

金种子酒 (600199.SH)

单三季度利润扭亏为盈，内外部改革仍需耐心

无评级

核心观点

前三季度收入高增长，全年利润有望扭亏。前三季度，公司实现营收 10.73 亿元，同比+31.7%；实现归母净利润-0.35 亿元，亏损收窄。单三季度，公司实现营收 3.05 亿元，同比+43.3%；实现归母净利润 0.03 亿元，同比扭亏。

单 Q3 白酒收入同比翻番增长，利润端成功扭亏。单 Q3 白酒业务实现营收 2.04 亿元，同比+129%，环比-5.1%，主要系：1) Q2 新品铺货上市，Q3 进入首轮铺货后培育期；2) 新版及老版产品换代下，部分包材供给暂时性短缺；3) 新品消费者培育、业务团队重塑、厂商关系磨合仍需一定时间。其中，高档酒/中档酒/低档酒实现营收 0.15/0.54/1.35 亿元，百元以上营收占比环比提升 0.2pcts 至 33.8%，主要系双节期间百元以上宴席需求复苏较好。单 Q3 毛利率同比+30.2pcts 至 50.0%，主要受益于内部管理提效、产品结构升级等。单 Q3 税金及附加同比+4.4pcts，主要系基数效应。费用端看，单 Q3 销售费用率同比-8.1pcts，环比+21.9pcts，主要系季度间费用确认节奏问题、新品费投前置等；管理费用率同比-3.9pcts，主要系组织再造后内部管理更加精细化。单 Q3 净利率同比+39pcts，环比+0.2pct，成功实现扭亏。

经营性现金流受经营节奏扰动，渠道招商有序进行。从合同负债看，三季度末合同负债 0.98 亿元，环比+0.07 亿元，同比+4.2%，主要系：1) 二季度公司对部分老品提价存在回款前置；2) Q3 砍了部分老品 SKU；3) 馥合香铺市后有效动销仍需时间；4) 公司保持渠道合理库存，聚焦市场动销。从收现看，单 Q3 收现同比+18.5%，经营性现金流净额同比+16.2%，稍慢于收入增速，主要系部分回款前置在二季度。从经销商数量看，三季度末省内/省外经销商 307/201 家，环比二季度+17/21 家，预计系华润系有序嫁接渠道资源。

渠道动销验证仍需耐心，积极看好华润啤白赋能。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。

风险提示：改革不及预期；需求复苏不及预期；竞争加剧等。

投资建议：下修此前盈利预测，预计 2023-2025 年公司有望实现营收 15.4/19.7/25.7 亿元（前值为 18.7/26.1/34.4 亿元，下修 18%/24%/25%），同比增长 29.6%/28.5%/30.0%；实现归母净利润 0.02/1.51/3.61 亿元（前值为 0.19/2.00/4.39 亿元），同比扭亏/+7769.4%/+139.6%，对应 PE 80/13.6/101.8/42.5X。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	1,536	1,975	2,567
(+/-%)	16.7%	-2.1%	29.6%	28.5%	30.0%
净利润(百万元)	-166	-187	2	151	361
(+/-%)	-339.8%	12.4%	-101.0%	7769.4%	139.6%
每股收益(元)	-0.25	-0.28	0.00	0.23	0.55
EBIT Margin	-17.0%	-16.9%	-2.1%	7.4%	15.5%
净资产收益率(ROE)	-6.1%	-7.4%	0.1%	5.7%	12.4%
市盈率(PE)	-92.2	-82.0	8013.6	101.8	42.5
EV/EBITDA	-104.9	-109.2	350.7	71.1	34.0
市净率(PB)	5.61	6.03	6.03	5.79	5.28

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：张向伟

证券分析师：李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn

liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

无评级

合理估值

收盘价

23.33 元

总市值/流通市值

15346/15346 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

239.03 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) -二季度利润扭亏为盈，新品招商进度顺利》——2023-09-02

《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

前三季度收入高增长，全年利润有望扭亏。前三季度，公司实现营收 10.73 亿元，同比+31.7%；实现归母净利润-0.35 亿元，亏损收窄。单三季度，公司实现营收 3.05 亿元，同比+43.3%；实现归母净利润 0.03 亿元，同比扭亏。

