0	0.3	0.7	895.7	83.4	38.0

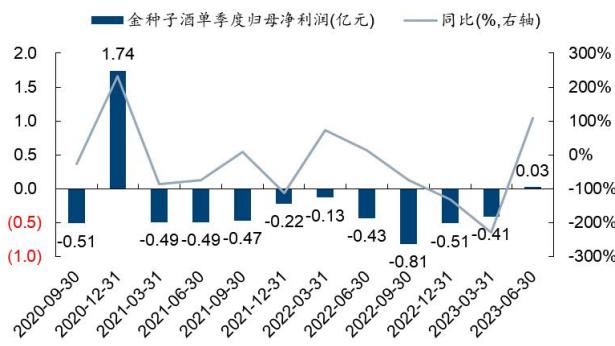
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1：金种子酒单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

图2：金种子酒单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



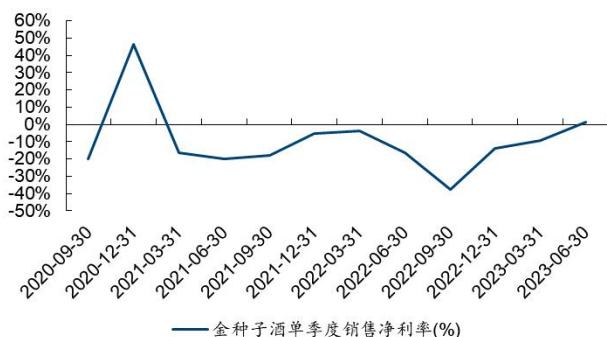
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 金种子酒单季度毛利率 (单位: %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 金种子酒单季度净利率 (单位: %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	888	511	804	1014	1500	<b>营业收入</b>	<b>1211</b>	<b>1186</b>	<b>1868</b>	<b>2606</b>	<b>3439</b>
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
<b>流动资产合计</b>	<b>2617</b>	<b>2114</b>	<b>2573</b>	<b>2778</b>	<b>3381</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>3866</b>	<b>3395</b>	<b>3823</b>	<b>3991</b>	<b>4554</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>(163)</b>	<b>(166)</b>	<b>23</b>	<b>248</b>	<b>545</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>952</b>	<b>673</b>	<b>1084</b>	<b>1113</b>	<b>1372</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(166)</b>	<b>(187)</b>	<b>19</b>	<b>200</b>	<b>439</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>170</b>	<b>166</b>	<b>166</b>	<b>166</b>	<b>166</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1122</b>	<b>840</b>	<b>1250</b>	<b>1279</b>	<b>1538</b>	<b>净利润</b>	<b>(166)</b>	<b>(187)</b>	<b>19</b>	<b>200</b>	<b>439</b>
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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3866</b>	<b>3395</b>	<b>3823</b>	<b>3991</b>	<b>4554</b>	公允价值变动损失	(8)	(6)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(23)	(15)	(9)	(15)	(25)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	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	<b>经营活动现金流</b>	<b>(300)</b>	<b>(423)</b>	<b>153</b>	<b>510</b>	<b>655</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>10</b>	<b>(32)</b>	<b>(37)</b>	<b>(37)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(60)</b>	<b>36</b>	<b>173</b>	<b>(263)</b>	<b>(132)</b>
资产负债率	29%	25%	33%	32%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>(126)</b>	<b>(377)</b>	<b>294</b>	<b>210</b>	<b>486</b>
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	(100.4)	(89.3)	895.7	83.4	38.0	货币资金的期末余额	888	511	804	1014	1500
P/B	6.1	6.6	6.5	6.2	5.5	企业自由现金流	0	(548)	105	453	589
EV/EBITDA	(113.6)	(118.4)	255.7	60.9	31.2	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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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