

金种子酒 (600199.SH)

增持 (维持评级)

Q3 扭亏，新品首轮铺货后培育

业绩简评

10月27日，公司公告，23Q1-3 实现营收 10.73 亿元，同比+31.73%；归母净利润-0.35 亿元（减亏 1.01 亿元）。23Q3 实现收入 3.05 亿元，同比+43.28%；归母净利润 0.03 亿元，实现扭亏。

经营分析

Q3 中高端同比翻倍/环比下滑，新品进入首轮铺货后的培育期。

1) 分业务看，预计 Q1-3 白酒/药业收入为 7.0/3.8 亿元，同比+53%/5%，白酒占比+9pct 至 65%。Q3 白酒/药业收入为 2.0/1.0 亿元，同比+129%/-18%，白酒占比+25pct，继续聚焦主业。

2) 分产品看，高端（500 元以上）/中端（100-500 元）/低端（100 元以下）Q1-3 收入为 0.32/1.45/5.21 亿元，占比 5%/21%/75%；23Q3 收入占比 7%/27%/66%。Q3 高/中/低端环比 Q2+78%/-15%/-5%，馥 20 于 6 月上市，Q3 铺货上量带动高档环比增长；低档的头号种子 4 月上市，中档的馥 7/9 在 5 月上市，Q2 为终端首轮铺货，Q3 新品提货平稳，进入首轮铺货后的培育期，导致 Q3 环比 Q2 有下降。此外，新品上市、底盘产品改版等涉及 sku 较多，包装物供应商供货未能完全跟上生产、铺货节奏，也影响了部分产品 Q3 的供货。

3) 分区域看，白酒省内/省外 Q1-3 收入 5.8/1.2 亿元，同比+51%/65%；23Q3 收入同比+157%/+69%，省内带动更明显。省内/省外经销商 Q1-3 净增 92/119 家，Q3 净增 17/21 名，招商节奏更平稳，累计+71%，终端网点覆盖进一步提升至 10 多万家。

4) 销售收现 Q1-3 同比+28.7%，合同负债 Q3 末同比+4.2%、环比+0.07e，并未透支预收款。

Q3 扭亏，毛利率大增，管理效率优化。23Q3 净利率同比+39pct 至 1.26%，其中：毛利率同比+30.2pct 至 50%（判断或系白酒业务占比提升+计入政策调整影响），税金及附加占比同比+4.4pct；销售/管理费率同比-8.1/-3.9pct，Q3 销售费用同比+11.5%，系新品动销培育前期投入，7-8 月升学宴、9 月备战中秋国庆双节。23Q1-3 毛利率同比+6.0pct，销售/管理费率同比-8.6/-2.0pct，净利率同比+13.4pct。

公司将通过底盘产品覆盖提升实现短期增长，为新品培养争取时间。9 月上线五码产品、控盘分利，头号种子已基本完成省内每个县区最少一个客户的渠道布局，目前已完成餐饮及街区目标网点的覆盖，并尝试切入部分社区店等非现饮渠道；馥合香给予 2 倍以上竞品的渠道利润，目前正在推动 top 烟酒店甄别投入、团购商和宴席的拓展工作。我们认为，公司内部管理边际改善，人员主动性提升明显，生产计划管理方式调整后将保障好主要品种的合理库存。当前经济环境下，建议给予改革多一些时间。

盈利预测、估值与评级

考虑当前白酒整体消费环境承压，应该给予改革更多时间，我们调整 23-25 年盈利预测，下调幅度为 87%/25%/16%；预计 23-25 年收入增速 38%/49%/50%，EPS 为 0.02 /0.30/0.73 元，对应 PE 为 1499/78/32X，维持“增持”评级。

风险提示

新品培育不及预期；内部管理改革效果低预期，区域竞争加剧。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：李本媛（执业 S1130523090002）

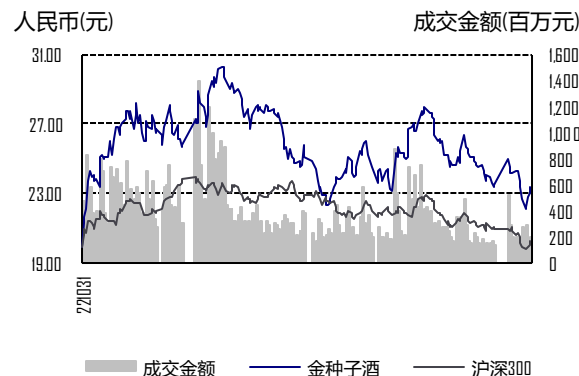
libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：23.33 元

相关报告：

1.《金种子酒公司点评：Q2 实现扭亏，新品导入效果初现》，2023.8.31

2.《金种子酒公司深度研究：华润赋能开新篇，改革兑现正当时》，2023.7.16



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,211	1,186	1,641	2,451	3,679
营业收入增长率	16.70%	-2.11%	38%	49%	50%
归母净利润(百万元)	-166	-187	10	196	483
归母净利润增长率	-339.76%	12.45%	N/A	1809%	147%
摊薄每股收益(元)	-0.253	-0.284	0.02	0.30	0.73
每股经营性现金流净额	-0.69	-0.70	-0.07	-0.08	0.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.08%	-7.35%	0.41%	7.39%	16.45%
P/E	N/A	N/A	1,499	78	32
P/B	4.07	6.91	6.07	5.80	5.23

