

金种子酒 (600199.SH)

一季度实现扭亏为盈，拟转让药业资产

无评级

核心观点

2023年酒类营收高增长，内部改革持续推进。2023年，酒类业务实现营收9.82亿元，同比+43.5%。其中，高端酒/中端酒/低端就酒实现营收0.53/2.30/6.99亿元，预计受益于公司内部组织重塑、渠道重塑、品牌重塑、产品重塑等。从毛利率看，2023年整体净利率同比+13.9pcts，预计受益于产品结构提升、内部降本增效等。税金及附加率同比+3.9pcts，预计系处置投资性房地产产生的土地增值税所致。费用端看，2023年销售费用率同比-4.6pcts，预计系费投模式转变；管理费用率同比-1.1pcts，主要系辞退福利（进行大规模的人员优化）和折旧增加所致。利润端看，2023年归母净利润亏损主要系处理历史包袱和经营转型等。

2024Q1利润实现扭亏，春节大会战进展顺利。2024Q1白酒业务实现收入3.69亿元，同比+32.7%，主要系春节大会战进展良好。其中，高端酒/中端酒/低端酒实现营收0.25/0.83/2.62亿元，同比+178%/215%/8%，受益于省内渠道全面布局等。毛利率端看，2024Q1整体毛利率同比+17.3pcts，持续受益于成本端优化和改革成效逐步凸显。费用端看，2024Q1销售费用率同比-1.4pcts，预计系费投模式和规模效应贡献；管理费用率同比+1.2pcts。利润端看，2024Q1净利润实现扭亏，主要受益于毛利率大幅改善及春节会战卓有成效等。

拟出售金太阳药业92%股权，提升整体资产使用效率。2024Q1末，合同负债余额1.11亿元，环比基本持平，同比-34.5%。从收现比看，2024Q1收现同比-3.4%（上年同期基数效应），与收入增速基本一致。从资产整合看，公司拟挂牌出售金太阳药业92%股权，进而优化产业结构、提高整体资产利用效率等。从渠道改革看，馥合香系列、底盘产品等完成省内各市场的渠道全面布局，环皖地区渠道布局完成率超70%，省外重点市场渠道布局超80%，渠道铺设持续推进。

风险提示：竞争加剧；改革不及预期；需求复苏不及预期等。

投资建议：考虑到改革具有不确定性及公司拟转让控股子公司金太阳药业，下修此前盈利预测并引入2026年，预计2024-2026年公司有望实现营收15.1/16.7/20.3亿元（2024-2025年前值为17.8/22.5亿元，下修2%/15%/21%），同比增长2.4%/10.9%/21.3%；实现归母净利润1.3/1.9/3.1亿元（2024-2025年前值为1.3/3.1亿元，下修约3%/40%），同比扭亏/50%/65%，对应PE 80.3/53.6/32.5X。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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,186	1,469	1,505	1,669	2,025
(+/-%)	-2.1%	23.9%	2.4%	10.9%	21.3%
净利润(百万元)	-187	-22	126	188	311
(+/-%)	12.4%	-88.2%	扭亏	49.9%	65.1%
每股收益(元)	-0.28	-0.03	0.19	0.29	0.47
EBIT Margin	-16.9%	-0.9%	6.4%	11.5%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	-7.4%	-0.9%	4.8%	6.7%	10.2%
市盈率 (PE)	-54.0	-457.8	80.3	53.6	32.5
EV/EBITDA	-73.8	246.6	58.7	38.6	25.8
市净率 (PB)	3.97	4.01	3.82	3.57	3.31

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
zhangwei@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	15.36元
总市值/流通市值	10104/10104百万元
52周最高价/最低价	28.37/11.78元
近3个月日均成交额	284.19百万元

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) 一季度业绩实现扭亏，内部改革逐步兑现》——2024-04-17
- 《金种子酒 (600199.SH) -费用预拖拖累净利润，渠道动销验证仍需耐心》——2024-01-31
- 《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》——2023-10-30
- 《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