单 Q3 白酒收入同比翻番增长，利润端成功扭亏。单 Q3 白酒业务实现营收 2.04 亿元，同比+129%，环比-5.1%，主要系：1) Q2 新品铺货上市，Q3 进入首轮铺货后培育期；2) 新版及老版产品换代下，部分包材供给暂时性短缺；3) 新品消费者培育、业务团队重塑、厂商关系磨合仍需一定时间；4) 公司保持渠道合理库存。其中，高档酒/中档酒/低档酒实现营收 0.15/0.54/1.35 亿元，百元以上营收占比环比提升 0.2pcts 至 33.8%，主要系双节期间百元以上宴席需求复苏较好，及公司主动增加宴席费用投入等。单 Q3 毛利率同比+30.2pcts 至 50.0%，主要受益于内部管理提效、产品结构升级等。单 Q3 税金及附加同比+4.4pcts，主要系基数效应（上年同期开始内部整合）。费用端看，单 Q3 销售费用率同比-8.1pcts，环比+21.9pcts，主要系季度间费用确认节奏问题（部分费用兑付集中在 Q3）、新品费投前置等；管理费用率同比-3.9pcts，主要系组织再造后内部管理更加精细化。单 Q3 净利率同比+39pcts，环比+0.2pct，成功实现扭亏。

经营性现金流受到经营节奏扰动，渠道招商有序进行。从合同负债看，三季度末合同负债 0.98 亿元，环比+0.07 亿元，同比+4.2%，主要系：1) 二季度公司对部分老品提价存在回款前置；2) Q3 砍了部分老品 SKU；3) 馥合香铺市后有效动销仍需时间；4) 公司保持渠道合理库存，聚焦市场动销。从收现看，单 Q3 收现同比+18.5%，经营性现金流净额同比+16.2%，稍慢于收入增速，主要系部分回款前置在二季度。从经销商数量看，三季度末省内/省外经销商 307/201 家，环比二季度+17/21 家，预计系华润系有序嫁接渠道资源。

渠道动销验证仍需耐心，积极看好华润啤白赋能。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。

投资建议：下修此前盈利预测，预计 2023-2025 年公司有望实现营收 15.4/19.7/25.7 亿元（前值为 18.7/26.1/34.4 亿元，下修 18%/24%/25%），同比增长 29.6%/28.5%/30.0%；实现归母净利润 0.02/1.51/3.61 亿元（前值为 0.19/2.00/4.39 亿元），同比扭亏/7769.4%/139.6%，对应 PE 8013.6/101.8/42.5X。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：金种子酒盈利预测调整表

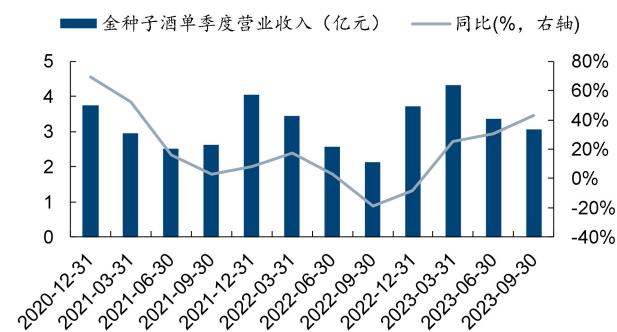
项目	原预测（调整前）				现预测（调整后）				调整幅度		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
营业收入（百万元）	1,868	2,606	3,439	1536	1975	2567	-17.8%	-24.2%	-25.3%		
收入同比增速%	57.5%	39.5%	32.0%	29.6%	28.5%	30.0%	-	-	-		
毛利率%	36.0%	43.2%	49.0%	35.6%	43.0%	49.4%	-0.42%	-0.22%	0.45%		
销售费用率%	7.0%	6.0%	6.0%	7.6%	7.0%	6.0%	0.60%	1.00%	0.00%		
净利率%	1.0%	7.7%	12.8%	0.1%	7.6%	14.1%	-0.88%	-0.06%	1.29%		
归母净利润（百万元）	19	200	439	2	151	361	-89.9%	-24.6%	-17.8%		
归母净利润同比增速%	-110.0%	973.7%	119.3%	-101.0%	7769.4%	139.6%	-	-	-		
EPS（元）	0.03	0.30	0.67	0.00	0.23	0.55	-89.9%	-24.6%	-17.8%		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司盈利预测及估值 (更新至 2023 年 10 月 27 日)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(亿元)	2023E EPS	2024E EPS	2025E EPS	2023E PE	2024E PE	2025E PE
000596.SZ	古井贡酒	买入	270.3	1,428.9	8.3	10.7	13.4	32.4	25.3	20.2
603198.SH	迎驾贡酒	买入	72.7	581.5	2.8	3.4	4.1	26.2	21.2	17.5
603589.SH	口子窖	买入	49.1	294.3	3.0	3.5	4.0	16.6	14.1	12.2
600199.SH	金种子酒	暂无	23.3	153.5	0.0	0.2	0.5	8,013.6	101.8	42.5

