

华润白酒版图系列报告之二

——同为央企管理，金种子或处 5 年前酒鬼起势时点

金种子酒(600199)

主要观点：

▶ 短期：基本面底部反转逻辑逐步兑现

华润系高管入主以来，经过中秋渠道练兵、终端网点铺货率提升、春节大会战等活动消化旧库存的同时，对组织架构、人员考核等方面作出了改革动作。逐渐理顺产品渠道价格，提高了渠道利润，我们判断公司团队潜力有望被激发、经销商信心回升。根据酒业家的资料，2022 年下半年，华润优择约 100 家渠道嫁接金种子，补充渠道和空白市场，为新品上市做准备。2022 年 2 月 22 日，公司海口会议正式发布战略新品“头号种子”。

▶ 中期：华润明确白酒业务战略地位，重申金种子战略规划

华润成立啤酒和白酒两大事业部，华润啤酒首席财务官魏强先生将分管华润酒业。集团明确了未来白酒业务的战略地位，重申金种子“一体两翼”的产品战略，及“白啤”结合 1+1>2 的管理、运营和资源整合等方面的战略布局。

▶ 长期：类比酒鬼，金种子可能处于 5 年前酒鬼起势时点，中长期期待光瓶酒全国化和馥合香差异化市场空间

同为央企管理，类比酒鬼 5 年前在省内起势共振，借助中粮赋能和内部改革后，内参放量后的全国化战略。金种子可能处于同样起势阶段，前期享受行业光瓶酒/次高端 β 和华润安徽省内渠道力加成下的成长势能，依靠华润的营销操盘能力中低端产品后续放量，中长期看好在华润营销和全国化渠道助力下的光瓶酒产品汇量增长，以及馥合香差异化放量的市场空间。

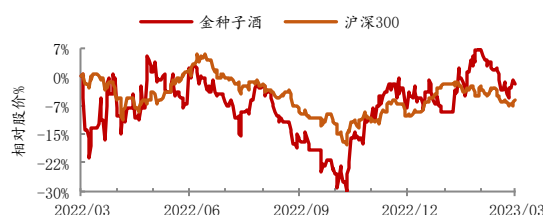
盈利预测

维持盈利预测不变，22-24 年预计公司实现营业总收入 12.7/20.5/26.7 元，归母净利润-1.8/0.8/2.4 亿元，EPS 分别 -0.27/0.12/0.37 元，2023 年 3 月 27 日收盘价 27.6 元对应 PE 分别-101/229/74 倍，维持“买入”评级。

风险提示

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	27.60
股票代码：	600199
52 周最高价/最低价：	31.48/19.65
总市值(亿)	181.55
自由流通市值(亿)	181.55
自由流通股数(百万)	657.80



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系人：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

相关研究

- 【华西食品饮料】金种子酒点评报告：新产品上市华润白酒战略迈入新征程**
 2023.02.27
- 【华西食品饮料】金种子酒点评报告：22 年业绩基本符合预期，23 年轻装上阵**
 2023.02.02
- 【华西食品饮料】华润白酒版图系列报告之金种子深度——徽酒馥合香，启赋新篇章**
 2022.12.23

经营管理风险、行业竞争加剧的风险、食品安全问题等

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,038	1,211	1,273	2,050	2,669
YoY (%)	13.5%	16.7%	5.1%	61.1%	30.2%
归母净利润(百万元)	69	-166	-180	79	244
YoY (%)	133.9%	-339.8%	-8.4%	144.0%	207.6%
毛利率 (%)	27.7%	28.8%	26.9%	39.2%	44.2%
每股收益 (元)	0.11	-0.25	-0.27	0.12	0.37
ROE	2.4%	-6.1%	-7.1%	3.0%	8.5%
市盈率	250.91	-110.40	-100.63	228.85	74.39

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

前言	5
1. 基本面对比	6
1.1. 产品对比：同为三香，各有千秋	6
1.2. 渠道对比：快消品模式切入，期待未来向白酒模式转化	9
1.3. 营销对比：通过核心单品培育消费者品牌认知	13
1.4. 区域发展对比：夯实省内，展望全国	15
1.5. 产能及规划对比：储备充足，规划长远	17
2. 行业对比：结合各自趋势，大力实现突破	18
2.1. 光瓶酒格局分散，行业集中化空间大	18
2.2. 竞争格局不同，徽酒湘酒各有优势	20
3. 战略维度对比：中粮国企改革 v.s 华润市场化兼并	21
3.1. 体制机制对比	21
3.2. 战略执行能力对比	26
4. 历史复盘：同为央企控股，金种子复制酒鬼的改革路线	29
4.1. 股价复盘：央企改革盘活品牌，中长期预期全国化	29
4.2. 业绩复盘：对比酒鬼，金种子收入业绩存在提升空间	30
5. 总结：金种子可能处于酒鬼 5 年前的发展阶段	31
6. 盈利预测	33
7. 风险提示	34

图表目录

图 1 馥合香	6
图 2 馥郁香	6
图 3 湖南和安徽历年人均收入及 GDP 增速 (%)	7
图 4 全国各省单次饮酒量前十名 (两/次)	8
图 5 产品结构 (%)	8
图 6 金种子分产品增速 (%)	9
图 7 酒鬼分产品增速 (%)	9
图 8 头号种子外观	10
图 9 头号种子已开启线上零售	10
图 10 徽酒经销商数量对比 (家)	10
图 11 徽酒销售人员对比 (人)	10
图 12 经销商数量 (家)	12
图 13 单经销商收入 (万元)	12
图 14 华润的品牌二元价值论	15
图 15 广宣及市场费用率 (%)	15
图 16 馥香馆	15
图 17 2022 年安徽省常住人口占比 (%)	17
图 18 2022 年安徽省人均可支配收入增速 (%)	17
图 19 金种子省内外规模 (亿元)	17
图 20 酒鬼省内外规模 (亿元)	17
图 21 金种子和酒鬼产能对比 (吨)	18
图 22 高端白酒行业规模 (亿元)	18
图 23 高端白酒竞争格局 (%)	18
图 24 茅五泸批价 (元/瓶)	19
图 25 次高端白酒规模 (亿元)	19
图 26 次高端白酒竞争格局 (%)	19

图 27 中低档白酒规模（亿元）	20
图 28 白酒行业 CR3 集中度（%）	20
图 29 光瓶酒规模（亿元）	20
图 30 光瓶酒竞争格局（%）	20
图 31 安徽光瓶酒竞争格局（%）	21
图 32 湖南次高端竞争格局（%）	21
图 33 金种子酒股权结构（%）	22
图 34 酒鬼酒股权结构（%）	22
图 35 酒鬼酒组织架构	23
图 36 华润集团旗下白酒+啤酒布局	23
图 37 公司 SKU 数量（个）	27
图 38 省内外经销商数量（家）	27
图 39 中粮入主后酒鬼酒收入利润（亿元）	27
图 40 中粮入主后酒鬼酒盈利情况（%）	27
图 41 省内外经销商数量（家）	28
图 42 华润入主后公司利润改善（亿元）	28
图 43 华润啤酒发展历程	28
图 44 酒鬼酒股价复盘（元/股）	29
图 45 金种子股价复盘（元/股）	30
图 46 酒鬼酒收入利润（亿元）	30
图 47 酒鬼酒费用率及盈利能力（%）	30
图 48 金种子酒收入利润（亿元）	31
图 49 金种子酒费用率及盈利能力（%）	31
表 1 馥合香和馥郁香对比	6
表 2 主要产品对比（零售价）	6
表 3 华润啤酒渠道变革分析	11
表 4 华润啤酒&青岛啤酒渠道对比	11
表 5 营销模式对比	13
表 6 酒鬼酒分地区运作模式一览	16
表 7 酒鬼在建产能	18
表 8 华润入主金种子后管理层人事变动	24
表 9 中粮入主酒鬼后的管理层人事变动	24
表 10 华润旗下企业激励	25
表 11 我们认为金种子可能处于酒鬼 5 年前的发展阶段（亿元）	32
表 12 分产品拆分（百万元）	33
表 13 可比公司估值表	34

前言

金种子是 22 年华润参股的白酒 A 股上市公司，前期得到了极大的关注。关于金种子存在一些分歧，包括啤酒业务与白酒的协同、光瓶酒的全国化、次高端的培育等问题。这些问题是金种子在投资上很重要的一些预期差。不过这些预期差从笔者看来，与 5 年前同样为央企业管理下的酒鬼酒面临投资者的分歧问题基本一致——中粮没做过白酒能否做好酒鬼，塑化剂影响大且渠道建设不全下还能否全省化/全国化，茅五泸占据省内高端份额内参能否崛起等。

但实质上最终酒鬼通过体制机制优化及内参找到合适模式后实现了突破，打破了市场的预期差，从股价上实现了多倍的上涨，最终由一匹“黑马”变为了当前的“白马”。彼时的酒鬼，正如此时的金种子，尤其均为央企业管理模式，金种子能否也打破市场的预期差，从而实现股价的上涨，是我们站在当下比较关注的问题。

从本文角度对金种子的发展实际具备自信，而从市场角度仍需要验证和观望。因此，本文将以酒鬼酒与金种子的全方位对比，来阐述彼此的发展逻辑及相同或差异点，试图寻找出金种子可持续增长发展的密码，从而带给投资者一些参考和启发。而此时的金种子是否恰如 5 年前等待爆发的酒鬼，让我们拭目以待新品“头号种子”的发力。

1. 基本面对比

1.1. 产品对比：同为三香，各有千秋

金种子与酒鬼香型同为了一口三香，但各有千秋，无论在原料、温度或其他工艺上均有所不同，酿出口感也不同。但产品均被消费者津津乐道。

表 1 馥合香和馥郁香对比

	馥合香（金种子）	馥郁香（酒鬼酒）
工艺	在传统浓香型白酒“老五甑”的工艺基础上借鉴酱香、芝麻香等香型白酒的酿造工艺，高温润料，续渣混蒸，粮醅添加高温大曲、中高温大曲、芝麻香复合功能麸曲等多种酿酒用曲并进行高温堆积，堆积后再二次加入中高温大曲并入池密封发酵	在秉承湘西传统小曲酒生产工艺的基础上，将小曲酒生产工艺和大曲酒生产工艺进行巧妙融合，形成了其独特的生产工艺。原料清蒸，先蒸高粱，60 分钟后加入其它原料继续蒸，之后加入双曲入窖发酵
原料	选用高粱、大麦、小麦、大米、糯米、豌豆等六种粮食为酿酒原料	以高粱为主，辅以大米、糯米、玉米和小麦，除玉米外其它原料均整粒使用，不粉碎
用曲	“中温大曲、高温大曲、强化复合曲”三曲一步发酵	小曲为纯根霉菌，糖化能力强。蒸好的原粮加小曲后入糖化箱糖化，在糖化的同时还能网罗空气中的微生物，提高微生物种群的多样性和富集度。糖化后加大曲制醅，入窖发酵
窖池	泥底石板壁老窖池	泥窖
成品酒	“无色或微黄，清亮透明，无悬浮物，无沉淀，具幽雅、协调的馥合香气，酒体醇厚丰满，绵甜，余味悠长”。“芝头、浓韵、酱尾，一口三香”的独特风格和品质，初闻芝香怡人，入口浓香柔顺，回味酱香浓郁	“色清透明、诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、香味协调、回味悠长”的典型风格，兼有浓、清、酱三大白酒基本香型的特征，一口三香，前浓、中清、后酱

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图 1 馥合香



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图 2 馥郁香



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 主要产品对比（零售价）

价格带	金种子酒	酒鬼酒
中低端（300 元以下）	颍州佳酿 21 元/瓶	盒优 56 元/瓶
	祥和种子酒 49 元/瓶	老坛 59 元/瓶
	柔和种子酒 58 元/瓶	湘聚、乡恋、城事 68 元/瓶
	柔和经典 118 元/瓶	
	金种子 6 年 149 元/瓶	酒鬼黄坛 258 元/瓶
	金种子 10 年 258 元/瓶	

次高端（300-800 元）	鑫 9 368 元/瓶	酒鬼红坛 438 元/瓶
	鑫 15 468 元/瓶	酒鬼紫坛 698 元/瓶
	鑫 20 698 元/瓶	
高端（800+元）	金种子 20 年 980 元/瓶	52 度内参 1499 元/瓶
	醉三秋 1507 998 元/瓶	54 度内参 1599 元/瓶

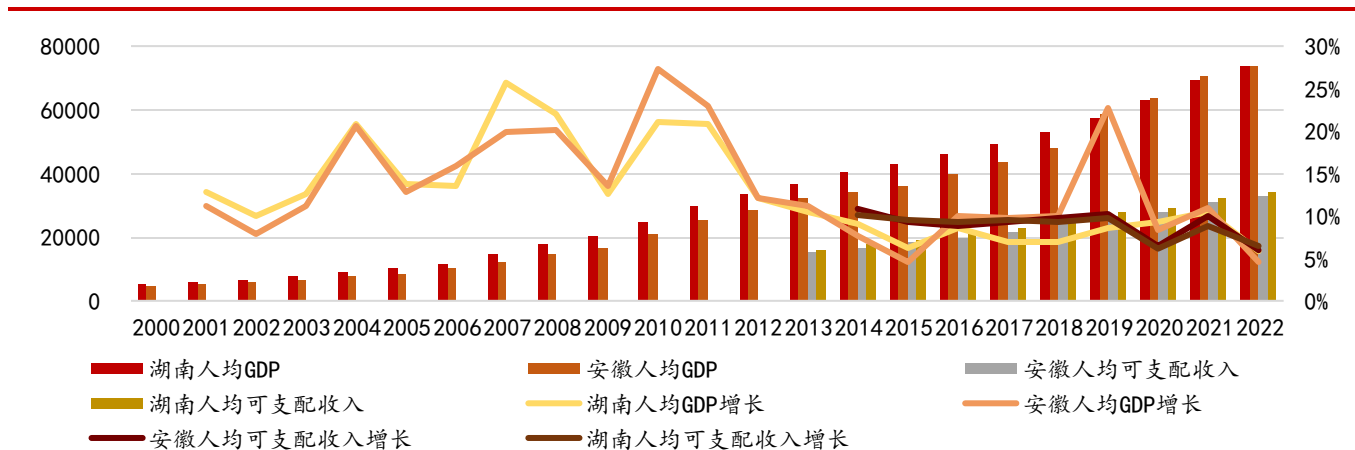
资料来源：官方旗舰店，华西证券研究所整理

酒鬼以次高端酒鬼系列为主，金种子主要布局中低端价格带。这和他们历史和不同区域市场发展阶段及各公司管理有较大关系。根据公司公告，截止 2022Q1-3，金种子普通白酒占比 39.0%，中高档酒占比 61.0%。截止 2022H1，酒鬼酒内参系列/酒鬼系列/湘泉系列收入占比分别 25.5%/58.0%/6.1%。

- (1) **区域市场原因：**首先，安徽历史人均 GDP 及人均可支配收入基数较低，我们认为历史上的消费水平差异导致湖南省白酒消费价格带高于安徽省。其次，根据 2021 白酒消费中国消费洞察报告，从全国各省人均单次饮酒量来看，安徽省以 5.6 两/次位列全国第三，而湖南省以 3.5-3.9 两/次处于全国中等水平；由于人均饮酒量差别较大，在同等餐标的条件下，进一步导致安徽省人均白酒消费价格带低于湖南省。