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,038	1,211	1,186	1,641	2,451	3,679
增长率		16.7%	-2.1%	38.4%	49.3%	50.1%
主营业务成本	-750	-862	-872	-1,095	-1,477	-2,050
%销售收入	72.3%	71.2%	73.6%	66.7%	60.3%	55.7%
毛利	288	349	314	546	974	1,630
%销售收入	27.7%	28.8%	26.4%	33.3%	39.7%	44.3%
营业税金及附加	-119	-137	-126	-205	-301	-445
%销售收入	11.5%	11.3%	10.7%	12.5%	12.3%	12.1%
销售费用	-270	-273	-244	-205	-294	-423
%销售收入	26.0%	22.6%	20.6%	12.5%	12.0%	11.5%
管理费用	-108	-114	-118	-123	-132	-147
%销售收入	10.4%	9.4%	10.0%	7.5%	5.4%	4.0%
研发费用	-9	-30	-25	-25	-25	-29
%销售收入	0.9%	2.5%	2.1%	1.5%	1.0%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	-218	-206	-200	-12	222	585
%销售收入	n. a	n. a	n. a	n. a	9.0%	15.9%
财务费用	27	23	15	10	5	1
%销售收入	-2.6%	-1.9%	-1.3%	-0.6%	-0.2%	0.0%
资产减值损失	-5	-13	-2	-1	0	-1
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0
投资收益	5	10	2	4	4	6
%税前利润	11.5%	-5.8%	-1.4%	25.1%	1.8%	1.0%
营业利润	38	-168	-172	11	241	601
%营业利润率	3.7%	n. a	n. a	0.7%	9.8%	16.3%
营业外收支	7	4	6	3	5	4
税前利润	45	-163	-166	14	246	605
利润率	4.3%	n. a	n. a	0.9%	10.0%	16.4%
所得税	26	-2	-20	-3	-49	-121
所得税率	-57.4%	n. a	n. a	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	71	-165	-186	11	197	484
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	69	-166	-187	10	196	483
净利率	6.7%	n. a	n. a	0.6%	8.0%	13.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	71	-165	-186	11	197	484
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
非现金支出	50	61	53	48	48	49
非经营收益	-271	-34	-15	-7	-5	0
营运资金变动	-9	-318	-314	-100	-293	-326
经营活动现金净流	-160	-456	-462	-47	-53	207
资本开支	138	-63	-68	-57	-50	-46
投资	-270	361	102	10	10	10
其他	170	33	19	4	4	6
投资活动现金净流	38	330	52	-43	-36	-30
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	29	-22	204	100
其他	-7	-25	43	-29	-83	-204
筹资活动现金净流	-7	-25	72	-51	121	-103
现金净流量	-130	-151	-338	-141	32	74

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,013	888	511	370	402	475
应收款项	158	225	227	275	367	463
存货	969	1,342	1,329	1,409	1,819	2,356
其他流动资产	371	163	48	50	63	80
流动资产	2,511	2,617	2,114	2,104	2,651	3,374
%总资产	65.1%	67.7%	62.3%	62.1%	67.4%	72.6%
长期投资	340	217	215	205	195	185
固定资产	742	763	810	823	831	833
%总资产	19.2%	19.7%	23.9%	24.3%	21.1%	17.9%
无形资产	259	262	252	252	252	252
非流动资产	1,347	1,248	1,281	1,284	1,282	1,274
%总资产	34.9%	32.3%	37.7%	37.9%	32.6%	27.4%
资产总计	3,858	3,866	3,395	3,389	3,933	4,648
短期借款	0	0	29	7	211	311
应付款项	571	767	441	462	574	736
其他流动负债	216	184	203	215	325	488
流动负债	787	952	673	684	1,110	1,535
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	169	170	166	166	166	166
负债	956	1,122	840	851	1,276	1,701
普通股股东权益	2,894	2,735	2,545	2,527	2,645	2,934
其中：股本	658	658	658	658	658	658
未分配利润	819	669	482	488	606	895
少数股东权益	8	9	10	11	12	13
负债股东权益合计	3,858	3,866	3,395	3,389	3,933	4,648

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.106	-0.253	-0.284	0.016	0.297	0.734
每股净资产	4.400	4.158	3.869	3.842	4.020	4.461
每股经营现金净流	-0.244	-0.693	-0.702	-0.071	-0.081	0.314
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.006	0.119	0.294
回报率						
净资产收益率	2.40%	-6.08%	-7.35%	0.41%	7.39%	16.45%
总资产收益率	1.80%	-4.30%	-5.51%	0.30%	4.97%	10.39%
投入资本收益率	-11.69%	-7.52%	-8.56%	-0.36%	6.13%	14.24%
增长率						
主营业务收入增长率	13.55%	16.70%	-2.11%	38.42%	49.33%	50.12%
EBIT 增长率	21.02%	-5.73%	-2.69%	-94.14%	-1992.84%	163.67%
净利润增长率	-133.94%	-339.76%	12.45%	N/A	1809.48%	146.96%
总资产增长率	5.87%	0.20%	-12.19%	-0.17%	16.05%	18.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.0	35.1	34.4	28.0	25.0	20.0
存货周转天数	439.6	489.0	558.8	470.0	450.0	420.0
应付账款周转天数	164.5	191.0	176.0	110.0	100.0	90.0
固定资产周转天数	211.8	192.9	197.2	134.3	85.1	53.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.68%	-36.09%	-18.85%	-14.30%	-7.19%	-5.56%
EBIT 利息保障倍数	8.2	8.9	13.3	1.1	-41.9	-1,119.7
资产负债率	24.78%	29.02%	24.74%	25.11%	32.45%	36.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-16	增持	25.37	31.13~31.13
2	2023-08-31	增持	25.03	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-83831378 传真：0755-83830558 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
---	--	---