

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

金种子酒(600199)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

满静雅 食品饮料分析师

执业编号: S1500523080004

邮箱: manjingya@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

剥离药业聚焦主业，改革成果逐步体现

2024年04月30日

事件: 公司发布23年年报及24年一季报。23年营收14.69亿(+24%，同比数据，下同)，其中白酒营收9.82亿(+43%)，归母净利润-0.22亿(22年-1.87亿)。23Q4白酒营收2.85(+24%)，归母净利润0.13亿(+125%)。24Q1白酒营收3.69亿(+33%)，归母净利润为0.18亿(去年同期-0.41亿)。

点评:

- **毛利率显著提升，产品结构优化。**1)23年白酒毛利率48.9%(+10.1pct)显著提升，24Q1综合毛利率44.5%(+17.3pct)。2)23年销售费用2.35亿(-4%)占16%(-4pct)，或因组织结构调整；管理费用1.31亿(+11%)占9%(-1pct)，税金及附加2.14亿(+70%)。毛销差24.4%(+18.5pct)显著提升。3)24Q1销售收现4.39亿(+34%)。合同负债1.11亿，环增0.04亿。
- **23年百元以下白酒营收增速82%，24年馥合香系列有望提速。**1)23年分产品：中高档白酒营收2.83亿(-6%)，占比29%，毛利率62.4%(+10.1pct)；销量+0%/吨价-6%。普通白酒营收6.99亿(+82%)，毛利率43.3%(+15pct)；销量+103%/吨价-11%。乡镇饮酒需求具韧性，公司老品具品牌优势。2)分区域：23年省内营收7.82亿(+32%)占比80%；省外2亿(+119%)。3)24Q1共505名经销商(+33)，其中省内296(+20)，省外209(+13)。省内外招商持续推进。
- **聚焦阜阳/合肥重点市场，坚定一体两翼。**1)公司围绕“一体两翼”品牌战略，即以馥合香为体，柔和种子酒和高端品牌醉三秋为两翼，确定14支主产品线。2)省内核心市场以阜阳/合肥为重心，线路联动打造样板市场；省外聚焦一线城市、省会城市等重点城市；环皖布局“江浙沪”先发，推动“豫鄂赣”一带发展。3)公司拟转让金太阳药业股权，聚焦主业。
- **盈利预测与投资评级:**考虑到公司新品仍处于培育期，我们下调预测24/25年EPS至0.07/0.23元，预测26年EPS为0.36元。维持“买入”评级。
- **风险因素:** 食品安全风险、行业竞争加剧

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,186	1,469	1,623	2,050	2,638
增长率 YoY %	-2.1%	23.9%	10.5%	26.3%	28.7%
归属母公司净利润(百万元)	-187	-22	45	153	237
增长率 YoY%	-12.4%	88.2%	302.7%	241.4%	54.9%
毛利率%	26.4%	40.3%	57.1%	57.8%	58.7%
净资产收益率ROE%	-7.4%	-0.9%	1.7%	5.7%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	-0.28	-0.03	0.07	0.23	0.36
市盈率 P/E(倍)	—	—	225.86	66.16	42.70
市净率 P/B(倍)	6.91	4.84	3.93	3.80	3.61

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年4月30日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	2,114	2,189	2,071	2,313	2,540	
货币资金	511	507	632	463	322	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	80	147	156	197	251	
预付账款	33	32	25	31	39	
存货	1,329	1,467	1,164	1,476	1,792	
其他	161	35	93	146	135	
非流动资产	1,281	1,288	1,287	1,273	1,281	
长期股权投资	5	5	5	5	5	
固定资产(合计)	641	783	783	758	734	
无形资产	252	242	235	232	229	
其他	383	258	264	278	312	
资产总计	3,395	3,476	3,358	3,586	3,820	
流动负债	673	784	608	749	845	
短期借款	29	0	0	0	0	
应付票据	0	110	63	75	103	
应付账款	330	313	248	308	388	
其他	314	361	297	366	354	
非流动负债	166	161	161	161	161	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	166	161	161	161	161	
负债合计	840	945	769	911	1,006	
少数股东权益	10	12	12	13	13	
归属母公司股东权益	2,545	2,519	2,574	2,661	2,799	
负债和股东权益	3,395	3,476	3,355	3,584	3,819	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,186	1,469	1,623	2,050	2,638	
同比(%)	-2.1%	23.9%	10.5%	26.3%	28.7%	
归属母公司净利润	-187	-22	45	153	237	
同比(%)	-12.4%	88.2%	302.7%	241.4%	54.9%	
毛利率(%)	26.4%	40.3%	57.1%	57.8%	58.7%	
ROE%	-7.4%	-0.9%	1.7%	5.7%	8.5%	
EPS(摊薄)(元)	-0.28	-0.03	0.07	0.23	0.36	
P/E	—	—	225.86	66.16	42.70	
P/B	6.91	4.84	3.93	3.80	3.61	
EV/EBITDA	-124.66	264.40	79.85	36.92	25.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,186	1,469	1,623	2,050	2,638	
营业成本	872	877	697	865	1,090	
营业税金及附加	126	214	252	307	409	
销售费用	244	235	398	420	554	
管理费用	118	131	162	223	224	
研发费用	25	25	44	45	58	
财务费用	-15	-8	-9	-11	-10	
减值损失	-6	-6	-10	0	0	
投资净收益	2	0	0	4	5	
其他	16	6	-10	0	-2	
营业利润	-172	-5	60	204	316	
营业外收支	6	8	0	0	0	
利润总额	-166	3	60	204	316	
所得税	20	23	15	51	79	
净利润	-186	-20	45	153	237	
少数股东损益	1	2	0	0	1	
归属母公司净利润	-187	-22	45	153	237	
EBITDA	-137	44	119	261	373	
EPS(元)	-0.28	-0.03	0.07	0.23	0.36	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	-462	89	194	-54	29	
净利润	-186	-20	45	153	237	
折旧摊销	52	58	68	69	68	
财务费用	-15	-8	0	0	0	
投资损失	-10	-2	0	0	-4	
营运资金变动	-314	83	60	-272	-274	
其它	4	-23	21	0	2	
投资活动现金流	52	-64	-69	-50	-71	
资本支出	-68	-73	-72	-57	-79	
长期投资	102	0	5	5	5	
其他	19	9	-2	2	3	
筹资活动现金流	72	-63	0	-66	-99	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	29	0	0	0	0	
支付利息或股息	0	-1	0	-66	-99	
现金流净增加额	-338	-37	125	-170	-141	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。