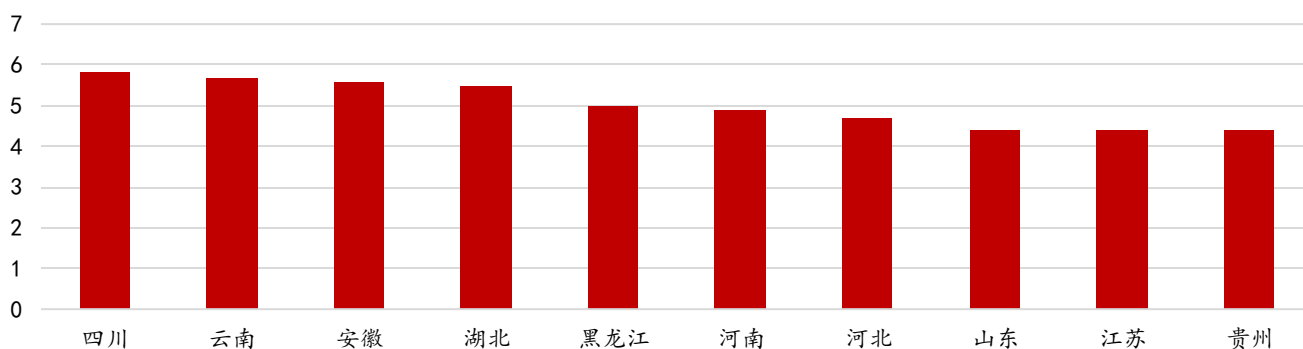
不过，2016 年以来安徽省经济发展加速追赶，近年安徽与湖南人均 GDP 及人均可支配收入水平相当，主因历史上安徽省以农业、汽车及工程机械、家用电器、化工及新型建材等为支柱产业，而近年来受益于国家“长三角一体化”战略，“十四五”期间将重点发展新一代信息技术、新能源汽车、智能网联汽车、高端装备制造和人工智能等十大新兴产业，区域经济水平加速向上追赶。因此，相比湖南省，安徽省具备价格带升级的巨大潜力。

图 3 湖南和安徽历年人均收入及 GDP 增速 (%)



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

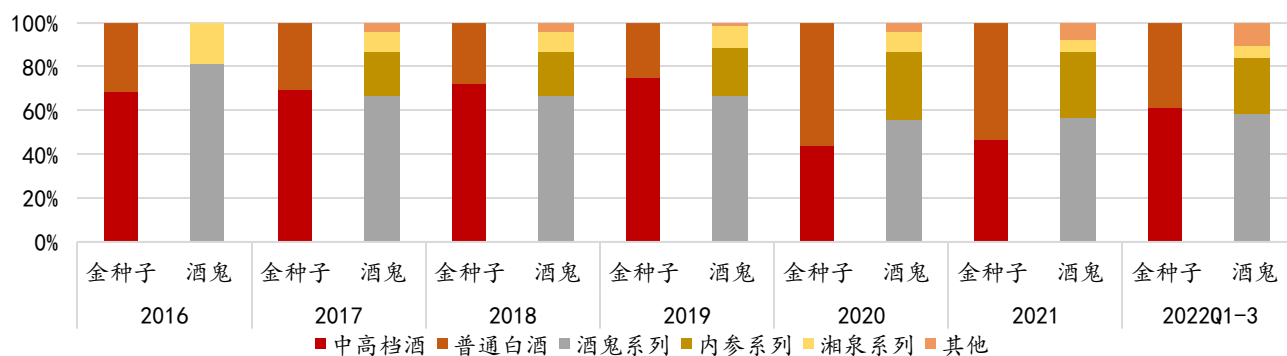
图 4 全国各省单次饮酒量前十名（两/次）



资料来源：2021 白酒消费中国消费洞察报告，华西证券研究所

- (2) **近年发展原因：**08-12 年金种子酒凭借柔和种子酒、祥和种子酒等产品，卡位当时的安徽省内大众消费的主流价位带，2012 年白酒业务取得营业收入 22.94 亿元（同年口子窖和迎驾贡酒白酒业务收入分别 25.1/30.3 亿元）跻身徽酒一线品牌阵营。13 年后由于白酒行业深度调整及金种子布局“保健酒”赛道、提高市场费用但缺乏渠道和价盘维护等方面的战略误判，白酒业务规模收缩且产品结构停滞。不过金种子凭借大单品柔和种子酒和祥和种子酒也同时积累了省内口粮酒知名度，以及长期深耕百元左右价格带的渠道和口碑基础。而酒鬼在 16 年中粮进入后，17 年开启省内渠道下沉和大单品战略，优化产品结构减少 SKU 和降低贴牌产品收入占比，提升高档产品占比，高档产品（内参+酒鬼系列）占比从 2014 年 57.7% 提升到 2022H1 的 83.4%。酒鬼酒领先金种子改革时间 6 年，驱动了结构继续升级。

图 5 产品结构 (%)

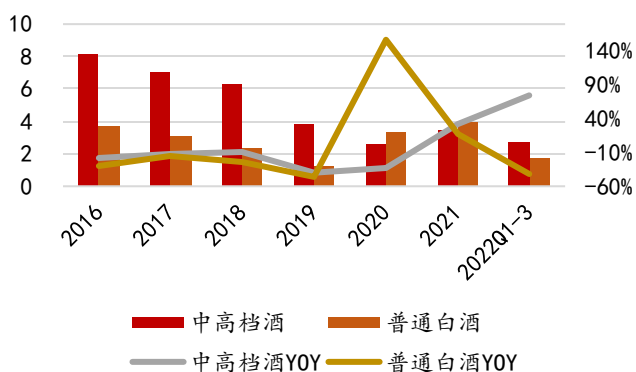


资料来源：公司公告，华西证券研究所整理

注 1：中高档酒和普通白酒为金种子酒分产品拆分类目；

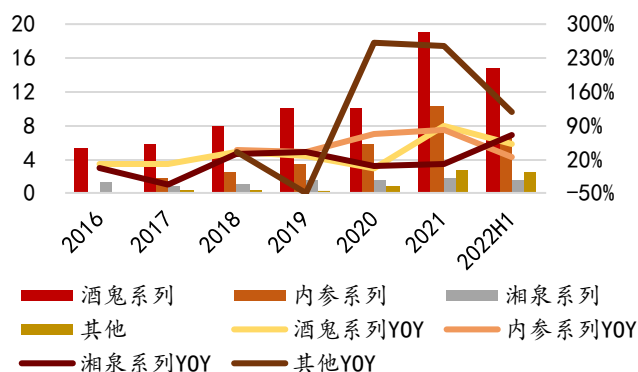
注 2：酒鬼酒 2022Q1-3 产品结构沿用 22 年中报数据。

图 6 金种子分产品增速 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 酒鬼分产品增速 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 渠道对比：快消品模式切入，期待未来向白酒模式转化

金种子与酒鬼由于所处不同价格带，对应渠道模式和打法也不同。但从发展逻辑上其实是一致的。同为央企管控，接手前两者的渠道基本都基本相对一般。都需要经历一个改造和改革的过程，从而焕发青春。

彼时的酒鬼刚被中粮接手——2014 年 11 月随着华孚集团并入了中粮集团。2016 年初随着江国金被任命为董事长开启了 3 年的内部改革工作。其中涉及到多方面改革，关于渠道销售方面的更多为渠道管理的提升工作，根据公司公告，2016 年酒鬼酒在湖南设立 4 大销售片区全面推进渠道向长株潭和湘西县市级下沉大幅度提升省内渗透率、经销商体系的重新打造重设考核体系加大力度渠道价格理顺，2017 年落实终端“千店工程”深挖零售和宴席渠道、销售体系包括人员和系统等培养和考核体系改进等。简单来讲，更多为塑化剂事件、三公消费后疲软的渠道体系的修复，并在修复过程中突破渠道渗透不足的瓶颈，由粗放管理的经销商管控模式，向重视管理和营销的集中化体系化管理模式转变，正好迎合了白酒次高端的 β ，因此得以更好的优化。

而伴随 2018 年 3 月集团审计与法律风控部总监王浩就任酒鬼酒董事长后，酒鬼开启了真正的腾飞。最终战略确定为内参为“火车头”，带动整体公司的收入利润提升。内参的渠道管理发生了较大的变化。内参由原来偏中小商和分销体制改为了大商模式。大商模式具体是参考了行业内老窖起初成熟的“柒泉模式”，从而盘活了渠道的积极性。

具体模式：根据华声在线，2018 年底，为充分激活内参品牌势能，在公司全力支持下，30 多位“亿元大商”大商合资设立内参销售公司，独立运作内参品牌。产品价值链为“股份公司——销售公司——经销商——终端”，差价用于品牌营销和渠道费用投放。这种模式对内参酒的渠道运作效率和经销商激励均有明显提升。一方面，渠道费用投放及核销权后移至内参销售公司，决策更为灵活高效，执行力显著增强；另一方面，内参公司的分红补充了渠道利润，绑定了核心经销商利益，进而形成内参销量与渠道利润一同提升的正向循环。

酒鬼渠道体系经历了改革优化到最匹配的模式，带动了公司近些年的高速增长。金种子预计也将重复走这样一条路。根据糖酒快讯，由于价格带偏低，金种子酒曾较早进行销售渠道扁平化，以大本营阜阳市为中心将经销商沉淀到镇县级市场，并由公司协同经销商以类似深度分销的模式运作。但由于长期价格带没有突破，并且在行业深度调整后管理层战略选择上没有匹配公司优势，深度分销模式下缺少公司管理和战略把控，渠道积极性逐渐下滑，也因此自 13 年以来陷入长期的规模下滑。对比徽酒

其他上市企业，无论从销售规模、经销商数量和销售人员数量，金种子均处于较低水平，因此主要通过渠道费用和返利模式与经销商共同维护渠道健康、拓展市场。与中粮接手酒鬼一致，华润于2022年6月接手后，一样面临一个渠道管理较为孱弱的现状，我们认为体现在库存水平较高、渠道价格偏倒挂、渠道利润单薄、经销商和终端积极性不够、铺货率偏低等。

华润入主后，除了改革优化组织架构、人员管理等体制外，机制上理顺了各项管理流程，也强化了内部信息化管理的工作。但更重要的是渠道管理上面的各项问题在逐步解决中了。经过7-8月中秋渠道练兵、终端网点铺货率提升、春节大会战等一系列活动消化旧库存的同时，逐渐理顺产品渠道价格，提高了渠道利润，重新招商了新的华润啤酒经销商补充渠道和空白市场。根据酒业家，2022年下半年，华润在安徽600多家雪花啤酒经销商中，优择约100家对金种子的光瓶酒进行渠道嫁接，以便为新品上市做准备。根据搜狐财经报道，金种子未来百元以下新品将为50元光瓶酒为主（2023年2月22日，金种子于海口“2022酒业创新与投资大会·金种子馥合香品牌之夜”发布了“头号种子”），因此渠道模式预计将在未来几年转型为更多以光瓶酒终端渠道管理为主下的精细化管理模式。而次高端继续白酒次高端运营的模式，初步预计更多以团购切入去做培育。这便整体涉及到正在进行中的啤白融合战略，需要拭目以待。

图8 头号种子外观



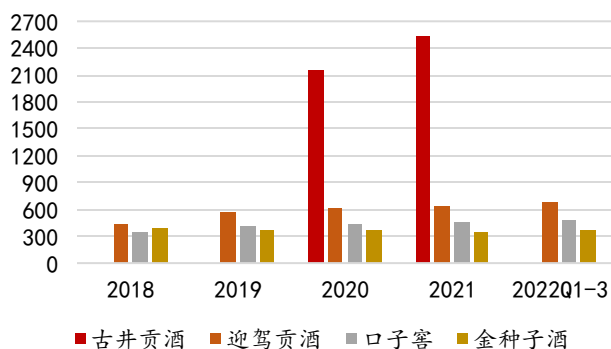
资料来源：甲骨文创意，华西证券研究所

图9 头号种子已开启线上零售



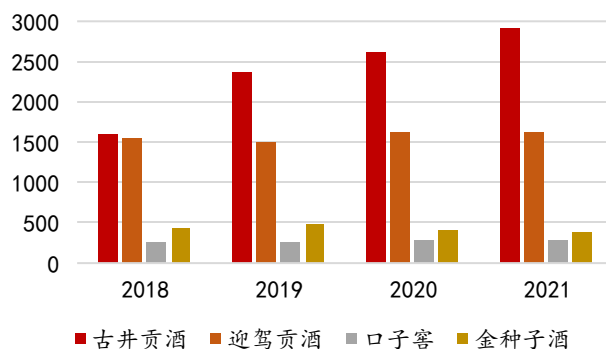
资料来源：京东，华西证券研究所

图10 徽酒经销商数量对比（家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图11 徽酒销售人员对比（人）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

而这里面渠道改革最为关注的焦点便在于占比公司大头的百元以下产品渠道与啤酒渠道的融合问题。那么就要关注华润啤酒是如何运作渠道的，他的相关模式和特点如何：

以深度分销成为渠道王者，大客户模式匹配高端化战略：华润啤酒渠道建设以发展阶段和战略方向为核心并持续不断的优化。2002 年开始推进以服务终端为核心的深度分销模式，通过深度分销，华润实现近 600 万个终端的直接覆盖（根据酒讯），既很好的维护了产品形象和市场秩序，又提高了对终端的掌控力，助力华润实现全国化销售，搭建了全区域、全渠道的销售网络，为华润啤酒发展奠定了坚实的基础。2018 年推动“二次改造”，形成快消品里能力最强的渠道队伍，打造现代化、互联网化、信息化更深结合的渠道。2020 年以高端化战略为核心，推进大客户制度，为渠道赋能，建立华鼎会、华樽会、华爵会三级大客户体系，集中资源发展高端产品，打造更适宜高端产品销售的渠道网络和架构。

表 3 华润啤酒渠道变革分析

	第一阶段：深度分销 (2002-2017 年)	第二阶段：CDDS 模式 (2017-2019 年)	第三阶段：大客户模式 (2020 年至今)
运作背景	华润实现全国化，需要提升对终端的掌控度，实现精细化管理	目前渠道已经无法满足雪花啤酒高质量增长、发展中高档、参与国际化竞争、抢夺竞品优势市场份额的需要，不能支撑新时代雪花啤酒发展的目标和路径，因此迫切需要“二次改造”	公司需求打造一支更适应于高端酒销售推广的经销商体系
运作模式	厂商-运营商-分销商-终端	一二级渠道改造为终端直营	建立大客户平台
具体分析	1) 厂商与经销商之间的关系由松散的利益关系转变为紧密型的战略伙伴关系；2) 销售通路建设由粗放经营转变为精耕细作，提升对终端的掌控力；3) 渠道网络由原来简单的无序放射状分布，变成真正的密集型的网络分布；4) 助力雪花搭建全区域、全渠道的销售网络。	1) 实施市场的专营化、片区化、扁平化、专业化改造； 2) 规划经销商经营模式，由坐商变为行商； 3) 抓好经销商和业务员两支队伍的建设。	1) 建立华鼎会、华樽会、华爵会三级大客户体系，集中资源发展次高及以上产品； 2) 通过数字化赋能，提升大客户终端运营效率，辐射小客户。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

覆盖终端近 600 万个，稳坐国内啤酒第一把交椅：华润啤酒经过多年运作和深耕，目前已经成为国内销量第一的啤酒企业，实现全国化渠道覆盖，在东北/西南/华东等市场市占率领先，多个省份市占率第一，其中公司选择了核心两省五市+八大高地及各个重点省会作为高端化重点市场。具体来看，借助深度分销+大客户运营的渠道管理策略，华润啤酒目前覆盖终端超 600 万个，覆盖了大多数适合啤酒销售的有效终端，旗下经销商数量超过 1.8 万个，针对不同的渠道制定相应的渠道政策和销售网络，打造了国内覆盖率最高的基础销售网络。

表 4 华润啤酒&青岛啤酒渠道对比

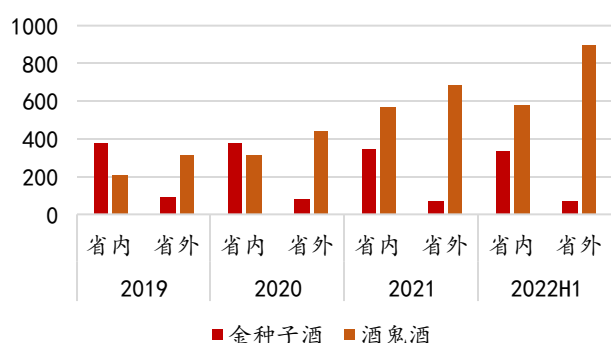
	华润啤酒	青岛啤酒
渠道情况	国内销量第一，在东北/西南/华东市占率领先，实现全国布局，覆盖终端超 600 万个；两省五市+八大高地及各个重点省会为高端化重点市场	国内销量第二大啤酒企业，提速沿黄、振兴沿海、解放沿江，持续打造一纵两横市场战略带
渠道分布	我们认为 55%传统现饮、5%夜店、35%现代非现饮渠道、5%线上	即饮 40.6%，非即饮 59.4%
经销商情况	1.8 万+	11826 家