事件：公司公告，2023 年公司实现营收 14.69 亿元，同比+23.9%；实现归母净利润-0.22 亿元。2024Q1 实现营收 4.19 亿元，同比-3.02%；实现归母净利润 0.18 亿元，同比扭亏。

2023 年酒类营收高增长，内部改革持续推进。2023 年，酒类业务实现营收 9.82 亿元，同比+43.5%。其中，高端酒/中端酒/低端酒实现营收 0.53/2.30/6.99 亿元，预计受益于公司内部组织重塑、渠道重塑、品牌重塑、产品重塑等。从毛利率看，2023 年整体净利率同比+13.9pcts，预计受益于产品结构提升、内部降本增效等。税金及附加率同比+3.9pcts，预计系处置投资性房地产产生的土地增值税所致。费用端看，2023 年销售费用率同比-4.6pcts，预计系费投模式转变；管理费用率同比-1.1pcts，主要系辞退福利（进行大规模的人员优化）和折旧增加所致。利润端看，2023 年归母净利润亏损主要系处理历史包袱和经营转型等。

2024Q1 利润实现扭亏，春节大会战进展顺利。2024Q1 白酒业务实现收入 3.69 亿元，同比+32.7%，主要系春节大会战进展良好。其中，高端酒/中端酒/低端酒实现营收 0.25/0.83/2.62 亿元，同比+178%/215%/8%，受益于省内渠道全面布局等。毛利率端看，2024Q1 整体毛利率同比+17.3pcts，持续受益于成本端优化和改革成效逐步凸显。费用端看，2024Q1 销售费用率同比-1.4pcts，预计系费投模式和规模效应贡献；管理费用率同比+1.2pcts。利润端看，2024Q1 净利润实现扭亏，主要受益于毛利率大幅改善及春节会战卓有成效等。

拟出售金太阳药业 92%股权，提升整体资产使用效率。2024Q1 末，合同负债余额 1.11 亿元，环比基本持平，同比-34.5%。从收现比看，2024Q1 收现同比-3.4%（上年同期基数效应），与收入增速基本一致。从资产整合看，公司拟挂牌出售金太阳药业 92%股权，进而优化产业结构、提高整体资产利用效率等。从渠道改革看，馥合香系列、底盘产品等完成省内各市场的渠道全面布局，环皖地区渠道布局完成率超 70%，省外重点市场渠道布局超 80%，渠道铺设持续推进。

业绩扭亏是持续增长的前置条件，后续仍需持续观察改革进度。渠道动销验证仍需耐心，公司持续推进内外部系统性改革：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。公司逐步实现扭亏，为后续产品高端化、省内区域扩张等提供费投支持。

投资建议：考虑到改革具有不确定性及公司拟转让控股子公司金太阳药业，下修此前盈利预测并引入 2026 年，预计 2024-2026 年公司有望实现营收 15.1/16.7/20.3 亿元（2024-2025 年前值为 17.8/22.5 亿元，下修 2%/15%/21%），同比增长 2.4%/10.9%/21.3%；实现归母净利润 1.3/1.9/3.1 亿元（2024-2025 年前值为 1.3/3.1 亿元，下修约 3%/40%），同比扭亏/50%/65%，对应 PE 80.3/53.6/32.5X。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：可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 05 月 02 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	271.2	1,433.8	8.3	10.7	13.4	32.5	25.3	20.3
603198.SH	迎驾贡酒	买入	71.0	568.0	2.8	3.4	4.1	25.6	20.8	17.1
603589.SH	口子窖	买入	41.8	250.9	3.0	3.5	4.0	14.1	12.0	10.4
600199.SH	金种子酒	暂无	15.4	101.0	-0.0	0.2	0.3	-457.8	80.3	53.6

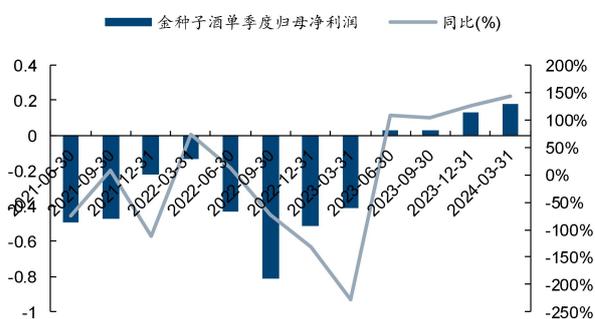
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1: 金种子酒单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



