产品加速调整，短期业绩承压

2025 年 08 月 29 日

谨慎推荐 下调评级

当前价格： 11.12 元

分析师 王言海
执业证书：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@glms.com.cn
分析师 胡慧铭
执业证书：S0100524060006
邮箱：huhuiming@glms.com.cn

相关研究

1.金种子酒（600199.SH）23 年业绩快报及 24Q1 业绩预告点评：24Q1 业绩扭亏为盈，降本增效改革持续-2024/04/17

2.金种子酒（600199.SH）2023 年三季报点评：Q3 业绩扭亏为盈，静待新品培育起势-2023/10/30

➢ **事件：**公司于 2025 年 8 月 28 日发布半年度报告，25H1 公司实现营收 4.84 亿元，同减 27.47%；实现归母净利润-0.72 亿元，去年同期 0.11 亿元。**单季度看：**公司 25Q2 实现营收 1.88 亿元，同减 24.16%；实现归母净利润-0.33 亿元，同减 408.17%。

➢ **低价位 SKU 持续缩减，营销中心迁回阜阳。分产品看，**25H1 公司高档酒（馥合香馥 16、馥 20）实现收入 0.37 亿元，同比+0.64%；中档酒（馥 7、馥 9、柔和大师）1.13 亿元，同比-19.72%；低档酒（柔和、祥和系列、颍州佳酿系列）2.51 亿元，同比-32.77%。公司产品体系不断梳理，大量低价位、低毛利 SKU 持续削减，重点打造三大产品：中高端（馥合香系列）、中端盒装（金种子年份系列）、光瓶酒（金种子特贡），产品结构延续提升。**分地区看，**25H1 省内地区 3.25 亿元，同比-25.33%；省外地区 0.77 亿元，同比-34.16%，公司对原有销售大区合并重组，优化市场负责人；保障基地市场打造，营销中心由合肥搬迁回阜阳。**分渠道看，**25H1 批发代理渠道实现收入 3.65 亿元，同比-32.34%，直销（含团购）渠道实现收入 0.37 亿元，同比+195.03%。**经销商层面，**省内 386 家，省外 256 家，较 24 年末分别净+1/-1 家。

➢ **短期盈利承压，费用投入增加。**公司 25H1 毛利率为 42.88%，同比-0.59pcts；增加广告费用投入、人工费用，销售费用率为 31.30%，同比+12.13pcts；管理费用率为 6.73%，同比-0.57pcts；归母净利率为-14.93%，同比-16.59pcts。单季度看，25Q2 毛利率为 44.75%，同比+3.05pcts；销售费用率为 34.59%，同比+11.99pcts；管理费用率为 8.74%，同比+1.05pcts；归母净利率为-17.74%，同比-15.09pcts。截至 25H1 末，公司合同负债 1.21 亿元，同比+93.80%。

➢ **投资建议：公司持续推动渠道改革，重塑产品结构，培育馥合香系列次高端产品。短期行业处于深度调整期，公司产品深度调整且加大费投力度，业绩表现承压，静待后续终端需求恢复、改革红利下业绩弹性释放。**我们预计公司 25~27 年营收分别为 7.57、8.36、9.46 亿元，归母净利润分别为-1.79、-1.24、-0.82 亿元，EPS 分别为-0.27、-0.19、-0.12 元，考虑到公司短期盈利持续承压，下调至“谨慎推荐”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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	925	757	836	946
增长率（%）	-37.0	-18.2	10.5	13.1
归属母公司股东净利润（百万元）	-258	-179	-124	-82
增长率（%）	-1067.2	30.4	31.2	33.5
每股收益（元）	-0.39	-0.27	-0.19	-0.12
PE	/	/	/	/
PB	3.4	3.7	3.9	4.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**925**	**757**	**836**	**946**
营业成本	602	507	520	561
营业税金及附加	178	129	138	147
销售费用	295	227	226	237
管理费用	91	61	65	72
研发费用	24	19	17	19
EBIT	-255	-179	-121	-79
财务费用	-5	2	5	8
资产减值损失	-15	-4	-4	-4
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**-255**	**-185**	**-131**	**-90**
营业外收支	3	10	10	10
利润总额	**-252**	**-175**	**-121**	**-80**
所得税	5	4	2	2
净利润	-257	-179	-123	-82
归属于母公司净利润	**-258**	**-179**	**-124**	**-82**
EBITDA	-193	-117	-59	-15

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	367	230	152	106
应收账款及票据	28	44	33	25
预付款项	2	10	8	6
存货	1,539	1,342	1,324	1,305
其他流动资产	69	46	50	56
流动资产合计	**2,006**	**1,673**	**1,567**	**1,498**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	832	832	832	852
无形资产	234	244	254	264
非流动资产合计	**1,189**	**1,239**	**1,289**	**1,339**
资产合计	**3,195**	**2,911**	**2,856**	**2,836**
短期借款	198	228	258	288
应付账款及票据	293	249	268	273
其他流动负债	390	306	324	352
流动负债合计	**882**	**783**	**851**	**913**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	128	123	123	123
非流动负债合计	**128**	**123**	**123**	**123**
负债合计	**1,010**	**907**	**974**	**1,036**
股本	658	658	658	658
少数股东权益	13	14	14	15
股东权益合计	**2,185**	**2,005**	**1,882**	**1,800**
负债和股东权益合计	**3,195**	**2,911**	**2,856**	**2,836**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	-37.04	-18.19	10.47	13.14
EBIT 增长率	-1806.40	29.73	32.19	35.09
净利润增长率	-1067.17	30.35	31.16	33.53
盈利能力（%）				
毛利率	34.94	33.04	37.85	40.69
净利润率	-27.84	-23.70	-14.77	-8.68
总资产收益率 ROA	-8.06	-6.16	-4.32	-2.89
净资产收益率 ROE	-11.86	-9.01	-6.61	-4.60
偿债能力				
流动比率	2.27	2.14	1.84	1.64
速动比率	0.45	0.35	0.22	0.15
现金比率	0.42	0.29	0.18	0.12
资产负债率（%）	31.61	31.14	34.11	36.54
经营效率				
应收账款周转天数	34.17	17.28	16.74	11.14
存货周转天数	899.26	1023.37	923.39	843.46
总资产周转率	0.28	0.25	0.29	0.33
每股指标（元）				
每股收益	-0.39	-0.27	-0.19	-0.12
每股净资产	3.30	3.03	2.84	2.71
每股经营现金流	-0.46	-0.08	0.00	0.06
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	/	/	/
PB	3.4	3.7	3.9	4.1
EV/EBITDA	/	/	/	/
股息收益率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-257	-179	-123	-82
折旧和摊销	62	62	63	64
营运资金变动	-82	62	59	51
经营活动现金流	**-304**	**-51**	**3**	**38**
资本开支	-39	-103	-103	-104
投资	4	0	0	0
投资活动现金流	**-28**	**-102**	**-103**	**-103**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	197	30	30	30
筹资活动现金流	**213**	**16**	**21**	**20**
现金净流量	**-119**	**-137**	**-78**	**-46**

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收到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048