经销商管理方式	深度分销+大客户运营	大客户+微观运营
终端管理方式	1) 大客户平台：公司引入大量具备高端渠道资源及终端，并且能与华润决战高端形成战略共识的大客户，打造华鼎会、华博会、华爵会分级平台。 2) 深度分销：形成密集型的网络分布，搭建全区域、全渠道网络，第一时间响应市场需求。	1) 大客户：充分借助优质大客户的资源与经验进行区域市场的开拓，尤其在自身品牌市占率低的非成熟市场，借助经销商经营杠杆的优势凸显； 2) 微观运营：践行深度分销的营销打法，将市场区域细分为若干个经营单元，要求一线业务人员按照设置好的拜访路线进行销售终端无遗漏拜访，显著提高了公司对区域市场的组织、开发与管控能力。
渠道网络	1) 公司经过多年深度和布局，形成了专营化、扁平化、片区化和专业化的销售网络。 2) 公司针对不同的渠道制定相应的渠道政策和销售网络，在城市市场根据细分渠道的特性制定销售策略，在区域市场与地方经销商维持长期稳定的关系实现业务覆盖和渗透，同时对区域市场进行更加细致的划分实现扁平化分销，同时利用二级分销商来供应城镇市场，打造了国内覆盖率最高的基础销售网络。	1) 建立完备的线下渠道网络，广泛覆盖餐饮/夜场/ka/便利店/社区店等主流啤酒销售渠道； 2) 建立了“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化线上渠道网络； 3) 开设了 200 多家 TSINGTAO1903 青岛啤酒吧，为消费者提供沉浸式的高端啤酒消费场景。

资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

华润成立啤酒和白酒两大事业部，加速资源整合。根据香港商报网的信息，兔年伊始华润成立啤酒和白酒两大事业部，华润啤酒副总裁赵春武先生将分管华润雪花，华润啤酒首席财务官魏强先生将分管华润酒业，加速白酒业务管理、运营和资源整合等方面的优化。我们认为，一方面华润在收购金种子后预计延续统一标准化管理的思路，在内部管理上有望提高渠道管理效率和组织结构改善；另一方面华润有望通过深度分销、直控终端、提升终端铺货率的快消品模式快速切入金种子渠道，将金种子的品牌、产品优势与华润的渠道优势相结合，拉长板补短板，快速打造适合华润啤酒消费群体和金种子品牌口碑优势的百元以下大单品。而次高端价格带仍需要聚焦渠道资源和白酒渠道战略运作，因此期待未来馥合香产品在白酒渠道模式下，中长期对渠道和消费者培育深耕后的差异化发展。

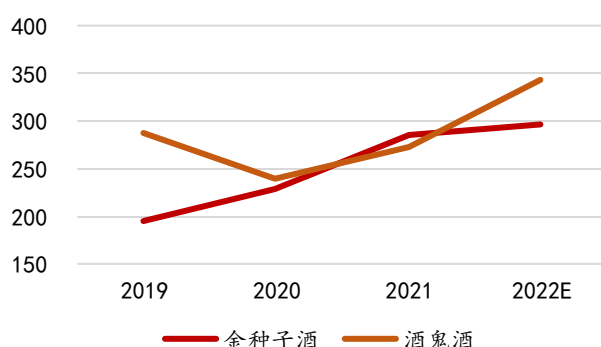
图 12 经销商数量（家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：酒鬼省内经销商数量为华中区域经销商数量

图 13 单经销商收入（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：2022 年单经销商收入为 2022H1 收入线性外推预测值

1.3. 营销对比：通过核心单品培育消费者品牌认知

酒鬼与金种子均为聚焦在核心价格带大单品进行营销的手法。不同的是酒鬼更多在内参千元价格带，金种子更多偏百元以下和次高端的培育。不同价格带营销的方式方法各有不同。

针对行业内不同品牌核心单品的营销效果来看，高端价位品牌优先品牌力，茅五泸等在千元价格带渠道深耕、消费者培育、意见领袖引领等工作持续多年，营销更为成功。而内参培育时间较晚，尤其是中粮 14 年接管后才逐步恢复营销，以差异化馥郁香特色和中粮集团背书切入高端赛道，是千元价格带的后起之秀。我们认为内参的营销培育力度和可持续性较强，长期酒鬼酒整体广宣及市场服务费保持 20% 左右的水平，加之中粮集团对白酒业务的重视，回顾过往行业内高端成功案例，持续的营销投入、股东战略策略的恒定性，都是高端未来能否胜出的核心关键要素。

表 5 营销模式对比

	高端	次高端	中低端
品牌投放	品牌溢价能力强，重视品牌广告投入和潜在消费者培育，尤其重视圈层营销（高端意见领袖培育、回厂游等）	重视渠道拓展，优势区域夯实并下沉渠道，重点市场通过广告、品鉴会等方式投放	常规品牌费用投放，依靠品牌力积累和消费者口碑
高空广告	央视频道、春节晚会等，也会针对高端消费人群定制广告	新媒体广告、高铁车厢、经销商堆头等，积极扩大品牌覆盖面	分众传媒、广播广告等，主要覆盖品牌优势区域
营销模式	注重品牌营销，打造高端产品稀缺性	通过推动渠道扁平化尽可能直控终端，提高大众对产品知名度的认知	区域高知名度品牌打造高性价比产品
渠道费用	品牌投入费用大于渠道费用	渠道费用更多为买赠、搭赠饮料糖果等的宴席政策	通过经销商管理终端烟酒店或者餐饮门店，并投放渠道费用
消费场景	高端商务宴席、礼品等	大众宴席，普通商务宴请等	朋友聚会、自饮、下线城市年节送礼等
渠道利润	相对较高（普五因消费者自点高利润相对较薄）	相对较高	单瓶相对较低，周转快

资料来源：华西证券研究所整理

具体来看酒鬼的营销投入：根据公司公告，酒鬼广宣及市场服务费长期保持 20% 左右的水平，在全国范围内进行了大量的营销活动。根据酒说，酒鬼对名酒进名企、品鉴会、回厂游、异业合作等消费培育的多元化手段均进行了资源倾斜和内部考核要求，目标是扩大馥郁香消费人群和提升品牌价值。内参酒在以浓清酱为主流的高端消费群体中，差异化的香型口感迎合高端消费人群的个性化需求，同时避免了传统高端品牌在品牌力上的正面竞争。酒鬼在内参高端化和意见领袖营销方面的投入，符合白酒行业高端品牌以大单品着手培育品牌消费者认知和消费粘性的正确做法，在中粮接手后走出了一条正确的道路。

金种子来看，过往广告及市场费用投入长期维持在 15% 左右，随前几年收入变化费用投放存在波动，相较徽酒企业投入来看偏低。过往由于产品线较为冗杂及管理问题也导致单品营销投入并不清晰。这与中粮接手酒鬼之前基本一致。老酒鬼时期产品中较多比例为贴牌和代工产品，单品营销不够突出。中粮接管后采取了大单品战略——高端以内参为主，次高端以红坛为主，才逐步理顺营销方向。

而这一点对于金种子而言，22 年下半年华润接管后的产品梳理和营销改革也正在经历中，类比中粮 2016-2017 年体制机制优化时期。金种子在 2023 年 2 月 22 日在海口酒业创新与投资大会上公布了其光瓶酒的战略新品规划，未来我们预计营销侧重点除了次高端未来馥合香产品方向外，另一个重点预计将在此光瓶酒新品——头号种子上。

光瓶酒营销来看，我们预计将基于此前渠道招商的基础——如根据酒业家，2022 年下半年华润在安徽 600 多家雪花啤酒经销商中优择了约 100 家对金种子进行渠道嫁接，从而在新品上市铺货后，可预见的将是针对性的线上线下营销。而这一点，我们认为将是金种子光瓶酒能否成为大单品的核心关键——**拥有全省较好品牌力+产品力以及华润渠道资源基础上，营销的突破将是最终的临门一脚和考验**。除此之外，金种子酒也强化了对种子酒柔和大师、金种子馥合香产品的投入，如相继在全国范围开设了 26 家馥香馆，树立品牌形象、提升消费者认知、提升消费体验，利用差异化的馥合香产品打开高端化的品牌和消费者培育。

那么营销既然成为关键，实际上将取决于金种子接下来的动作。由于金种子营销将以啤白融合模式进行，因此华润啤酒过往的营销将是重要的可以参考预判的方面。

华润啤酒过往营销的特点在于以二元价值论塑造品牌，追求物理与情感属性共振。华润在品牌塑造上探索出了符合其发展的品牌价值二元论，即根据对目标人群的洞察，在品牌的物理属性和情感属性二元上达成平衡。在二元价值论下，公司于 2005 年创造了勇闯天涯品牌，并坚持将其做成行业销量第一的啤酒品牌。在行业发展新周期，公司推进品牌重塑，将原有的勇闯天涯升级迭代；同时打造了马尔斯绿、匠心营造和脸谱等品牌组合，持续追求物理属性和情感属性的共振。2019 年收购喜力之后，公司形成了“中国品牌+国际品牌”的有机组合，丰富品牌和产品矩阵，并根据品牌特性开展了一系列品牌推广宣传活动，强化消费者对公司旗下品牌的认可度。

打造大单品，提升品牌凝聚力。通过大举收购和整合成长的华润啤酒在收购过程中并非只是简单的产能整合，而是将工艺、产品、渠道等均做了统一的标准化管理。收购前各工厂有自己的主销品牌，收购后华润对各个工厂进行改造，主要生产大单品勇闯天涯和雪花纯生等产品。品牌宣传上持续强调勇闯天涯的二元价值，聚焦核心大单品，勇闯天涯成为年销量超过 300 万吨的超级大单品。

线下精细化运作，提升现饮终端掌控力：以餐饮为主的现饮终端是华润啤酒的核心渠道，现饮渠道也是竞争最为激烈，渠道运作最为多样的渠道。举例来看，为提升终端掌控力，会通过买店、锁定销量、锁定陈列位等不同方式与终端合作，合作力度的不同体现对现饮终端的掌控力不同；日常客情维护过程中，通过提升配送周转频率，酒瓶和瓶盖回收提成，帮助承担营销物料费用等方式进一步提升终端的粘性，通过终端触达和绑定终端消费者。

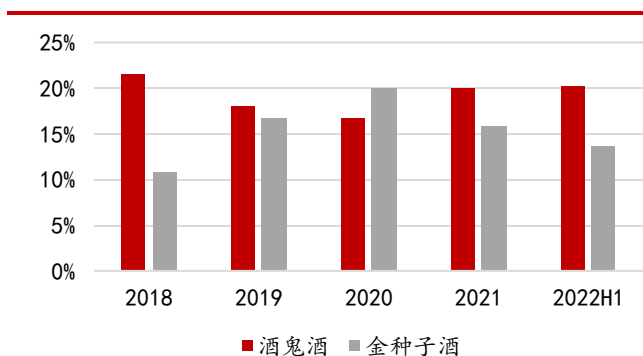
华润在渠道端的营销特点在于：自上而下塑造品牌价值，打造物理属性和情感属性相平衡的品牌，从品牌创立之初便考虑品牌调性和目标人群的匹配度。产品端以打造大单品为核心，放大品牌影响力。自下而上运作端，以华润手握的渠道资源为基础，结合多样化的营销举措，灵活有效的将品牌和产品传递给终端消费者。

图 14 华润的品牌二元价值论



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 15 广宣及市场费用率（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 16 馥香馆



资料来源：酒业家，华西证券研究所

因此，酒鬼与金种子一致，同为央企业管理，实际上都能摸清营销的方向和打法。尤其后者还具备管理方华润的营销能力赋能，这点与中粮不同。中粮更多为管理上的要求，自身营销的赋能更多为央企的品牌/政府资源等保驾护航，华润除了同等具备此类资源外，还具备“手术刀”操刀的营销能力。因此两者在营销的对比上略有不同。彼时中粮入主酒鬼后市场对中粮的营销能力并不十分看好，恰如此时市场对华润对金种子的渠道营销的质疑或观望。而酒鬼最终证明了自己，内参走出了一条符合央企业管理和自身正确的道路，我们相信金种子更具赋能的营销，也将最终超市场预期。

1.4. 区域发展对比：夯实省内，展望全国

酒鬼与金种子均为曾经有过泛全国化历史的白酒品牌，后来各种原因退为区域酒。而酒鬼由于中粮接手早于金种子被华润接手改革，因此此时的酒鬼已经开启全国化几年，金种子才开始省内精耕。不过殊途同归，两者的区域发展思路初期均为省内下沉提高铺货为主，省外聚焦优势市场培育的打法。

根据公司公告，酒鬼华中地区占比 2018 年 60.3%，预计 2022 年省内外收入占比基本持平，省内从中粮接手初期覆盖率较低到 2018 年已经基本实现全覆盖，后期侧重更多县级市场铺货率的提升，2022H1 湖南县级市场覆盖率 99%。根据公司公告，省内核心市场为长株潭三地；省外核心侧重于京津冀、河南、山东、广深等原有基础地

区的精耕。除了这些地区，内参自 2022 年也开启了全国更加广度的招商和发展。具体来看，截至 2022H1 酒鬼公司经销商攀登至 1479 家，终端专卖店 677 家。

表 6 酒鬼酒分地区运作模式一览

区域	运作模式	原因
湖南	扁平化	酒鬼酒大本营市场，运作多年，扁平化有利于加强渠道掌控力，进一步提升市场占有率
京津冀	精耕细作	中粮支持下内参多次登上国宴等重要场合，因此京津冀地区酒鬼及内参的品牌曝光度高，消费者接受度好，销售规模较大，采用精耕细作的渠道模式可以充分挖掘空白市场潜力
河南	精耕细作	河南市场开放性较强，消费者愿意尝试差异化产品，且白酒流通市场发达，酒商众多，采用精耕细作模式能够加强市场掌控力、深挖市场潜力
山东	精耕细作	中粮在山东渠道资源丰富，积极帮助酒鬼酒对接经销商，消费者对酒鬼系列接受度高，采用精耕细作方式可以挖掘市场潜力，更好地培育馥郁香型消费者
广东	精耕细作	广东经济发达，受茅台影响大口味偏重，内参接受度好，采用精耕细作方式能够充分挖掘空白市场潜力
华东、西北等区域	平台商	酒鬼酒在这些区域运作时间短，品牌渠道基础薄弱，采用平台商模式可以借助其资源实现迅速扩张

资料来源：公司公告，公开资料整理，华西证券研究所整理

根据公司公告，金种子省内收入占比长期维持 80+%，经销商数量 400+家，其中省内经销商 350+家，大本营市场为安徽阜阳。2021 年金种子酒经销商 426 家，其中省内 351 家。我们认为华润入主后增强了与金种子的渠道匹配度，经销商数量也停止了连续多年下滑的趋势，截止 2022Q1-3，经销商数量 440 家（同比+34 家），省内经销商数量 368 家（同比+30 家）。

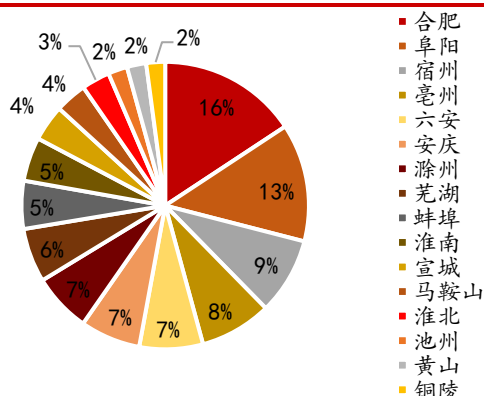
金种子省内发展无疑也要复制酒鬼的道路，初期从上至下以及铺货的持续提高。区域从战略市场到战术市场，从全面进攻市场到培育市场。因此金种子安徽核心两大市场，合肥及阜阳将是重中之重的市场，如同酒鬼的长株潭市场。从区域的研究来看，合肥的竞争无疑是全方位的，无论是外来名酒竞争还是全价格带竞争，抑或是各种资源的抢夺，都是白热化的，但考虑到合肥的重要地位——安徽白酒消费规模最大城市及消费升级的名片城市，都将成为金种子的战略市场，尤其是次高端的培育市场。

