

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

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
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

费用投放加码拖累利润，新品仍具增长潜力

2024年08月29日

事件: 公司24H1实现营收6.67亿(-13%，同比数据，下同)，其中白酒营收5.52亿(+12%)，归母净利润0.11亿(去年同期-0.38亿)。24Q2白酒营收1.83(-15%)，归母净利润-0.07亿(去年同期0.03亿)。

点评:

- **费用投放力度加大，回款承压。**1) 24Q2毛利率41.7%(+8pct)我们认为主因馥合香系列增长，净利率-2.6%(-3.6pct)主因费用投放力度加大。2) 24Q2销售费用0.56亿(+151%)占23%(+16pct)因广告、人工费用增加所致；管理费用0.19亿(-53%)占8%(-4pct)因辞退福利减少所致，税金及附加0.39亿(-10%)，毛销差19.1%(-8pct)。3) 24Q2销售收现2.23亿(-47%)。合同负债0.62亿，环降0.49亿。
- **馥合香系列仍具增长潜力，普通白酒增速明显下滑。**1)分产品: 24H1白酒营收5.52亿(+12%)，其中中高档1.41亿(+31%)占比26%、普通酒3.74亿(-3%)。24Q2中高档营收0.7亿(-3%)占比39%；普通酒营收1.12亿(-21%)。2)分区域: 24H1省内营收4.36亿(+3%)占比79%；省外1.16亿(+62%)。24Q2省内营收1.36亿(-22%)占比74%；省外0.47亿(+14%)。省内竞争较为激烈，省外增速亮眼。3) 24Q2共521名经销商(+16)，省内317(+21)，省外204(-5)。
- **聚焦阜阳/合肥重点市场，坚定一体两翼。**1)公司坚持以馥合香为核心的TOP店攻坚战、底盘为基础的底盘大单品爆破战和光瓶组合阵地战，与“春节攻坚战”、“春耕行动”结合，聚焦TOP店、底盘核心店等核心业务动作，实现底盘产品终端覆盖率达80%。2)坚持高标准招大商，持续推动渠道布局优化，实现立足安徽，环皖有规模，全国有布局的达成。3)公司剥离药业聚焦主业，8月15日公告金太阳医药注销完成。
- **盈利预测与投资评级:**公司短期业绩承压，但随着经营企稳，改革成果有望逐步体现。我们下调预测24-26年EPS至0.04/0.15/0.18元(原0.07/0.23/0.36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	1,336	1,485	1,856
增长率 YoY %	-2.1%	23.9%	-9.0%	11.1%	25.0%
归属母公司净利润(百万元)	-187	-22	25	96	120
增长率 YoY%	-12.4%	88.2%	215.3%	275.6%	25.7%
毛利率%	26.4%	40.3%	46.3%	52.4%	53.6%
净资产收益率ROE%	-7.4%	-0.9%	1.0%	3.6%	4.4%
EPS(摊薄)(元)	-0.28	-0.03	0.04	0.15	0.18
市盈率 P/E(倍)	—	—	262.92	69.99	55.66
市净率 P/B(倍)	2.63	2.66	2.63	2.53	2.42

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年8月28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	1,956	2,072	2,254	
货币资金	511	507	499	571	513	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	80	147	130	144	178	
预付账款	33	32	26	26	31	
存货	1,329	1,467	1,216	1,224	1,436	
其他	161	35	85	106	96	
非流动资产	1,281	1,288	1,284	1,265	1,269	
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	234	229	224	
其他	383	258	262	274	306	
资产总计	3,395	3,476	3,240	3,337	3,523	
流动负债	673	784	526	527	593	
短期借款	29	0	0	0	0	
应付票据	0	110	65	62	82	
应付账款	330	313	259	255	311	
其他	314	361	201	209	199	
非流动负债	166	161	159	159	159	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	166	161	159	159	159	
负债合计	840	945	684	686	752	
少数股东权益	10	12	12	12	13	
归属母公司股东权益	2,545	2,519	2,543	2,639	2,759	
负债和股东权益	3,395	3,476	3,240	3,337	3,523	

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	1,336	1,485	1,856	
同比(%)	-2.1%	23.9%	-9.0%	11.1%	25.0%	
归属母公司净利润	-187	-22	25	96	120	
同比(%)	-12.4%	88.2%	215.3%	275.6%	25.7%	
毛利率(%)	26.4%	40.3%	46.3%	52.4%	53.6%	
ROE%	-7.4%	-0.9%	1.0%	3.6%	4.4%	
EPS(摊薄)(元)	-0.28	-0.03	0.04	0.15	0.18	
P/E	—	—	262.92	69.99	55.66	
P/B	2.63	2.66	2.63	2.53	2.42	
EV/EBITDA	-124.66	264.40	66.38	32.52	28.14	

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	1,336	1,485	1,856	
营业成本	872	877	718	707	862	
营业税金及附加	126	214	213	223	288	
销售费用	244	235	275	304	390	
管理费用	118	131	98	111	139	
研发费用	25	25	21	22	28	
财务费用	-15	-8	-8	-8	-9	
减值损失	-6	-6	0	0	0	
投资净收益	2	0	0	3	4	
其他	16	6	14	0	-2	
营业利润	-172	-5	34	128	161	
营业外收支	6	8	0	0	0	
利润总额	-166	3	34	128	161	
所得税	20	23	9	32	40	
净利润	-186	-20	26	96	121	
少数股东损益	1	2	0	0	0	
归属母公司净利润	-187	-22	25	96	120	
EBITDA	-137	44	93	188	220	
EPS(元)	-0.28	-0.03	0.04	0.15	0.18	

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	61	119	10	
净利润	-186	-20	26	96	121	
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	-3	
营运资金变	-314	83	-33	-42	-177	
其它	4	-23	2	0	2	
投资活动现金流	52	-64	-65	-47	-68	
资本支出	-68	-73	-70	-55	-77	
长期投资	102	0	5	5	5	
其他	19	9	0	3	4	
筹资活动现金流	72	-63	-4	0	0	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	29	-29	0	0	0	
支付利息或股息	0	-1	0	0	0	
现金流净额增加额	-338	-37	-8	72	-59	

研究团队简介

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。