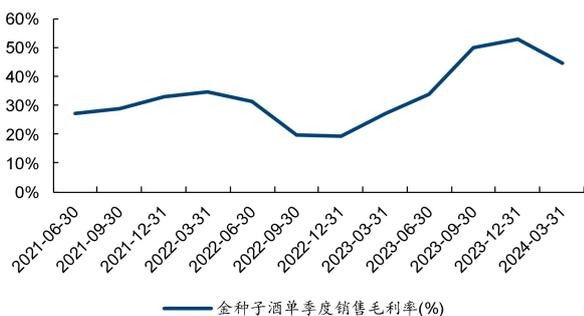
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 金种子酒单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



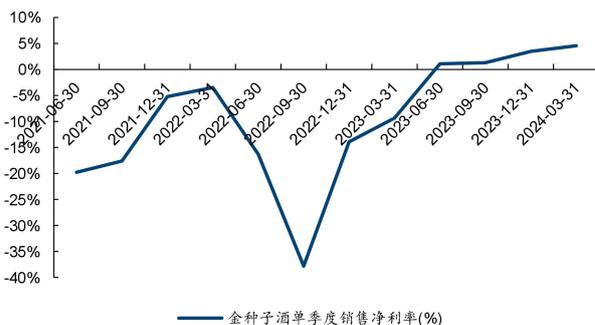
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	511	507	948	1451	1879	营业收入	1186	1469	1505	1669	2025
应收款项	82	148	152	168	204	营业成本	872	877	858	901	1012
存货净额	1329	1467	1022	753	675	营业税金及附加	126	214	173	191	232
其他流动资产	193	66	162	175	174	销售费用	244	235	241	250	304
流动资产合计	2114	2189	2284	2548	2932	管理费用	118	131	115	109	111
固定资产	810	840	815	781	743	研发费用	25	25	23	25	30
无形资产及其他	252	242	232	222	213	财务费用	(15)	(8)	(15)	(24)	(33)
投资性房地产	214	201	201	201	201	投资收益	2	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	6	6	10	10	10
资产总计	3395	3476	3537	3757	4093	其他收入	(20)	(32)	(23)	(25)	(30)
短期借款及交易性金融负债	29	0	0	0	0	营业利润	(172)	(5)	121	226	379
应付款项	330	423	384	408	469	营业外净收支	6	8	36	10	10
其他流动负债	314	361	334	342	400	利润总额	(166)	3	157	236	389
流动负债合计	673	784	718	750	869	所得税费用	20	23	31	47	78
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	2	0	0	0
其他长期负债	166	161	161	161	161	归属于母公司净利润	(187)	(22)	126	188	311
长期负债合计	166	161	161	161	161	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	840	945	880	912	1030	净利润	(187)	(22)	126	188	311
少数股东权益	10	12	12	12	12	资产减值准备	(1)	1	(6)	0	0
股东权益	2545	2519	2645	2833	3051	折旧摊销	52	58	91	94	96
负债和股东权益总计	3395	3476	3537	3757	4093	公允价值变动损失	(6)	(6)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(15)	(8)	(15)	(24)	(33)
						营运资本变动	(284)	69	274	271	162
						其它	3	2	6	0	0
						经营活动现金流	(423)	101	480	543	560
						资本开支	0	(84)	(39)	(40)	(39)
						其它投资现金流	103	0	0	0	0
						投资活动现金流	102	(84)	(39)	(40)	(39)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	0	(1)	0	0	(93)
						其它融资现金流	(56)	(18)	0	0	0
						融资活动现金流	(56)	(21)	0	0	(93)
						现金净变动	(377)	(3)	441	503	428
						货币资金的期初余额	888	511	507	948	1451
						货币资金的期末余额	511	507	948	1451	1879
						企业自由现金流	0	116	402	478	488
						权益自由现金流	0	98	414	497	515

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所提及的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