而阜阳作为大本营，将成为金种子能否崛起的核心市场。过往由于各种原因导致公司在阜阳市占率较低，而华润入主后基于未来长期规划和短期增长角度考虑，我们判断阜阳将成为全面进攻市场，力争未来市占率相较此前上几个台阶。根据蓝鲸财经，目前阜阳的终端渠道布局已经完成，能否实现铺货后的动销也将拭目以待。

阜阳作为白酒消费的重要性从宏观上主要体现在：

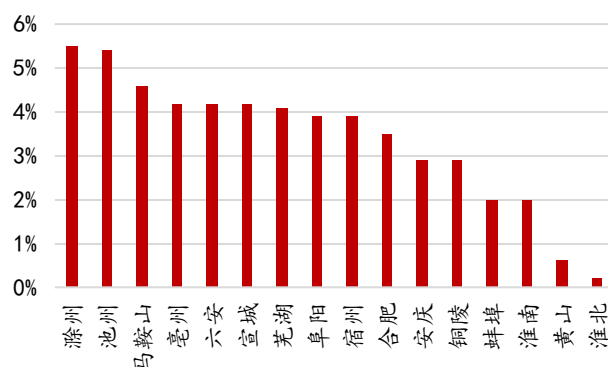
- (1) 阜阳是安徽除省会外人口规模最大的地级市，2022 年阜阳市常住人口 814 万人，占全省的 13.3%，仅次于合肥市的 15.7%；
- (2) 阜阳人均可支配收入增速近年来处于全省中上水平，2022 年增速超过省会合肥市；
- (3) 阜阳是全省第二大白酒消费市场，根据海纳的数据，2021 年安徽白酒市场总量 350 亿左右，合肥和阜阳两个市场贡献了接近 1/3 的体量，其中合肥约 70 亿，阜阳约 50 亿；

图 17 2022 年安徽省常驻人口占比 (%)



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 18 2022 年安徽省人均可支配收入增速 (%)

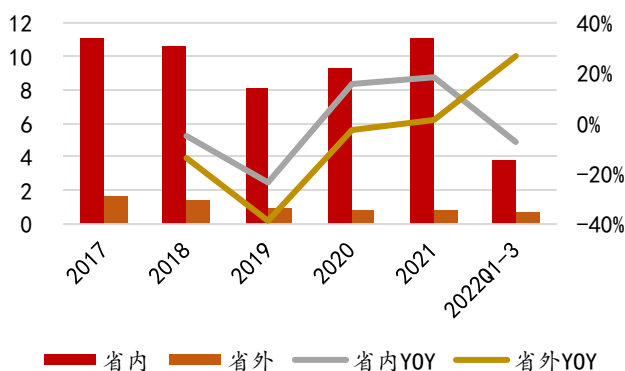


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

除合肥和阜阳之外，金种子省内还有其他具备消费基础的城市，如蚌埠、安庆、淮北、淮南、滁州等，这些城市也基本具备一定的白酒消费规模，将有望成为金种子未来省内发展的基础市场。除此之外，相信公司基于全省化的战略下，最终所有地级市将实现覆盖和铺货率的提升。而省外来看，我们判断有望在历史上有一定规模的江苏、湖南、福建等省深耕拓展。

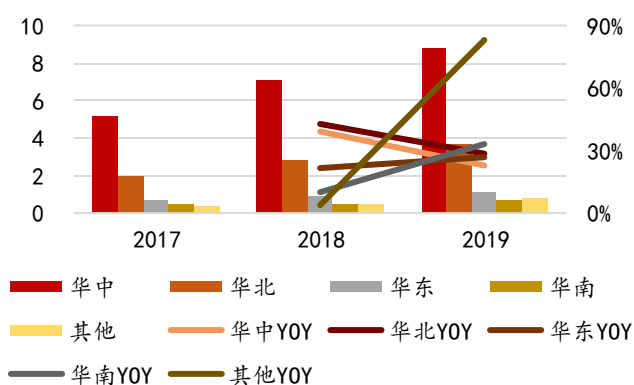
基于华润对白酒业务板块“1+N”战略，培养一个全国品牌+若干区域强势品牌，通过酒业平台实现协同发展。我们判断曾具备全国化品牌基因的金种子有望获取更多资源协同，光瓶酒未来区域发展之路从省内到省外，次高端预计省内外核心市场同步培育，提高收入占比，最终达成未来公司中期发展目标，将具备较强的预期差。区域发展中，光瓶酒和次高端馥合香相互成就，相互影响。馥合香培育及发展为金种子光瓶酒打造更高价格带品牌认知和资源投入带动，与内参带动酒鬼系列一致；光瓶酒在华润资源下实现区域和渠道突破及发展，为未来馥合香培育更多升级消费人群。这点上面又强于酒鬼，更多偏向汾酒的发展逻辑。总之，金种子与酒鬼均具备全国发展基因，但在不同价格带和不同协同资源下，更好地发挥了整体的竞争力，最终预计均将能够从区域实现突破到真正的全国化。

图 19 金种子省内外规模 (亿元)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 20 酒鬼省内外规模 (亿元)



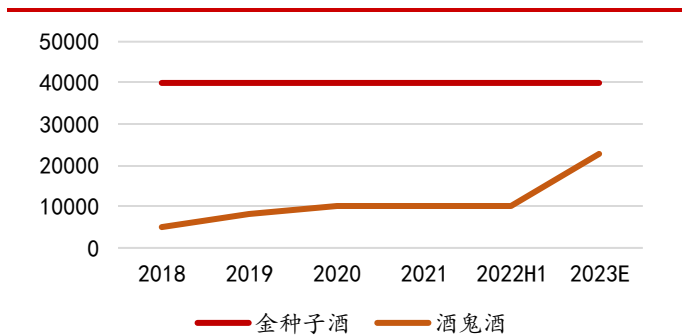
资料来源：wind，华西证券研究所

1.5. 产能及规划对比：储备充足，规划长远

根据公司公告，2020 年以来酒鬼酒积极布局产能，缓解前期产能紧张问题，也为未来产品全国化扩张提供基础支持，预计 2024 年酒鬼酒产能将达到 2.3 万吨/年；

2021 年酒鬼酒基酒产量 1.0 万吨，满负荷生产，内参酒成品酒库存量 920 吨，同比 +45.6%。金种子酒目前产能 4.0 万吨/年，产能利用率长期保持在 25%左右，我们认为金种子酒的产能储备充足，可以满足中长期中低价格带产品的产能需要。根据公司年报，2021 年酒鬼酒基酒储存 3.8 万吨，金种子酒半成品酒 4.8 万吨，我们认为从基酒储存情况来看，金种子酒具备光瓶酒销售的基酒储备。

图 21 金种子和酒鬼产能对比（吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

表 7 酒鬼在建产能

项目	投入资金	建设产能	项目进展
三区一期工程	7.8 亿元	新增基酒产能 3000 吨/年，储酒 1.6 万吨	预计 23 年底完成，24 年投产
三区二期工程	15.1 亿元	新增基酒产能 7800 吨/年，储酒 4000 吨	
改扩建二区一期工程	1.62 亿元	新增基酒产能 2000 吨/年	22 年末建成，12 月 27 日首批投入使用的酒窖取酒成功

资料来源：公司公告，红网，华西证券研究所

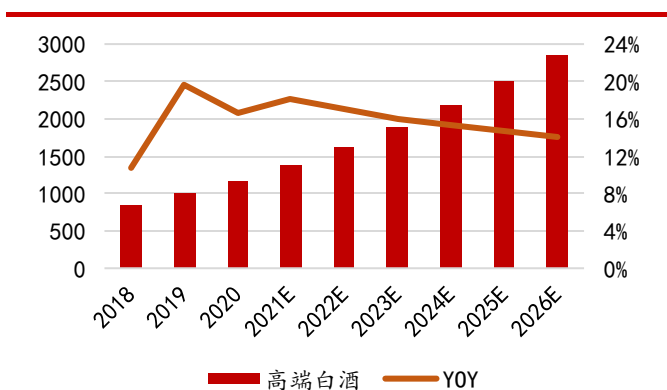
2. 行业对比：结合各自趋势，大力实现突破

2.1. 光瓶酒格局分散，行业集中化空间大

高端白酒品牌护城河深厚，茅五泸占据主要市场份额。2017 年以来，随着茅台批价上涨打开千元价格带天花板，随后在消费升级下，更多品牌进入高端白酒行业竞争，竞争对手主要包括 1) 老牌名酒茅五泸深入布局千元和两千元价格带；2) 次高端青花郎、青花复兴 30 等产品卡位 800-1000 元价格带高举高打；3) 地产酒古 30、M9、V9 等提前占位，随着消费升级向上挑战。

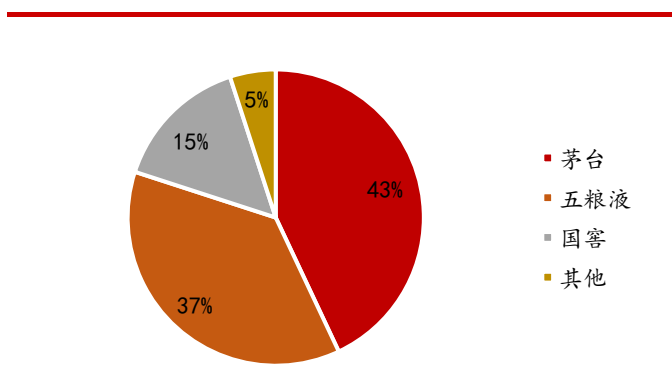
根据 Euromonitor 的数据，预计 2021 年中国高端白酒行业规模 1392 亿元，同比 +18.1%，预计 2026 年行业规模将达到 2846 亿元，CAGR 15.4%。根据前瞻产业研究院的数据，高端白酒行业中茅五泸市场份额总计 95%，其中茅台市场份额 43%。我们认为高端白酒由于高端消费场景的需要，品牌力成为竞争要点，老牌名酒在深厚品牌护城河的强有力竞争下瓜分了行业主要份额，次高端品牌和地产酒根据香型、产品特点、地产酒文化等方面进行差异化竞争。

图 22 高端白酒行业规模（亿元）



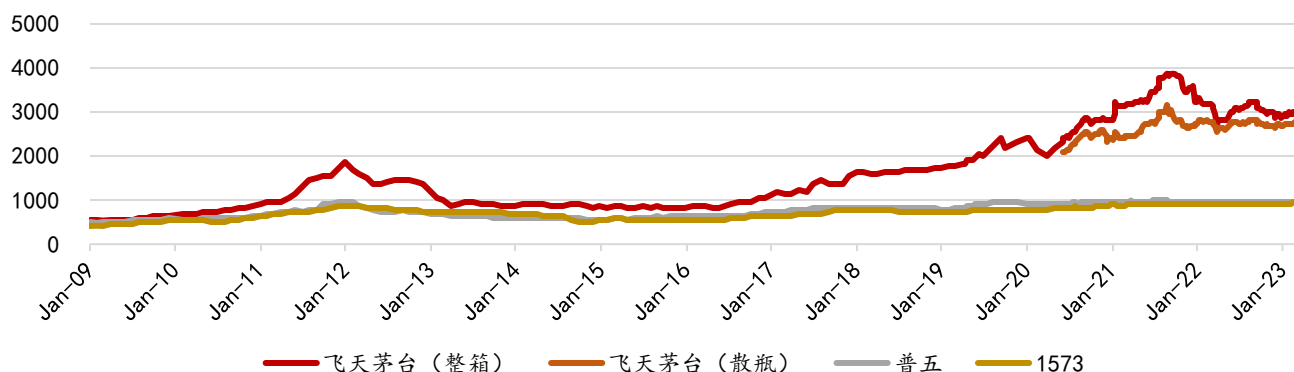
资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

图 23 高端白酒竞争格局 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

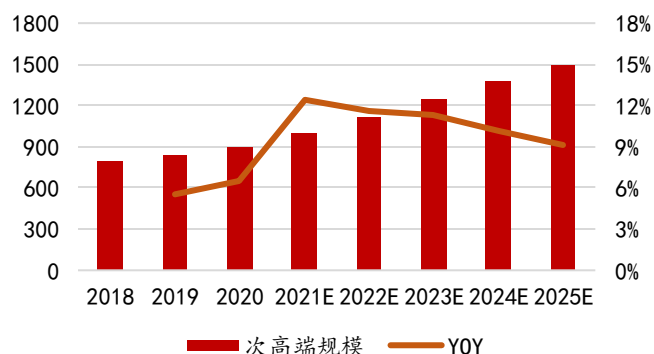
图 24 茅五泸批价（元/瓶）



资料来源：今日酒价，华西证券研究所整理

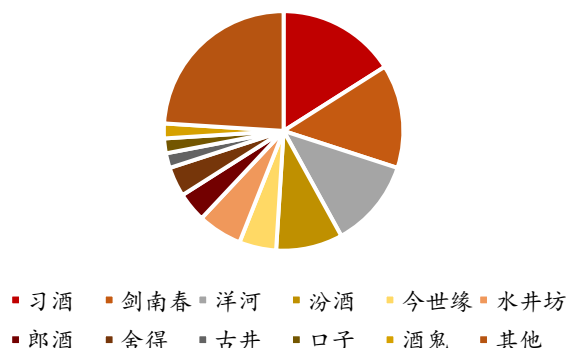
次高端行业增速领先，一线地产酒和名酒占据主要市场份额。根据 Euromonitor 的数据，预计 2021 年中国次高端白酒行业规模 1005 亿元，同比+12.4%，预计 2025 年行业规模将达到 1500 亿元，CAGR 10.5%。高端价格上行，次高端行业天花板由 600 元提升至 800 元，价格差进一步拉大及消费升级下白酒消费价格带的上移，导致高端和次高端需求场景明显分化，次高端承接了商务、家庭、婚庆等宴席场景的需求。由于宴席市场需求白酒兼具品牌知名度和性价比，因此我们认为一线地产品牌或消费认知度较高的次高端品牌占据主要市场份额。根据观研天下的数据，习酒以 16% 的份额领先次高端，行业 CR3 占据 42% 的份额。

图 25 次高端白酒规模（亿元）



资料来源：萝卜投研，华西证券研究所

图 26 次高端白酒竞争格局（%）



资料来源：观研天下，华西证券研究所

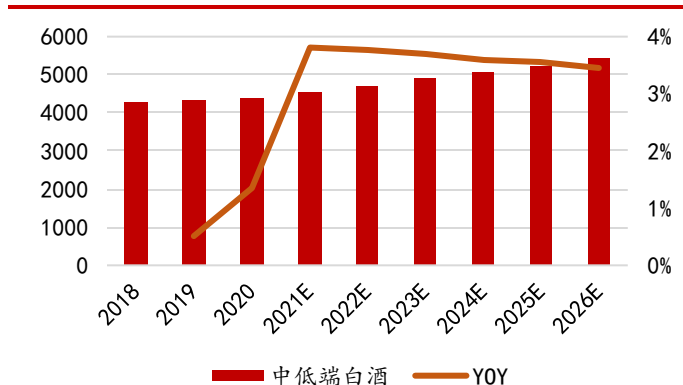
光瓶酒消费升级仍在持续，竞争格局分散。根据 Euromonitor 的数据，预计 2021 年中国中低端白酒（300 元以下）行业规模 4551 亿元，同比+3.8%，预计 2026 年行业规模将达到 5434 亿元，CAGR 3.6%。根据云酒头条的数据，百元以下大众酒市场规模 2200 亿元左右。随着高端和次高端白酒的消费升级，百元以下盒装白酒逐渐向 100-300 元中档迈进，低档白酒光瓶化趋势明显。根据中国酒业协会的数据，2021 年中国光瓶酒行业规模 988 亿元，同比+9.3%，预计 2024 年行业规模即将达到 1542 亿元，CAGR 16.0%。

