



增持（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：13.66

证券分析师

熊鹏

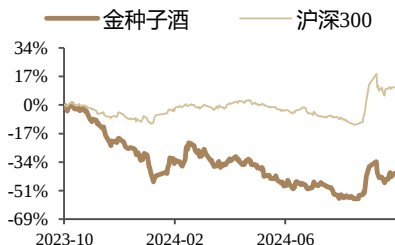
资格编号：S0120522120002
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

尤诗超

资格编号：S0120524070004
邮箱：yousc3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.78	31.85	17.66
相对涨幅(%)	-4.25	11.92	1.38

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《金种子酒 (600199.SH)：Q2 营收不及预期，剥离药业聚焦白酒核心业务》，2024.8.30
- 《金种子酒 (600199.SH)：24Q2 小幅亏损，业绩不及预期》，2024.7.13
- 《金种子酒 (600199.SH)：中高端酒引领成长，改革创新继续深化》，2024.5.5

股票数据

总股本(百万股)：	657.80
流通 A 股(百万股)：	657.80
52 周内股价区间(元)：	10.09-23.36
总市值(百万元)：	8,985.50
总资产(百万元)：	3,307.25
每股净资产(元)：	3.68

资料来源：公司公告

金种子酒（600199.SH）：营收业绩不及预期，基本面改善仍需时间

投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年第三季度季报，2024Q1-Q3 实现营业收入 8.06 亿元，同比下降 24.90%；实现归母净利润-9952.60 万元，上年同期为-3485.94 万元；实现扣非归母净利润-1.11 亿元，上年同期为-4860.63 万元。根据计算，2024Q3 实现营业收入 1.39 亿元，同比下降 54.41%；实现归母净利润-1.11 亿元，上年同期为 295.53 万元；实现扣非归母净利润-1.15 亿元，上年同期为-598.61 万元。
- 白酒营收大幅下滑，低端酒下滑较明显。**2024Q3 实现营业收入 1.39 亿元，同比减少 54.41%，公司停止药业销售业务导致非酒业务营业收入下滑较大，同比下降 63%，白酒业务也有较大下滑，24Q3 高端酒/中端酒/低端酒分别实现营收 0.11/0.31/0.59 亿元，分别同比下降 27%/43%/56%，营收占比较高的低端酒下滑较大，目前很多酒企都在大众价位下沉操作，金种子受到一定的挑战，终端出货相比上年同期受到一定影响。馥合香为主的中高端酒表现略好于整体。分渠道看，省内/省外分别同比下滑 51%/46%，下滑幅度基本一致。第三季度省内经销商数净减少 16 个，省外经销商数净增加 13 个。
- 营收受损导致盈利能力下降。**24Q3 公司毛利率下降 34.4pct 至 15.7%，销售费用率/管理费用率/税金及附加比率分别同比提升 28.6/3.8/9.6pct，营收下滑是期间费用率提升的原因之一，24Q3 销售费用绝对额 0.79 亿元，处于近几年较高水平，我们认为行业调整期马太效应加剧，新品培育期费用投入也有一定压力。综合影响下，24Q3 亏损 1.1 亿元。
- 投资建议：**结合前三季度业绩，我们调整盈利预测，预计 24-26 年公司营业收入分别为 9.7/10.4/12.5 亿元，同比增速为-34.3%/+7.8%/19.7%，归母净利润分别为-1.4/0.1/0.8 亿元，同比增速为-547.6%/107.9%/644.8%，建议关注，维持“增持”评级。
- 风险提示：**省内市场竞争加剧；新品开拓不及预期；改革效果不及预期