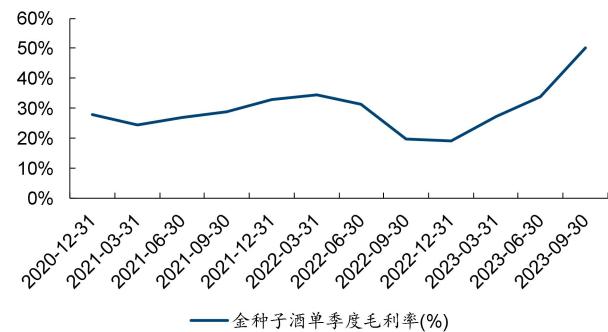
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

图1: 金种子酒单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)


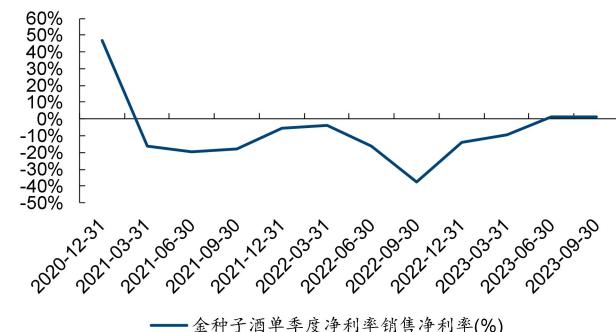
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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	753	1130	1525	营业收入	1211	1186	1536	1975	2567
应收款项	145	82	106	136	177	营业成本	862	872	990	1126	1298
存货净额	1342	1329	1154	926	850	营业税金及附加	137	126	168	216	281
其他流动资产	140	193	190	265	360	销售费用	273	244	268	319	400
流动资产合计	2617	2114	2202	2456	2911	管理费用	114	118	127	148	164
固定资产	763	810	790	763	733	研发费用	30	25	15	20	26
无形资产及其他	262	252	242	232	222	财务费用	(23)	(15)	(12)	(19)	(27)
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	3453	3669	4085	其他收入	(33)	(20)	(15)	(20)	(26)
短期借款及交易性金融负债	0	29	0	0	0	营业利润	(168)	(172)	(8)	177	438
应付款项	652	330	376	437	518	营业外净收支	4	6	10	10	10
其他流动负债	299	314	354	405	490	利润总额	(163)	(166)	2	187	448
流动负债合计	952	673	729	842	1007	所得税费用	2	20	0	37	90
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	(0)	(1)	(3)
其他长期负债	170	166	166	166	166	归属于母公司净利润	(166)	(187)	2	151	361
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	896	1008	1174	净利润	(166)	(187)	2	151	361
少数股东权益	9	10	10	9	6	资产减值准备	3	(1)	(6)	0	0
股东权益	2735	2545	2547	2652	2905	折旧摊销	49	52	78	84	87
负债和股东权益总计	3866	3395	3453	3669	4085	公允价值变动损失	(8)	(6)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(23)	(15)	(12)	(19)	(27)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(175)	(284)	233	235	106
每股收益	(0.25)	(0.28)	0.00	0.23	0.55	其它	(2)	3	6	(1)	(3)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.07	0.16	经营活动现金流	(300)	(423)	304	459	541
每股净资产	4.16	3.87	3.87	4.03	4.42	资本开支	0	(92)	(32)	(37)	(37)
ROIC	-6.76%	-7.48%	-0%	6%	17%	其它投资现金流	239	103	0	0	0
ROE	-6.08%	-7.35%	0%	6%	12%	投资活动现金流	234	10	(32)	(37)	(37)
毛利率	28.8%	26.4%	35.6%	43.0%	49.4%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-17%	-17%	-2%	7%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-13%	-12%	3%	12%	19%	支付股利、利息	0	0	0	(45)	(108)
收入增长	17%	-2%	30%	29%	30%	其它融资现金流	(60)	36	(29)	0	0
净利润增长率	-340%	12%	-101%	7769%	140%	融资活动现金流	(60)	36	(29)	(45)	(108)
资产负债率	29%	25%	26%	28%	29%	现金净变动	(126)	(377)	242	377	396
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.7%	货币资金的期初余额	1013	888	511	753	1130
P/E	(92.2)	(82.0)	8013.6	101.8	42.5	货币资金的期末余额	888	511	753	1130	1525
P/B	5.6	6.0	6.0	5.8	5.3	企业自由现金流	0	(548)	252	399	475
EV/EBITDA	(104.9)	(109.2)	350.7	71.1	34.0	权益自由现金流	0	(512)	233	414	496

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