2022 年 6 月 1 日起新国标正式实施，明确规定液态法白酒和固液法白酒不得使用非谷物食用酒精和食品添加剂，调香白酒从白酒品类中剔除，被划入调制酒分类。同时，随着汾酒的全国化战略，玻汾在 50 元左右价格带引领光瓶酒市场。在新国标下

光瓶酒成本上移、名酒大单品引领的共同作用下，光瓶酒价格带从 10 元上移至 30-50 元，消费升级仍在持续。

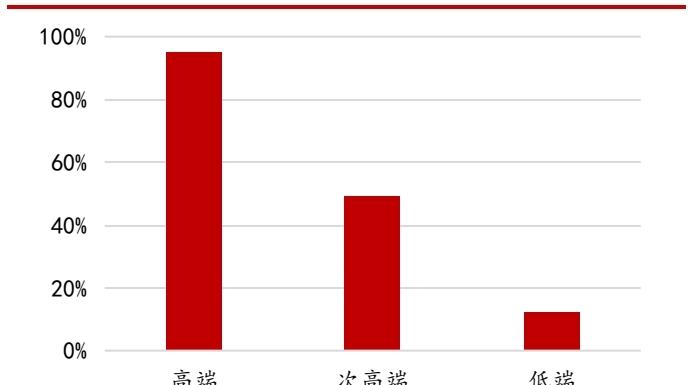
高端白酒在强品牌导向下，消费选择集中在全国化的绝对龙头，CR3 为 95%。随着消费升级和地产酒的产品重心上移，次高端竞争者数量增加，经过几年的市场营销和区域抢占，次高端白酒也呈现出一定的品牌集中化趋势，CR3 为 49%。低端白酒主要为长期没有跟随消费升级的部分全国化口粮酒品牌和二三线地产品牌，竞争格局分散，CR3 为 12%。其中，光瓶酒全国化品牌牛栏山、玻汾和老村长等拥有一定的市场份额，地产二三线小品牌占据剩余的大部分市场份额，未来集中度也将进一步提升。

图 27 中低档白酒规模（亿元）



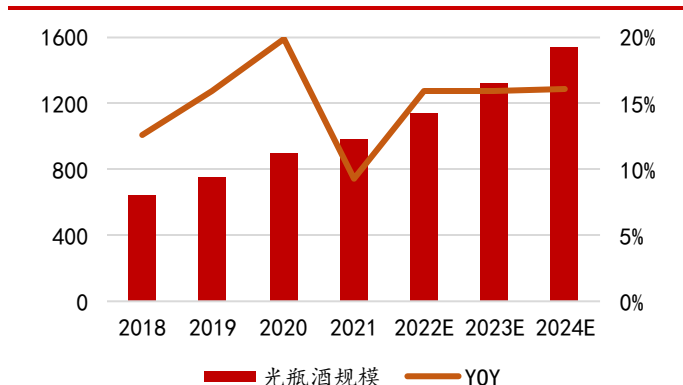
资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

图 28 白酒行业 CR3 集中度 (%)



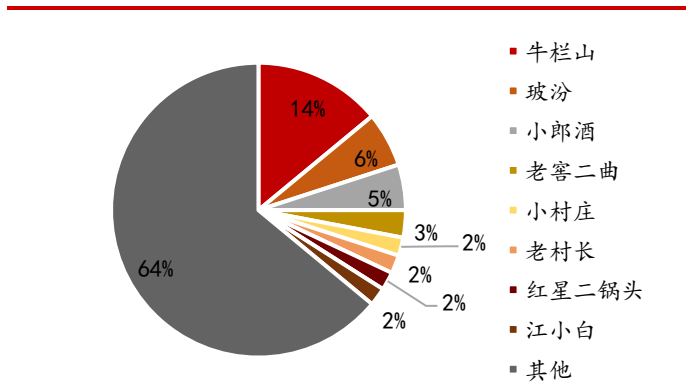
资料来源：征探财经，前瞻产业研究院，产业研究网，华西证券研究所整理

图 29 光瓶酒规模（亿元）



资料来源：中国酒业协会，华西证券研究所

图 30 光瓶酒竞争格局 (%)



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

2.2. 竞争格局不同，徽酒湘酒各有优势

湖南次高端竞争格局相对集中，依靠累计的品牌口碑竞争。通过中粮入主后的改革及酒鬼酒近年来的渠道运作，目前已经在湖南成为次高端头部品牌之一。我们认为当前的酒鬼在面对的竞争对手无论在品牌、渠道还是产品口碑具有一定竞争实力，进一步提升市场份额需要依靠品牌口碑积累和营销战略上的进一步渠道和人才深化。

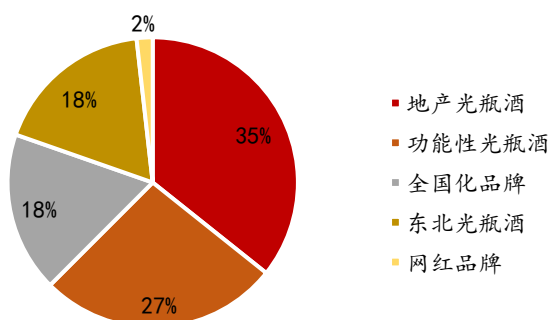
安徽光瓶酒市场竞争格局分散，金种子有望通过品牌+渠道抢占份额。根据微酒的数据，当前安徽光瓶酒市场 40 亿元左右，品牌数量多，消费需求多样化。我们认为，全国化品牌如玻汾、西凤、尖庄、小郎酒等，产品重心在更高价格带，对光瓶酒投入相对较低，竞争优势为高端品牌力影响下在 50 元左右价位带的高性价比；东北

光瓶酒品牌实力弱于前者，但长期扎根经营渠道占有率高，在 10-15 元左右价位带拥有一定的消费者基础；网红品牌主要依靠互联网传播下的内容共鸣吸引年轻人消费，主打青春小酒；地产光瓶酒省内消费群体数量庞大，但并非中心品牌战略地位，如古井贡酒战略重心向 300+ 元的古 16 和古 20 倾斜，迎驾贡酒洞 6 和洞 9 在 100-300 元中高档价位带的放量；功能性光瓶酒主要为劲酒等保健酒；网红品牌主要为江小白、功夫小米等新兴品牌。

根据微酒的数据，未来安徽光瓶酒市场有望突破 90 亿元，主要依靠光瓶酒由 10-15 元向 30-40 元价格带的换挡升级。我们认为安徽光瓶酒竞争品牌主要依靠渠道占有率，缺乏针对性的营销和市场运作策略，金种子酒有望通过华润渠道迅速补充光瓶酒匹配渠道，搭配“白酒+啤酒”战略组合拳，借鉴和运用更好的营销和市场运作策略，通过收割中小品牌规模和低价位光瓶酒升级的消费需求，抢占一定市场份额。

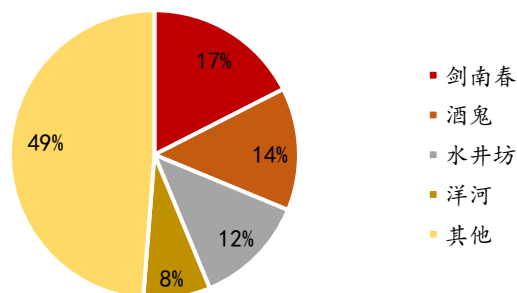
总结来看，（1）高端和次高端方面，行业趋势和发展依然向上情况下，对于酒鬼，应尽快加大高端的投入和全国化，在已有高端酒门票的基础上抢占一定份额，并拉动酒鬼系列进入集中度提升的通道而非被分流。次高端也应加强自身渠道深耕能力，而非过往更多依靠自然流量和传统铺货打法。金种子馥合香也应尽快立足于省内外尤其是省内的培育，形成一定的消费者粘性和圈层氛围，成为次高端扩容机会的受益者和登上集中度提升趋势的列车；（2）低端方面，行业销量已进入内卷时代，但格局依然分散情况下，对于金种子，应尽力并大力释放品牌势能基础上，利用渠道力量尽快抢占份额，争取营销实现突破后成为真正的光瓶酒全国化品牌，才能真正实现立足。

图 31 安徽光瓶酒竞争格局（%）



资料来源：微酒，华西证券研究所整理

图 32 湖南次高端竞争格局（%）



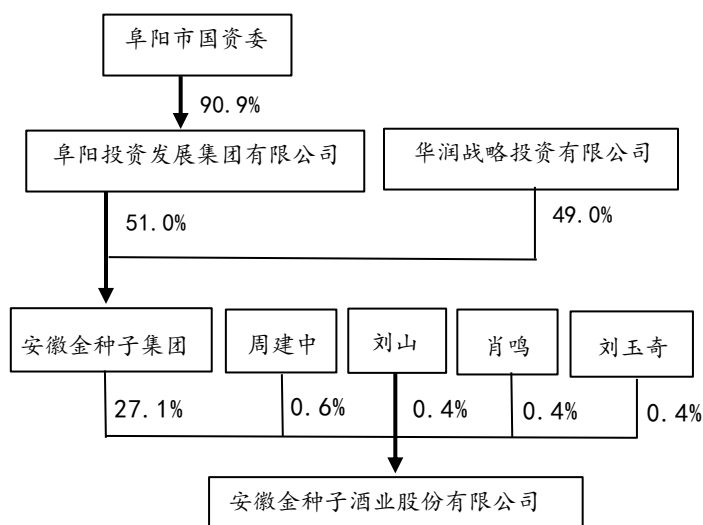
资料来源：酒业家，华西证券研究所

3. 战略维度对比：中粮国企化改革 v.s 华润市场化兼并

3.1. 体制机制对比

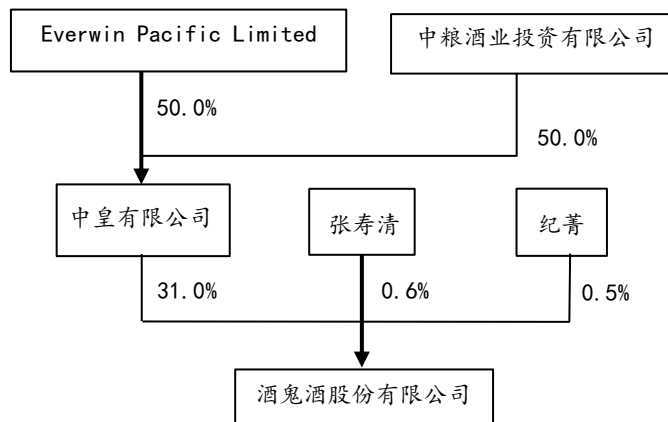
股权对比：华润和中粮的投资方式类似，均通过旗下战略投资子公司控股上市公司。中粮酒业控股有限公司通过全资子公司中粮酒业投资有限公司持股的中皇有限公司间接管理酒鬼酒，中粮酒业控股有限公司和 D&J Nominee Company Limited 股份相同，同为酒鬼酒的实际控制人。华润（集团）有限公司通过全资子公司华润战略投资有限公司持股的安徽金种子集团间接管理金种子酒，金种子酒实际控制人为阜阳市国资委，目前金种子酒董事会 5 位董事中有 2 位为金种子酒背景、3 位为华润背景。

图 33 金种子酒股权结构 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所整理

图 34 酒鬼酒股权结构 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

根据公司官网，2 月 22 日阜阳市组织部在金种子集团干部大会上宣布了市委人事任免决定，谢金明任安徽金种子集团有限公司党委书记，提名董事长人选，免去贾光明安徽金种子集团有限公司党委书记、董事长职务。谢金明曾任安徽省界首市市委常委、常务副市长、市委办公室主任、市委统战部部长，因此我们认为新任董事长有望代政府行使管理权。

组织架构对比：大单品 v.s 区域划分模式。 中粮入主酒鬼后以中国食品体制机制为标准，统一进行各项制度的对接，包括 SAP 系统和 BPM 审批系统对接、人力薪酬和体系梳理以及中国食品大区体制机制的协同。根据公司官网的资料，公司在高管层下设生产管理中心、销售管理中心、品牌管理中心、财务管理中心、供应链管理中心以及综合管理中心，大单品战略下内参单独设立业务发展部门，组织架构更加扁平化。

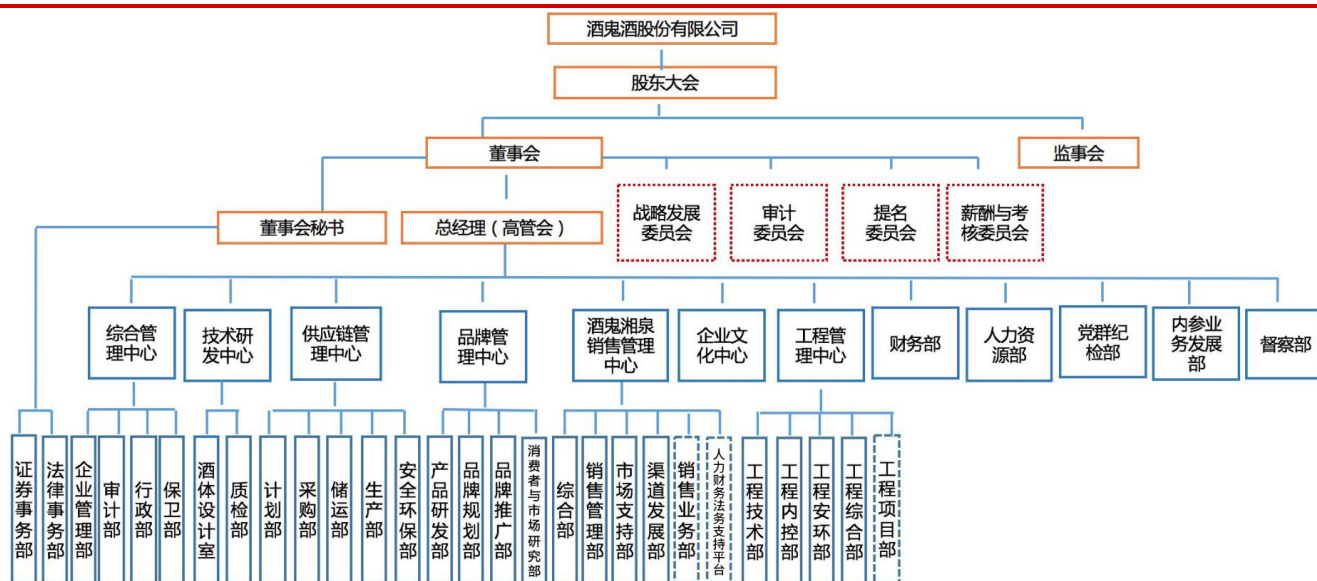
金种子酒作为地产品牌，与徽酒品牌的组织架构模式相似，为以区域划分的事业部结构。根据酒业家的资料，7 月华润系高管团队正式入驻后主要开展组织流程再造、人员练兵、老品梳理、渠道利益理顺等方面工作。经过数月的调整，金种子已完成了股份公司架构及各部门职责的初步调整工作——将原本层级较多的架构优化成更为扁平化的结构，进一步提高了组织效率。另外管理制度变革和流程再造同步执行；人才的引进和选拔、薪酬体系的优化和激励同步进行；SAP 项目、全面预算管理优化工作初见成效。

参考华润经过多年发展，形成了从自身特点出发探索的多元化控股企业管理模式 6S 战略体系。6S 体系是华润的核心管理体系，使得整体管理架构变得更加扁平，有力地促进了总部战略管理能力的提升和战略导向型组织的形成。在 6S 管理体系下战略是企业产业选择、资源配置和培养核心能力的指针和导向，企业经营发展的好与差，主要看是否按照既定的战略方向和里程碑成长，并通过与同行优秀的企业对标来评价，并把员工的薪酬、奖励与对标的结果挂钩，形成了双对标。