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,186	1,469	966	1,041	1,246
(+/-)YOY(%)	-2.1%	23.9%	-34.3%	7.8%	19.7%
净利润(百万元)	-187	-22	-143	11	84
(+/-)YOY(%)	-12.4%	88.2%	-547.6%	107.9%	644.8%
全面摊薄 EPS(元)	-0.28	-0.03	-0.22	0.02	0.13
毛利率(%)	26.4%	40.3%	38.7%	52.3%	56.6%
净资产收益率(%)	-7.4%	-0.9%	-6.0%	0.5%	4.0%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-0.03	-0.22	0.02	0.13
每股净资产	3.83	3.61	3.63	3.15
每股经营现金流	0.14	0.37	0.25	0.19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.61
价值评估(倍)				
P/E	—	—	800.33	107.46
P/B	4.84	3.78	3.76	4.34
P/S	6.11	9.30	8.63	7.21
EV/EBITDA	264.40	-85.35	151.93	58.54
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.3%	38.7%	52.3%	56.6%
净利润率	-1.5%	-14.8%	1.1%	6.7%
净资产收益率	-0.9%	-6.0%	0.5%	4.0%
资产回报率	-0.6%	-4.6%	0.4%	3.0%
投资回报率	3.0%	-6.3%	0.2%	3.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.9%	-34.3%	7.8%	19.7%
EBIT 增长率	92.9%	-974.4%	105.2%	1231.7%
净利润增长率	88.2%	-547.6%	107.9%	644.8%
偿债能力指标				
资产负债率	27.2%	23.3%	21.9%	26.4%
流动比率	2.8	3.1	3.2	2.3
速动比率	0.9	1.4	1.6	0.7
现金比率	0.6	1.2	1.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	36.6	35.0	30.0	25.0
存货周转天数	610.8	600.0	600.0	600.0
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4
固定资产周转率	1.9	1.1	1.1	1.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-22	-143	11	84
少数股东损益	2	-6	0	3
非现金支出	66	46	47	48
非经营收益	-40	-5	-6	-6
营运资金变动	83	350	113	-2
经营活动现金流	89	242	165	127
资产	-73	-96	-116	-116
投资	0	0	0	0
其他	9	-0	1	1
投资活动现金流	-64	-96	-115	-115
债权募资	-29	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-34	-1	-1	-401
融资活动现金流	-63	-1	-1	-401
现金净流量	-37	145	49	-389

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,469	966	1,041	1,246
营业成本	877	592	496	542
毛利率%	40.3%	38.7%	52.3%	56.6%
营业税金及附加	214	165	161	199
营业税金率%	14.6%	17.1%	15.5%	16.0%
营业费用	235	264	281	301
营业费用率%	16.0%	27.4%	27.0%	24.1%
管理费用	131	86	87	92
管理费用率%	8.9%	8.9%	8.4%	7.4%
研发费用	25	17	18	21
研发费用率%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%
EBIT	-13	-144	8	100
财务费用	-8	-8	-11	-12
财务费用率%	-0.6%	-0.8%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	0	-0	1	1
营业利润	-5	-148	13	110
营业外收支	8	6	6	6
利润总额	3	-142	19	116
EBITDA	44	-98	55	148
所得税	23	7	7	29
有效所得税率%	671.9%	-4.9%	37.4%	25.0%
少数股东损益	2	-6	0	3
归属母公司所有者净利润	-22	-143	11	84

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	507	653	702	313
应收账款及应收票据	147	93	86	85
存货	1,467	974	816	890
其它流动资产	66	43	42	47
流动资产合计	2,189	1,762	1,645	1,336
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	783	858	943	1,018
在建工程	58	38	28	28
无形资产	242	243	243	242
非流动资产合计	1,288	1,344	1,419	1,493
资产总计	3,476	3,106	3,064	2,829
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	423	325	272	297
预收账款	4	0	0	0
其它流动负债	357	237	236	289
流动负债合计	784	562	508	586
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	161	161	161	161
非流动负债合计	161	161	161	161
负债总计	945	723	670	748
实收资本	658	658	658	658
普通股股东权益	2,519	2,376	2,387	2,071
少数股东权益	12	6	7	10
负债和所有者权益合计	3,476	3,106	3,064	2,829

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。