

Q3 业绩扭亏为盈，静待新品培育起势

➤ **事件：**公司于 2023 年 10 月 27 日发布 2023 年三季报，2023Q1-3 实现营收 10.73 亿元，同增 31.73%；实现归母净利润-0.35 亿元；实现扣非归母净利润-0.49 亿元。单三季度看，公司实现营收 3.05 亿元，同增 43.28%，实现归母净利润 0.03 亿元，扭亏为盈。截至 23 年三季度末，公司合同负债 0.98 亿元，同比+4.21%，销售收现 12.86 亿元，同比+28.73%。

➤ **馥合香新品稳健培育，华润渠道持续赋能。**分产品，23Q1-3 高端酒/中端酒/低端酒分别实现收入 0.32/1.45/5.21 亿元，分别占酒类业务比重 4.55%/20.79%/74.67%，馥合香新品处于培育导入期，头号种子、柔和、祥和等低端产品仍占较大份额。分渠道，23Q1-3 批发代理/直销（含团购）分别实现收入 6.65/0.32 亿元，分别占酒类业务比重 4.57%/95.43%。分地区，23Q1-3 省内/省外分别实现收入 5.79/1.18 亿元，分别占酒类业务比重 83.08%/16.92%。单三季度看，分产品，23Q3 高端酒/中端酒/低端酒分别实现收入 0.15/0.54/1.35 亿元，环比 +78.30%/-15.12%/-5.39%，分别占酒类业务比重 7.16%/26.69%/66.15%。分渠道，批发代理/直销（含团购）分别实现收入 0.07/1.97 亿元，分别占酒类业务比重 3.46%/96.54%。分地区，23Q3 省内/省外分别实现收入 1.58/0.46 亿元，分别占酒类业务比重 77.29%/22.71%。经销商数量方面，华润渠道优势持续赋能，截至 23 年三季度末，省内/省外经销商数量分别为 307/201 个，环比净增加 17/21 个。

➤ **利润率水平提升，控费增效成果显现。**公司二季度重塑主力馥合香产品，加大中高端新品培育力度，23Q1-3 毛利率为 35.77%，同比+6.03pcts；销售费用率为 17.68%，同比-8.55pcts；管理费用率为 8.75%，同比-2.04pcts；归母净利率为-3.25%，同比+13.41pcts。单季度看，23Q3 毛利率为 50.04%，同比+30.18pcts；销售费用率为 28.54%，同比-8.13pcts；管理费用率为 9.05%，同比-3.88pcts；归母净利率为 0.97%，同比+38.78pcts。公司 23Q1-3 经营性现金流量净额 1.15 亿元，去年同期为-4.51 亿元，同比明显改善。截至 23Q3 末，公司合同负债 0.98 亿，“蓄水池”环比增加 7.17%。

➤ **投资建议：**公司优化整合职能部门、生产和营销组织，重塑产品结构，培育馥合香系列次高端及年轻化光瓶酒头号种子产品，叠加华润的经营管理经验及渠道资源，依托“啤+白”双赋能，有望承接人口回流及市场扩容红利。我们预计公司 23~25 年营收分别为 15.98/22.47/33.96 亿元，归母净利润分别为 0.18/1.35/3.09 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 827/113/49X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**安徽白酒市场竞争加剧风险；内部管理调整不达预期；渠道铺设不及预期；馥合香产品培育进展缓慢。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,186	1,598	2,247	3,396
增长率（%）	-2.1	34.8	40.6	51.1
归属母公司股东净利润（百万元）	-187	18	135	309
增长率（%）	-12.4	109.9	631.5	128.9
每股收益（元）	-0.28	0.03	0.21	0.47
PE	-	827	113	49
PB	6.0	5.9	5.7	5.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
23.17 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理 胡慧铭

执业证书：S0100122070002

电话：021-80508452

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

1. 金种子酒 (600199.SH) 深度报告：华润赋能，金种子如何突出重围？-2022/12/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,186	1,598	2,247	3,396
营业成本	872	999	1,229	1,651
营业税金及附加	126	173	247	374
销售费用	244	276	427	713
管理费用	118	134	202	323
研发费用	25	16	22	34
EBIT	-189	7	126	307
财务费用	-15	-7	-8	-7
资产减值损失	-6	-7	-8	-11
投资收益	2	0	0	0
营业利润	-172	7	126	303
营业外收支	6	12	11	10
利润总额	-166	19	137	313
所得税	20	0	1	3
净利润	-186	18	135	310
归属于母公司净利润	-187	18	135	309
EBITDA	-137	65	194	382

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	511	589	527	515
应收账款及票据	80	120	178	283
预付款项	33	35	43	58
存货	1,329	1,429	1,675	2,116
其他流动资产	161	57	77	112
流动资产合计	2,114	2,230	2,500	3,083
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	641	796	817	870
无形资产	252	262	271	281
非流动资产合计	1,281	1,335	1,395	1,478
资产合计	3,395	3,565	3,896	4,562
短期借款	29	29	29	29
应付账款及票据	330	471	579	778
其他流动负债	314	331	418	575
流动负债合计	673	831	1,026	1,382
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	166	162	162	162
非流动负债合计	166	162	162	162
负债合计	840	993	1,188	1,544
股本	658	658	658	658
少数股东权益	10	10	10	11
股东权益合计	2,555	2,572	2,708	3,017
负债和股东权益合计	3,395	3,565	3,896	4,562

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.11	34.76	40.64	51.10
EBIT 增长率	5.97	103.87	1627.46	142.86
净利润增长率	-12.45	109.85	631.52	128.86
盈利能力 (%)				
毛利率	26.45	37.51	45.31	51.38
净利润率	-15.78	1.15	6.00	9.09
总资产收益率 ROA	-5.51	0.52	3.46	6.77
净资产收益率 ROE	-7.35	0.72	5.00	10.27
偿债能力				
流动比率	3.14	2.68	2.44	2.23
速动比率	1.10	0.91	0.76	0.65
现金比率	0.76	0.71	0.51	0.37
资产负债率 (%)	24.74	27.86	30.50	33.85
经营效率				
应收账款周转天数	24.73	28.00	30.00	32.00
存货周转天数	556.00	525.00	500.00	470.00
总资产周转率	0.33	0.46	0.60	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	-0.28	0.03	0.21	0.47
每股净资产	3.87	3.90	4.10	4.57
每股经营现金流	-0.70	0.28	0.09	0.21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	827	113	49
PB	6.0	5.9	5.7	5.1
EV/EBITDA	-107.29	226.51	75.84	38.55
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)				
净利润	-186	18	135	310
折旧和摊销	52	58	68	75
营运资金变动	-314	110	-152	-265
经营活动现金流	-462	185	56	137
资本开支	-68	-100	-117	-148
投资	102	0	0	0
投资活动现金流	52	-100	-117	-148
股权募资	0	0	0	0
债务募资	29	0	0	0
筹资活动现金流	72	-6	-1	-1
现金净流量	-338	78	-62	-12

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026