华润秉承“集团多元化、业务单元专业化”的发展战略理念，形成了覆盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域的业务集合，其中涵盖 8 家香港上市公司，7 家内地上市公司。集团正在实施“十四五”发展战略，以重塑华润战略为主题，突出高质量发展，强化创新引领，优化资源配置，培育和巩

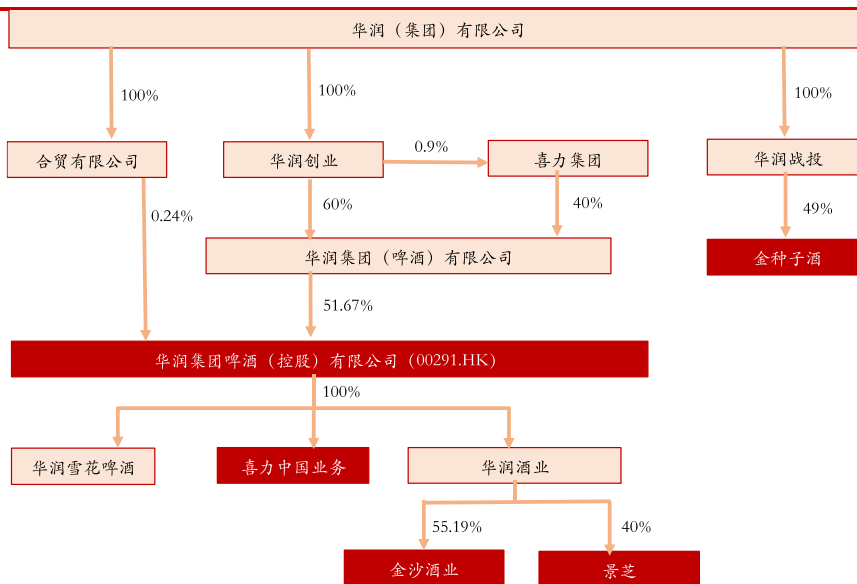
固核心产业，保持行业领先地位，为客户提供优质的产品和服务，持续提升股东价值，打造具有华润特色的国有资本投资公司。

图 35 酒鬼酒组织架构



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 36 华润集团旗下白酒+啤酒布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

管理模式对比：中粮与华润均为央企管控子公司的模式，从管理者本身来分析，酒鬼的管理模式更类似总部管理+专业化销售管理模式，也即集团委派董事长加强整体战略方向管理，匹配对白酒更专业的人才管理的模式。集团掌舵，销售执行；而金种子管理层更偏向华润委派的实际业务层，如金种子的华润系高管大多具有区域分公司工作经历，更具备市场化管理经验，管理风格更直接和穿透。

表 8 华润入主金种子酒后管理层人事变动

姓名	任职日期	职务	履历
何秀侠	2022/11/21	董事、总经理	曾任华润雪花啤酒安徽区域公司营销中心总经理、副总经理兼合肥销售大区总经理，总经理助理兼营销中心总经理，副总经理兼营销中心总经理；华润雪花啤酒晋陕区域公司党委书记，总经理，常务副总经理；华润雪花啤酒河南区域公司总经理。
侯孝海	2022/11/21	董事	曾任华润雪花啤酒(中国)有限公司市场总监兼市场部，销售发展部总经理；华润雪花啤酒四川区域公司副总经理，贵州区域公司总经理；华润雪花啤酒(中国)有限公司总经理助理兼营销中心总经理；华润雪花啤酒四川区域公司党委书记，总经理。2016年3月至今担任华润雪花啤酒(中国)有限公司党委书记，总经理，华润啤酒(控股)有限公司执行董事及首席执行官。
魏强	2022/11/21	董事	曾任雪花啤酒(辽宁)有限公司财务总监助理，华润雪花啤酒(中国)有限公司发展部副总经理，财务部副总经理，总经理；华润雪花啤酒(中国)有限公司助理总经理。2021年3月至今任华润雪花啤酒(中国)有限公司财务总监；华润啤酒(控股)有限公司执行董事及首席财务官。
何武勇	2022/11/21	副总经理	曾任华润雪花啤酒安徽区域公司人力资源部经理，华润雪花啤酒山西区域公司人力资源高级经理及总经理助理，华润雪花啤酒晋陕区域公司总经理助理及副总经理，华润雪花啤酒江苏区域公司副总经理，华润雪花啤酒苏沪区域公司副总经理等。
屠华	2022/11/21	监事	曾任华润雪花啤酒四川区域公司邛崃，南充工厂财务总监，四川、重庆营销中心财务总监；华润雪花啤酒(中国)投资有限公司财务部副总监，财务共享服务中心总监。2022年7月至今任华润雪花啤酒(中国)投资有限公司审计部总监。
许艳梅	2022/11/21	监事	历任雪花啤酒辽宁区域公司法律部总经理，华润雪花啤酒(中国)投资有限公司法律合规部总经理，以及华润雪花啤酒总法律顾问。
金昊	2022/7/8	财务总监	曾任华润雪花啤酒(中国)有限公司财务部经理，华润雪花啤酒甘肃区域公司财务部经理及财务总监，华润雪花啤酒黑吉区域公司财务总监，华润雪花啤酒山东区域公司营销中心财务总监等

资料来源：wind，华西证券研究所

表 9 中粮入主酒鬼后的管理层人事变动

姓名	任职日期	职务	履历
王浩	2018/3/2	董事长	1990年加入中粮集团，先后在中粮集团总公司审计部，深圳中粮实业公司，中粮果菜水产进出口公司，鹏利国际(北京)公司财务部，中粮国际(北京)有限公司财务部，集团战略规划部等单位工作。曾任集团财务部副总监；中粮财务公司总经理；集团党组纪检组副组长兼审计监察部总监；集团审计与法律风控部总监；中粮酒业董事长、党委书记。
郑轶	2020/9/16	副董事长、董事、总经理	2001年加入中粮集团，先后就职于集团法律咨询部，法律部合同与公司法部。历任中粮集团法律部合同与公司法部总经理助理，副总经理，总经理；中国食品有限公司总法律顾问兼法律部总经理；特渠部负责人；中粮酒业投资有限公司副总经理。
徐菲	2021/9/15	董事	1997年加入中国粮油食品进出口总公司；曾担任中粮集团有限公司人力资源部副总监，中国食品有限公司副总经理兼人力资源部总经理等职务。现任中粮酒业投资有限公司副总经理，党委副书记兼人力资源部总经理。
胡晓熹	2021/11/25	副总经理	2005年加入中粮集团，先后在中国土产畜产进出口总公司，集团办公室，中国食品有限公司工作，曾任中国食品有限公司办公室负责人，西北大区总经理；中粮酒业西北大区总经理，督察部总经理。
王哲	2021/10/08	副总经理	2011年7月加入酒鬼酒公司，历任酒鬼酒供销有限公司冀北大区经理，冀南大区经理，北方营销中心副总经理，河北省区经理，京津冀大区销售总监；2018年12月至2020年4月任湖南内参酒销售有限责任公司总经理；2020年4月至今任本公司销售管理中心总经理。现任本公司副总经理兼销售管理中心总经理。

赵春雷	2022/5/12	财务总监	2006 年加入中粮集团，先后就职于中粮工业食品进出口有限公司，中粮糖业控股股份有限公司。历任中粮糖业制糖事业部财务部经理助理，财务部副经理；中粮糖业糖业综合管理部财务运营部副经理；中粮糖业销售二部财务部经理；中粮糖业销售二部总经理助理。
严雪波	2019/12/11	监事、监事会主席	2002 年 7 月至 2009 年 7 月就职于中土畜总公司财务部，从事资金、会计、财务管理等工作。2009 年 7 月入职中粮集团财务部，从事运营管理工作。历任中粮集团财务部运营管理部总经理助理，财务部运营管理部副总经理，财务部综合管理部副总经理(主持工作)等职务；中粮集团财务部综合管理部总经理；中粮酒业总经理助理兼财务部总经理。
江国金	2016/1/13	历任董事长、历任	1989 年加入中粮集团，曾任中粮麦芽（大连）有限公司总经理；中国食品（北京）公司麦芽部总经理；中国粮油控股有限公司（中国粮油，中国食品有限公司的相联法团）副总经理及中国粮油的啤酒原料部总经理；中粮肉食投资有限公司总经理。现任中粮家佳康董事会主席、执行董事。
董顺钢	2016/1/13	历任总经理、历任财务总监	1989 年加入中粮集团，曾供职于中粮工业食品进出口公司，中粮南海油脂工业(赤湾)有限公司，中国粮油进出口总公司。曾任上海南方啤酒原料有限公司副总经理，总经理。历任中粮集团啤酒原料部职员，总经理助理，副总经理；上海中粮啤酒原料有限公司副总经理，总经理；中粮麦芽(江阴)有限公司副总经理，总经理；中粮麦芽(大连)有限公司总经理，中粮麦芽(呼伦贝尔)有限公司总经理。
李明	2016/1/13	历任副总经理	1995 年加入中粮集团，曾任职于中粮南海油脂工业(赤湾)有限公司、中粮东海粮油工业(张家港)有限公司。历任中国食品有限公司厨房食品事业部销售部南区总监，华东大区总经理，上海大区总经理。
逯晓辉	2016/2/2	历任董事	2008 年加入中粮集团，曾任中粮集团有限公司审计监察部绩效审计部副总经理兼中国华粮物流集团公司财务部副总经理。

资料来源：wind，华西证券研究所

激励机制对比：酒鬼酒激励机制逐渐完善；参考华润啤酒期待未来金种子激励方式进一步优化。根据酒说，我们认为酒鬼酒以贡献作为薪水制定标准，加大这部分因素的权重，同时设计机制分享增量利润，将其有机纳入激励机制中，激发员工潜力将全面设计结果考核和过程考核有机结合模式，我们认为被考核者层级越高越侧重结果考核，被考核者层级越低越侧重过程考核，酒鬼加强对一线业务团队的过程考核。并且酒鬼酒将加大市场化竞聘，淘汰不胜任的经理人和员工，极大程度上提高人员综合素质能力。在过去的三年中，酒鬼酒也实施了管理层的现金激励模式，达成考核要求后将直接给予管理层现金奖励。我们认为酒鬼酒人才建设和各项机制改革调整将逐步优化现有团队战斗力，激发团队活力，将为其未来发展打下坚实的基础。

华润入主金种子仅半年多，由于和金种子职级体系、薪酬体系和绩效管理体系的不同，华润委派的管理层及其余人员的整体体系调整还需进一步优化。参考华润作为市场化程度较高的央企集团，在队伍建设方面非常注重兼顾商业原则，强调政治素养和商业才干必须两者兼备，但同时在激励机制上不追求过度的市场化。**回顾华润集团旗下企业市场化激励举措，多个公司如华润三九、华润微等推进了股权激励，对企业经营带来较为明显的提振效用；**部分企业根据业务模式采用其他的激励方式。结合华润旗下企业激励落地情况，我们也看好华润入主金种子后加强员工激励为主的多元化举措匹配公司战略发展，激发员工活力，推动公司实现长期战略目标。

表 10 华润旗下企业激励

企业	内容
华润三九	公司 2022 年 5 月和 8 月分两次向 400 名核心骨干授予限制性股票激励，授予价格较现价折价 50% 左右，解锁条件对公司 2022-2024 年归母扣非净资产收益率和总资产周转率有所要求，有望助推公司稳健成长。

华润微	公司 2022 年 3 月以 34.10 元/股的授予价格向 1273 名激励对象授予 1181.2 万股限制性股票，解锁条件对公司 2022-2024 年归母净利润收益率/归母净利润/应收账款周转率有所要求。
华润材料	公司在 IPO 时期针对管理层和核心骨干进行了员工战略配售，作为国企改革的“双百试点”企业，公司未来也将选取适当时机积极在股权激励、项目跟投、超额利润分享等方面进行尝试。
华润万家	2014 年华润万家“生鲜合伙人”项目在全国范围推广，在全国零售行业内首创“超额利润分享”员工福利激励政策。此举不仅突破了以往保守管理模式，而且将利润分红作为回报直接奖励到员工手中，改变以往“干多干少都是一个样”的机制短板，充分调动了员工的创业激情和工作积极性。
华润置地	在有限的框架之内，华润置地也在尝试做一些战略和组织架构的优化，包括基于项目端的考核激励，目的是提升自身的周转效率和能力。在项目上，华润置地实行分类管理，明确哪些项目是要快周转的，哪些是要利润的，进而把项目价值和公司价值统一，以实现有质量的周转。

资料来源：公司公告，公开资料，华西证券研究所整理

企业文化对比：酒鬼酒向偏国企更规范的内部管理文化转变，金种子向偏国企更市场化文化转变。结合酒鬼酒的高管履历及激励机制来看，酒鬼酒经历了中粮的改革，从原本相对粗放的企业文化，转变为央企业管理下更注重规范管理的企业文化。而华润带给金种子的更多是市场化基因的导入，是从粗放的管理文化向更有效的机制管理文化的转变，更偏向市场化的文化转变。尤其是管理制度上导入华润模式，更为强调干部能上能下，能者居上的管理风格和更强调基于市场化下的制度管理和过程管理文化。两种文化各自适应，各自自洽，其实也都是不同阶段下所需。

3.2. 战略执行能力对比

同为央企业管理，集团层面来看中粮更偏战略构建型管理，华润更偏战略管控型管理。但无论哪种管理模式，均需要下属公司的执行能力配合。从我们观察来看，酒鬼酒与金种子在贯彻集团的战略方针方面均按照已有基础执行的非常到位。

如果把中粮对酒鬼的战略发展分为两部分的话，那第一部分是接手后基本面相对一般情况下的体制机制改革，包括内部架构、人员调整等体制重塑，以及产品/渠道/市场等策略和流程机制优化或重塑。第二部分为对酒鬼后期成长提出更高增长要求下的战略。背后核心来自于两点：第一，彼时的中粮集团体内基本无白酒资产，依靠中国食品常规性体制机制优化手段，叠加行业较好的次高端扩容驱动，实现了 2017 年收入增速+34%，利润+62%的增速，给予了集团较大的信心，尤其是对白酒业务的认知提升幅度较大；第二，基于内部对标，集团认为酒鬼酒完全具备未来高速成长的基础，于是委派了集团核心部门领导王浩总就任酒鬼董事长，试图打开酒鬼酒的发展潜力。而从华润的战略来看，是自上而下对白酒整体业务整合下的战略，集团层面对白酒战略的高度认可后进行的参股金种子动作，相对于中粮集团更早一步完成总部白酒发展战略——而这与不同企业发展阶段、背景、白酒行业发展等都有较大关系。

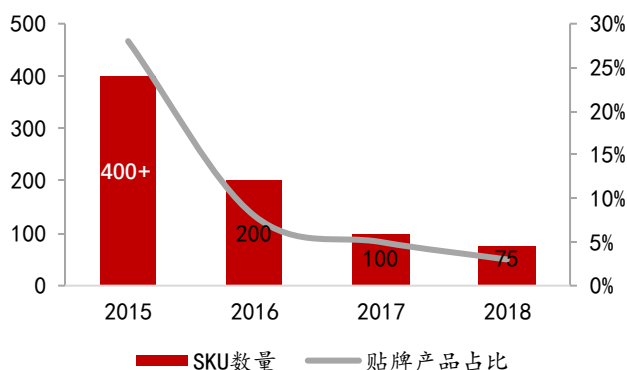
战略形成后，重点在于执行，酒鬼的两个阶段无疑是执行的较为到位的，在集团内部尤其是酒业板块层面也是佼佼者。历史给了酒鬼 5-6 年发展时间来贯彻执行。不过历史给金种子的时间可能就要更加短了。好在华润战略对白酒上已然清晰和长远，执行上面金种子在我们判断来看，加速完成非常明显。

第一，或用一年多时间走完接手酒鬼开启真正修复的 2 年（2016-2017 年底）甚至更长（2014 年 11 月合并-2017 年底）的发展——2022 年下半年金种子体制机制修复基本到位，2023 年全省铺货率预计 100%，光瓶酒和次高端大单品战略形成，省外开启理顺节奏。

第二，金种子真正效仿酒鬼 18 年后能够爆发式增长的战略执行还有待观望——酒鬼的成功从执行来看找到了发展的痛点（内参）并采取了恰当的发展模式（“柒泉”模式），实际上更多是顺势而为；金种子则要观望华润执

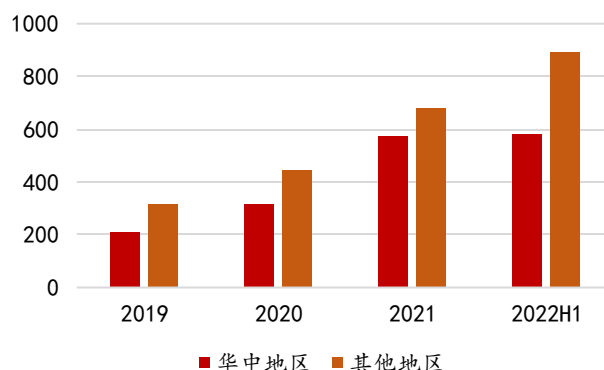
行者在光瓶酒发展之路上能否运用好啤酒资源和本身品牌积淀前提下找到破局的钥匙，打造出可复制的模式。在第二点的执行对比上，还难以比较。但从观察来看，华润的执行者基本具备三大素质，传承自华润啤酒的基因。第一，学习能力非常强；第二，敬业程度非常高；第三，工作能力尤其效率较高。而此三点上应优于较多国企管理者的素质。

图 37 酒鬼酒 SKU 数量（个）



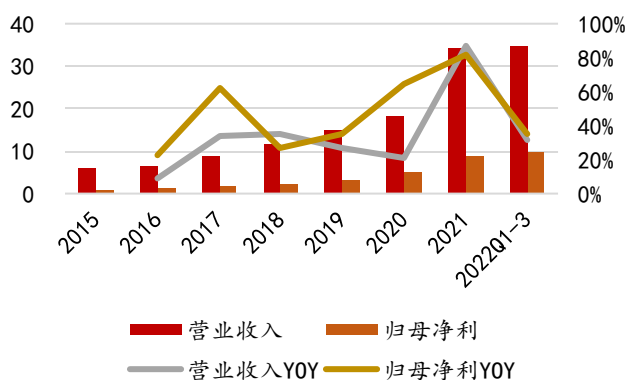
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 38 酒鬼酒省内外经销商数量（家）



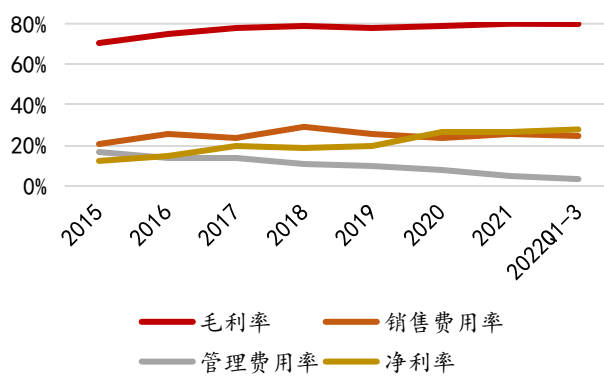
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 39 中粮入主后酒鬼酒收入利润（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 40 中粮入主后酒鬼酒盈利情况（%）

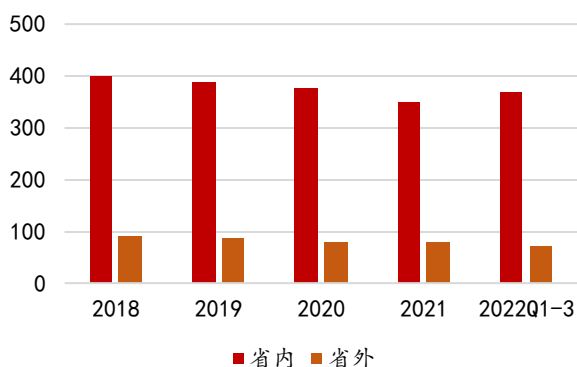


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2022 年 6 月 24 日华润战略投资有限公司出资 1.31 亿元认缴安徽金种子集团 49% 的股份。2022 年 7 月 9 日公司公告，聘任何秀侠女士为公司总经理、金昊先生为公司财务总监、何武勇先生为公司副总经理，并提交公司董事会审议。根据酒业家的资料，7 月管理层主要开展组织流程再造、人员练兵、老品梳理、渠道利益理顺等方面工作。8-9 月渠道大练兵后，会战目标基本实现，库存基本清理到位，终端动销相比大练兵前明显加快，成熟产品保持了价格价值稳定。经过几个月的内部调整，公司组织架构及各职能部门初步调整完成，管理制度和流程、人才引进和选拔、薪酬体系优化同步改善。12 月公司开启春节大会战，以种子酒系列为主，希望通过“大会战模式”夯实省内大本营。

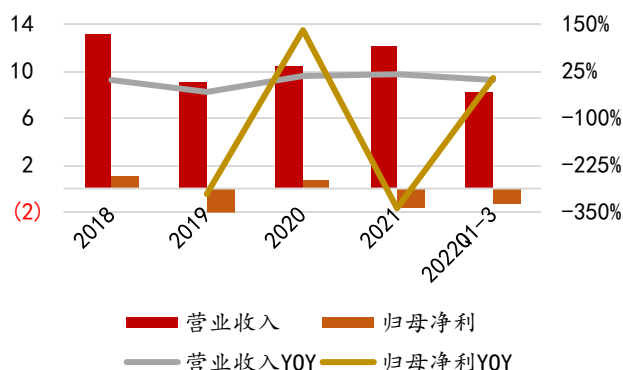
2022 年下半年华润进行渠道练兵并逐步嫁接华润啤酒渠道后，金种子酒前三季度归母净利润同比+6.0%，亏损情况同比有所收窄；省内经销商数量回归上升通道，2022Q1-3 省内/外经销商数量分别 368/72 家，分别环比 2021 年末+17/-6 家。

图 41 省内外经销商数量（家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 42 华润入主后公司利润改善（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

金种子近一年的战略执行基因来自于华润啤酒，如果以华润啤酒发展历程来看，则是一部战略执行的发展史。以啤酒业务做大做强为目标，不同阶段战略意图不同，开启了近 30 年的发展：

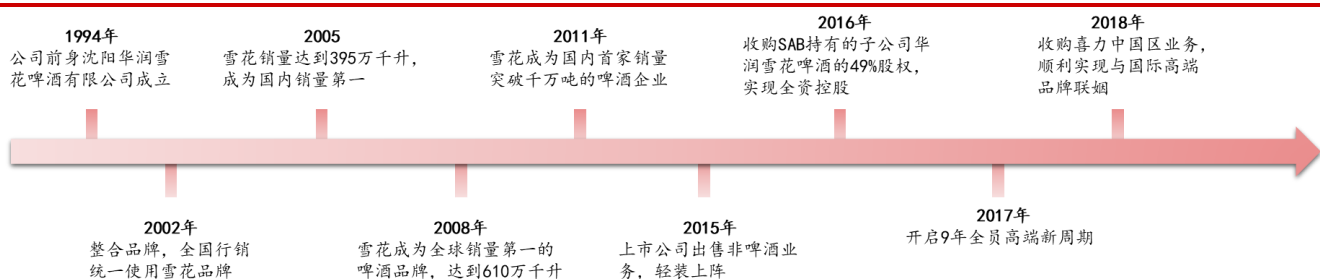
阶段一：借助资金优势，做大做强。1994 年公司与原沈阳啤酒厂合作，成立沈阳华润雪花啤酒有限公司，即为华润啤酒前身，自此公司以东北为发展起点，以收购为扩张利器，开启了华润啤酒的全国化进程。2001-2013 年，公司在全国范围内先后进行了多次收购，其中在辽宁、四川、河南、浙江、广东五省收购多家区域大型知名酒企并快速占领上述区域，用 12 年时间以收购的方式实现了全国化扩张。

阶段二：梳理股权，轻装上阵。上市公司华润啤酒剥离其他业务，轻装上阵。2016 年收购 SAB 持有的华润雪花啤酒 49% 的股权，实现全资控股。

阶段三：聚焦高端，全面领先。2017 年公司制定了为期 9 年的“3+3+3”高端化战略，新一轮战略周期将聚焦高端，实现全面领先。2019 年公司收购喜力中国区业务，顺利实现与国际高端品牌联姻，强强联手推动公司高端化战略实施落地。

经过华润在啤酒行业的持续深耕，截止 2022 年末，华润啤酒销量达到 1109.6 万千升，旗下拥有 63 家酒厂，年产能 1841.4 万千升，次高及以上销量达到 210.2 万千升，在国内啤酒行业形成了绝对的领先优势和龙头地位，也是全球销量最高的啤酒单一品牌。

图 43 华润啤酒发展历程



资料来源：wind，华西证券研究所

而在白酒的布局上，也在持续着这一战略执行的魄力和效率。2018 年参股山西汾酒，随着汾酒业绩和股价双击，华润收获颇丰，第一颗棋子成功落地为华润后续白酒行业布局提供经验，提升华润布局白酒行业的信心。2021 年华润开始加速在白酒

行业布局，相继在山东、安徽、贵州出手布局三家白酒企业景芝、金种子和金沙，手握 4 个白酒品牌和 4 种香型，成为白酒行业具有竞争力的参与者。

在具体战略执行上，效仿啤酒第一阶段并购为主的方式，采用蘑菇战术快速成长：华润进军白酒采取的是“蘑菇战术”，先通过不断占领区域内小型市场，养成“小蘑菇”，再逐渐将一个个“小蘑菇”连成片，成为一个超级“大蘑菇”，形成板块壁垒。结合以上所有来看，华润白酒板块及金种子本身，战略执行确定性相对较强，以时间换空间，但终局成功胜率很高。我们拭目以待。

4. 历史复盘：同为央企控股，金种子复制酒鬼的改革路线

4.1. 股价复盘：央企改革盘活品牌，中长期预期全国化

复盘中粮入主酒鬼后的股价历程，我们认为管理层目标明确，带领公司从内部改革业绩扭亏——聚焦大单品内参和酒鬼——省内全渠道下沉——内参全国化打造省外重点市场。我们认为酒鬼产品主要布局以次高端及以上价格带，无论从渠道布局还是消费者培育角度均需要长时间运作，所以从 16 年初中粮入主以来，即使中间因省内大范围铺货实现过业绩翻倍的好成绩，但直到 19 年内参放量、开启全国化道路，才真正表现出了渠道动销端的增长势能并打开了市场预期。

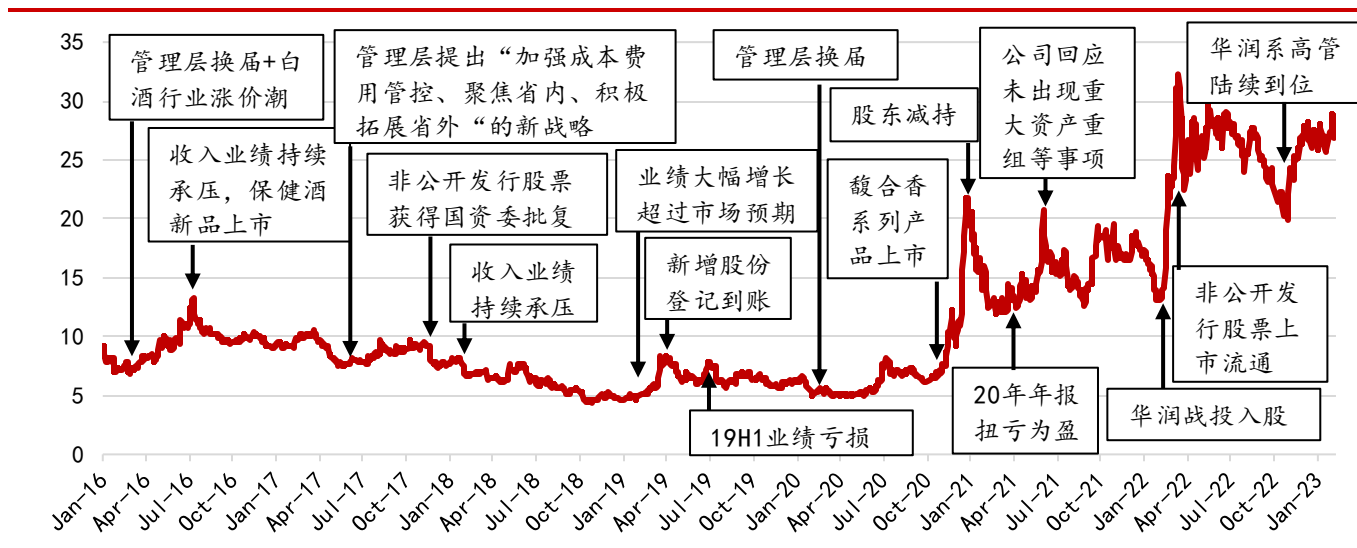
图 44 酒鬼酒股价复盘（元/股）



资料来源：wind，华西证券研究所

2022 年 2 月 16 日金种子集团控股股东引入华润战投，截至目前华润系高管陆续到位，同时也对金种子内部组织架构及省内终端铺货率提升等方面进行重要改革，我们认为未来金种子酒有望复制酒鬼的“聚焦大单品——省内渠道下沉——省外全国化布局”改革发展路线，短期基本面底部反转，积攒竞争实力，中长期预期全国化打开空间。

图 45 金种子股价复盘（元/股）

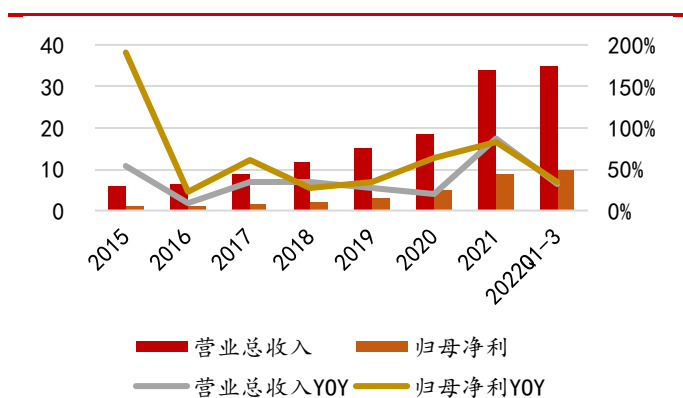


资料来源：wind，华西证券研究所

4.2. 业绩复盘：对比酒鬼，金种子收入业绩存在提升空间

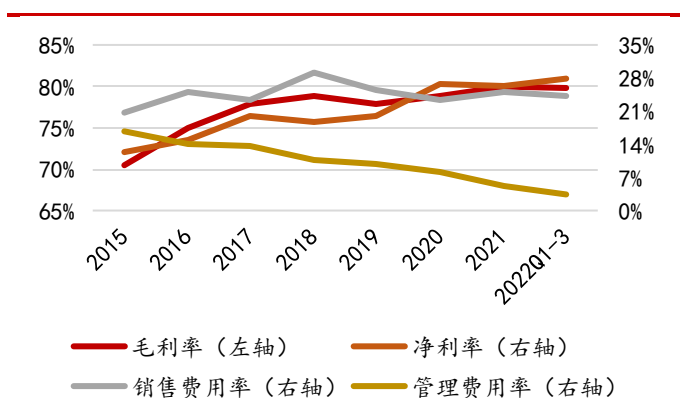
中粮入主酒鬼后收入进入稳定高速增长通道，这得益于管理层的内部改革及有效的外部战略；毛利率方面，由于聚焦大单品战略并且“柒泉模式”激活渠道动力，毛利率由 2015 年的 70.5% 逐年增长至 2022Q1-3 的 79.8%，位于同行业上市公司前列；销售费用方面，由于持续的品牌露出、广告投放、消费者培育等活动，销售费用率维持 25% 左右的水平；管理费用方面，在国企降本增加的内部改革下管理费用率大幅下降，由 2015 年的 16.7% 下降至 2022Q1-3 的 3.4%。因此，酒鬼净利率在内部管理降本增效和产品毛利提升的双重作用下，由 2015 年的 12.4% 增长至 2022Q1-3 的 27.9%。

图 46 酒鬼酒收入利润（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 47 酒鬼酒费用率及盈利能力（%）

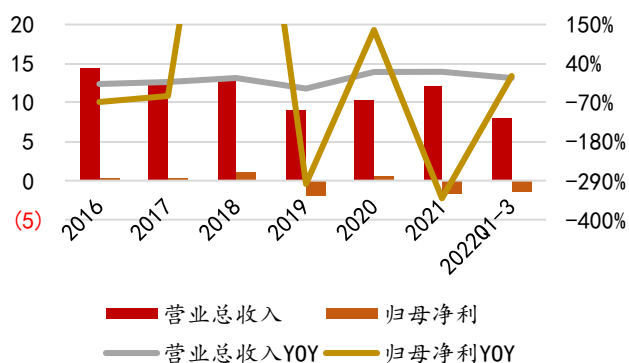


资料来源：公司公告，华西证券研究所

复盘金种子的财务表现，2006 年积极推进产品结构升级，淘汰低档产品，发力中档产品差异化布局 100-300 元产品，2009 年以地蕴醉三秋、柔和种子酒和祥和种子酒构成产品结构升级基本完成，新产品持续放量，金种子酒酒类业务收入由 2009 年的 6.1 亿元增长至 2012 年的 20.7 亿元。产品结构升级+规模快速提升，金种子酒毛利率由 2009 年的 37.6% 提升至 2012 年的 64.9%；同时，期间费用率维持在 20% 以下，因此曾于 2012 年达成净利率 24.5% 的好成绩。

2013 年以来限制“三公消费”，行业进入深度调整期，公司布局“保健酒”赛道、提高市场费用但缺乏渠道和价盘维护等方面的战略误判，截止 2019 年公司收入持续下滑。毛利率方面，2019 年起公司毛利率大幅下滑预计主因收入规模下降后的单位成本提高，我们认为未来随着公司收入规模提升，毛利率有望逐渐回归至 2018 年以前的 50+% 水平。销售费用方面，公司广告、促销等活动的费用投放基本平稳，销售费用率变动主要系收入规模变化，我们认为随着公司渠道布局和终端铺货率提高，销售费用率有望保持 25% 左右的水平。管理费用方面，公司管理费用金额基本平稳，管理费用率变动主要系收入规模变化，我们认为华润入主后内部架构改革和组织优化有望提高费效比，类比酒鬼的管理费用率下降程度，我们认为未来金种子的管理费用率有较大的优化空间。综上，我们认为金种子盈利能力下降，主要系产品重心偏移和渠道管理混乱导致的毛利率下降，但金种子在 2018 年曾实现过净利率 7.8% 的较好成绩（主要系 2018 年宏观经济和政策利好下次高端行业量价齐升，且公司当年销售费用率同比-7.4pct）。我们参考酒鬼在中粮入主后的大单品战略和内部管理优化，认为金种子有望在华润入主后优化费用率、提升盈利能力。

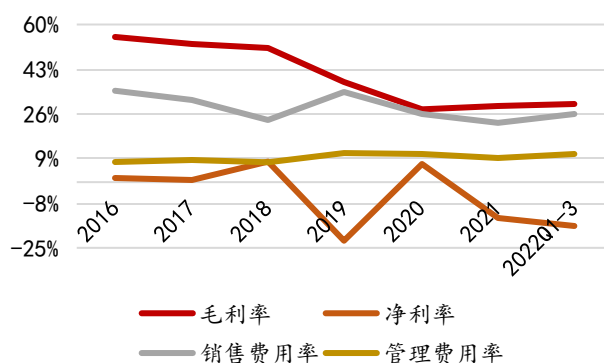
图 48 金种子酒收入利润（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：2018 年归母净利润同比+1144.1%，系去年同期基数较低

图 49 金种子酒费用率及盈利能力 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 总结：金种子可能处于酒鬼 5 年前的发展阶段

首先，两者同被具备快消品管理经验的央企业管理、省内外具备一定品牌力基础和基本面基本曾处于历史底部。行业方面，白酒行业自 2017 年以来，由于行业品牌价值大于商品本身价值的特殊消费品属性，仍处在消费升级红利中。并且随着茅台价格持续升高，价格带天花板提高从高端、次高端、中高端和中低端依次向下传导，不同价格带的行业龙头企业仍具备在量价齐升逻辑下、行业集中度提升的收入业绩高速增长条件。内部管理方面，中粮和华润作为具备快消品管理经验的央企，业务发展多样化，具备较强的集团管理能力和高效的资源整合实力。基本面方面，历史上酒鬼和金种子均具备一定的省内外品牌力基础，但被央企接手时均面临收入规模下滑，业绩亏损的问题。因此，我们认为酒鬼被中粮入主后的改革历程可以作为金种子未来发展可能性的参考。

不同点在于标的产品对应的优势价格带、渠道运作模式和规模空间的想象力。

1) 酒鬼优势价格带在次高端及以上，而金种子优势价格带在百元以下中低档，次高端价格带在 17 年的消费升级中享受最大的行业规模扩张红利，因此未来无论在行业集中度还是行业增速上，经过一轮优胜劣汰下的行业竞争者实力较消费升级初期

更强，次高端行业竞争相对激烈。中低档酒内具备一定品牌实力的企业向次高端及以上价格带发展，因此行业集中度相对次高端更低，更有利于凸显金种子百元以下的优势。

2) 次高端及以上的渠道运作模式注重激活渠道积极性和培养消费习惯和认知，而中低端白酒渠道运作注重周转率和产品品质的性价比。因此次高端及以上需要长时间的品牌投入及消费者培育，而中低端类似快消品，更注重提高终端网点数量和终端铺货率。金种子在华润赋能下有望快速打开百元以下产品的第一轮渠道铺货广度，大幅度提高消费者触达率。

3) 相比行业集中度行业集中度越来越高的次高端价格带，中低档价格带竞争格局更为分散，如果金种子酒在省内成功收割中低端行业份额，中长期配合华润啤酒渠道，光瓶酒全国化将具备更强的规模空间想象力。

我们认为金种子可能处于5年前酒鬼起势前的发展阶段，中期发展可能存在阶段困难需要突破但前期高速成长问题不大。

1) 金种子前期铺货阶段享受行业β和自身品牌力在华润啤酒渠道力加成下的势能，我们认为类似酒鬼内参在湖南本地的三年共振发展，规模可以到达一定水平。

2) 全国中低端产品前期铺货可以期待，但能否放量还需要考验华润的营销操盘能力。类比酒鬼，内参虽然拿到了千元价格带的品牌入场券并拥有基地市场和基础消费人群，但全国化仍需要考验中粮的营销能力。内参的核心优势在于千元价格带品牌力基因，弱势在于渠道力和培育时间短竞争激烈。华润优势在于全国化的渠道力嫁接和推广能力，弱势在于白酒的品牌营销能力和白酒行业战略战术。

3) 中长期想象空间需要依靠全国中低端产品汇量增量和次高端放量，仍需要等待省内中低端产品运作情况辅助判断，类比酒鬼在省内内参放量后提出的内参全国化战略。

华润啤酒曾经全国化后也经历各区域品牌力的大一统，并借助大单品营销成功放量。如果金种子可以借助华润啤酒渠道力和品牌推广实现在渠道上的快速心智占领，然后再假以时日持续培育，将有更大的空间。因此金种子光瓶酒能否更快全国化的关键在于金种子管理层能否利用好全国华润啤酒经销商资源的同时，做好全国化大单品的营销。如果能做到将打破市场对华润做白酒的认知并打开规模空间想象力。

表 11 我们认为金种子可能处于酒鬼 5 年前的发展阶段（亿元）

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
酒鬼酒	销售收入	11.87	15.12	18.26	34.14	44.80	58.36	73.44
	YOY	35.13%	27.38%	20.79%	86.97%	31.21%	30.27	25.84
	归母净利	2.23	2.99	4.92	8.93	12.00	16.52	21.53
	YOY	26.45%	34.50%	62.15%	81.75%	34.30%	37.67	30.33
	EPS	0.69	0.92	1.51	2.75	3.69	5.08	6.63
金种子酒	销售收入	13.15	9.14	10.38	12.11	12.73	20.50	26.69
	YOY	1.89%	-30.46%	13.55%	16.70%	5.10%	61.10%	30.20%
	归母净利	1.02	(2.04)	0.69	(1.66)	(1.80)	0.79	2.44
	YOY	1144.09%	-300.71%	133.94%	-339.76%	-8.40%	144.00%	207.60%
	EPS	0.18	(0.33)	0.11	(0.25)	(0.27)	0.12	0.37

资料来源：华西证券研究所整理，酒鬼酒盈利预测尚未调整

另外，通过复盘酒鬼和金种子，我们仍然需要强调三点：

第一，不可小视央企改革的能力，尤其是快消品有经验的央企，具备实际操盘企业协同集团优势实现内外改革的能力。同时，央企改革注重发挥企业自身优势，并且中长期战略延续能力较强，并非资本运作无本行业操作经验的股东。白酒行业龙头企业多为国企或国资控股，尚且可以发挥企业品牌和渠道优势，实现良好的运营效果，更何况具备市场化营销能力和高效内部管理经验的央企，在品牌、渠道和管理能力上面更能有自己的加持力量。

第二，金种子核心逻辑与酒鬼一致，均为品牌力长板下的渠道力短板弥补带来的收入共振。只不过相较自身，内参品牌力长板较长，渠道短板较短，而金种子品牌力长板不短，但华润赋予的全国铺货能力更强。另外两者相同的是均需要面对全国化下的营销突破，也即是后期的预期差。

第三，我们认为经过华润入主以来金种子已经实现从内到外蜕变，公司的历史遗留问题有望随着华润的深入改革和调整逐步解决，应当脱离对金种子的历史印象客观理性看待公司中长期发展。而这点在5年前酒鬼酒的投资时也被投资者误解过，造成错过黑马的投资。总结来看，金种子具备基本面底部反转+股东赋能后的成长崛起能力，这将由公司补短板 and 能够发挥优势后的基本面扩张带来，投资空间上再配合市场预期差不断兑现而驱动基本面和股价的共振一起贡献。

6. 盈利预测

维持盈利预测不变，22-24 年预计公司将实现营业总收入 12.73/20.50/26.69 亿元，同比+5.1%/+61.1%/+30.2%；实现归母净利润-1.80/0.79/2.44 亿元，同比-8.4%/+144.0%/+207.6%；EPS 分别-0.27/0.12/0.37 元；2023 年 3 月 27 日收盘价 27.6 元对应 PE 分别-101/229/74 倍，维持“买入”评级。

表 12 分产品拆分（百万元）

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
中高档酒	销售收入	2.59	3.43	3.27	5.31	7.43
	YOY	-32.2%	32.3%	-4.5%	62.2%	40.0%
	占比	24.9%	33.0%	31.5%	51.2%	71.6%
	毛利率	53.2%	51.8%	50.0%	62.0%	68.0%
普通白酒	销售收入	3.33	3.95	4.25	9.47	12.96
	YOY	156.9%	18.9%	7.4%	122.9%	36.8%
	占比	32.1%	32.6%	33.4%	46.2%	48.5%
	毛利率	33.3%	33.6%	32.0%	45.0%	48.0%
白酒业务	销售收入	5.92	7.38	7.52	14.78	20.39
	YOY	15.7%	24.8%	1.9%	96.5%	38.0%
	占比	57.0%	60.9%	59.1%	72.1%	76.4%
	毛利率	58.0%	57.9%	60.2%	48.9%	44.7%
药品业务	销售收入	4.32	4.58	5.04	5.54	6.10
	YOY	10.8%	6.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	占比	41.6%	37.8%	39.6%	27.0%	22.9%
	毛利率	7.0%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
营业总收入	销售收入	10.38	12.11	12.73	20.50	26.69
	YOY	13.6%	16.7%	5.1%	61.1%	30.2%
	毛利率	27.7%	28.8%	26.9%	39.2%	44.2%

资料来源：华西证券研究所整理

表 13 可比公司估值表

证券简称	总市值（亿元）	PE			EPS（元/股）	
		TTM	2022E	2023E	2022E	2023E
金种子酒	181.55	-115.03	-100.63	228.85	-0.27	0.12
伊力特	123.18	66.23	66.01	37.11	0.40	0.70
金徽酒	137.11	48.93	32.66	24.77	0.83	1.09
口子窖	402.84	22.65	23.40	20.11	2.87	3.34

资料来源：wind，华西证券研究所（截止 2023 年 3 月 27 日）

注：伊力特、金徽酒和口子窖预测均为 wind 一致预测

7. 风险提示

- 1) 经营管理风险：华润啤酒作为啤酒行业经验丰富的管理者，进入白酒行业缺乏跨行业的管理经验，存在改革不顺利，未来收入增长不及预期风险。
- 2) 行业竞争加剧的风险：食品饮料行业竞争仍然十分激烈，未来仍有其他企业加大投放，加剧行业竞争的风险。
- 3) 食品安全问题。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,211	1,273	2,050	2,669	净利润	-165	-180	80	245
YoY (%)	16.7%	5.1%	61.1%	30.2%	折旧和摊销	49	48	49	51
营业成本	862	930	1,247	1,489	营运资金变动	-318	269	158	245
营业税金及附加	137	143	205	267	经营活动现金流	-456	127	271	524
销售费用	273	280	369	475	资本开支	-63	-51	-50	-51
管理费用	114	121	185	227	投资	361	60	60	60
财务费用	-23	-27	-31	-40	投资活动现金流	330	15	20	23
研发费用	30	32	31	30	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-7	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	10	6	10	13	筹资活动现金流	-25	0	0	0
营业利润	-168	-181	86	274	现金净流量	-151	142	292	546
营业外收支	4	4	5	4	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	-163	-177	91	279	成长能力				
所得税	2	2	11	33	营业收入增长率	16.7%	5.1%	61.1%	30.2%
净利润	-165	-180	80	245	净利润增长率	-339.8%	-8.4%	144.0%	207.6%
归属于母公司净利润	-166	-180	79	244	盈利能力				
YoY (%)	-339.8%	-8.4%	144.0%	207.6%	毛利率	28.8%	26.9%	39.2%	44.2%
每股收益	-0.25	-0.27	0.12	0.37	净利率	-13.7%	-14.2%	3.9%	9.1%
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	-4.3%	-4.9%	2.1%	5.8%
货币资金	888	1,029	1,321	1,867	净资产收益率 ROE	-6.1%	-7.1%	3.0%	8.5%
预付款项	26	28	37	45	偿债能力				
存货	1,342	1,139	940	880	流动比率	2.75	2.59	2.68	2.63
其他流动资产	362	259	274	246	速动比率	1.28	1.33	1.63	1.80
流动资产合计	2,617	2,456	2,572	3,038	现金比率	0.93	1.09	1.38	1.62
长期股权投资	4	4	4	4	资产负债率	29.0%	30.3%	29.9%	31.4%
固定资产	640	714	753	774	经营效率				
无形资产	262	262	262	262	总资产周转率	0.31	0.34	0.55	0.67
非流动资产合计	1,248	1,226	1,201	1,175	每股指标（元）				
资产合计	3,866	3,681	3,774	4,214	每股收益	-0.25	-0.27	0.12	0.37
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.16	3.88	4.00	4.38
应付账款及票据	652	614	529	645	每股经营现金流	-0.69	0.19	0.41	0.80
其他流动负债	299	333	430	509	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	952	947	959	1,154	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-110.40	-100.63	228.85	74.39
其他长期负债	170	170	170	170	PB	4.07	6.98	6.76	6.19
非流动负债合计	170	170	170	170					
负债合计	1,122	1,117	1,130	1,324					
股本	658	658	658	658					
少数股东权益	9	10	10	11					
股东权益合计	2,744	2,564	2,644	2,889					
负债和股东权益合计	3,866	3,681	3,774	4,214					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。