



金种子酒 (600199.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

华润赋能开新篇，改革兑现正当时

投资逻辑

回顾历史，金种子从徽酒四杰之一到走向落寞(2012年酒类收入21亿，当前市占率仅2%左右)，原因有三：1)产品上：错失升级机遇，SKU太多导致分散(曾有6大系列、成百个SKU)。安徽白酒主流价格带17年后迈向120-250元，而金种子一半以上位于50元以下，16年虽重推年份产品，但起步晚、竞品竞争压力大。2)渠道上：16年白酒进入复苏周期，但金种子新品铺市不顺、库存积压，费用兑付效率低，进一步恶化厂商关系。3)管理上：业务多元化经营，16年曾试图切入保健酒赛道，员工年龄结构、积极性也有待优化。

22年7月华润入驻，当前金种子底层调整基本完成，后续重点在新品招商、动销培育。1)组织重塑：华润系核心高管落地，中基层定岗定编已于2月底完成，销售体系从4个销售公司模式缩减为4个后台辅助+事业部-大区-销售部3级前台模式，4月配套薪酬体系改革完成(22年销售人员平均涨薪30%)。白酒生产管理层级缩短，测算得22年普通白酒吨成本下降11%，23H1生产继续精益。2)渠道重塑：通过大练兵、春节会战、春耕行动提升渗透率，终端覆盖数量从22年7月底的4.7万家迅速提升，23年目标17万家，中长期23万家。营销中心人数上升，啤白融合在合肥、阜阳开始落地。3)产品&品牌重塑：明确一体两翼3大系列、3+3产品(柔和、大师、头号种子+馥7/9/20)，新品均在23H1升级发布完成，全面进入招商铺货阶段。

头号种子如何突围？1)战略地位突出。金种子是华润探索新世界的旗手，需要总结样板经验，而光瓶酒啤白融合成功率最高。2)光瓶酒和啤酒的渠道重合度较高，复盘福建喜力经验，华润已总结出一套好产品嫁接渠道、培育终端动销的打法。3)头号种子定位年轻人的高线光瓶潮饮，优先进入餐饮渠道、定价68元，其优势在于：①对比江小白等青春白酒高品质、高性价比(基酒贮存3年以上、拥有黄淮区域最大规模的石板泥窖群)；②不压货、刚性价格(避免了传统白酒的3大顽疾)，匹配足够人员去样板餐饮店做游戏、赠酒、送菜、抽奖等氛围培育。**我们认为，头号种子的培育先慢后快，成功的关键在于：能否继续坚持长期主义、销售人员执行力，关注Q4旺季样板餐饮店进展。**

其他产品：1)稳住柔和、祥和、柔和大师底盘，柔和曾是年销过亿瓶的大单品，通过提升终端覆盖率、梳理价格体系；2)战略性培育馥合香，布局百团千企万店，并借助华润团购资源赋能。馥7经销商、终端利润率为双位数、20%多(高于洞藏)，且与古井、口子核心价格带错位。

盈利预测、估值和评级

Q1收入+25.5%，根据业绩预告，预计Q2利润端扭亏、收入端高增，环比改善趋势明显。预计23-25年营收同比+62%/50%/46%，EPS为0.12/0.41/0.91元。由于公司具备强成长性(22-25年收入复合+53%)，且头号种子具备全国化预期，给予25年0.66倍PEG(G为收入复合增速，目标PE为35X)，目标价31.53元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

头号种子不及预期；区域市场竞争加剧；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币)：25.37元

目标价(人民币)：31.13元



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,211	1,186	1,926	2,893	4,213
营业收入增长率	16.70%	-2.11%	62%	50%	46%
归母净利润(百万元)	-166	-187	81	271	596
归母净利润增长率	-339.76%	12.45%	N/A	234.47%	119.49%
摊薄每股收益(元)	-0.253	-0.284	0.12	0.41	0.91
每股经营性现金流净额	-0.69	-0.70	-0.20	0.00	0.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.08%	-7.35%	3.16%	9.93%	19.27%
P/E	N/A	N/A	205.70	61.50	28.02
P/B	4.07	6.91	6.49	6.11	5.40

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

引言.....	4
一、回首历史，金种子为何走向落寞？.....	4
1.1 历史复盘：2012 年辉煌，2019 年后迈入改革复兴阶段.....	4
1.2 总结金种子落寞的三大原因.....	5
二、华润入驻，重塑全面启动.....	8
2.1 组织重塑：架构、机制调整顺利，基中高层定编定岗完成.....	8
2.2 渠道重塑：尝试啤白嫁接，网点覆盖率突飞猛进.....	10
2.3 产品&品牌重塑：一体两翼确定 3 大系列，3+3 核心产品.....	11
三、头号种子如何突围？.....	13
3.1 战略层面：金种子是华润探索白酒的旗手，头号种子是啤白融合的关键.....	13
3.2 福建喜力回答：优质产品怎样嫁接华润强渠道？.....	13
3.3 安徽光瓶酒：泛全国化龙头占据份额，高线光瓶是竞争重点.....	14
3.4 产品优势：纯粮+基酒贮存 3 年以上，高品质、高性价比.....	16
3.5 渠道优势：刚性价格、不压货，解决白酒历史三大顽疾.....	17
3.6 目前进度：已覆盖万家餐饮终端，静待旺季打造样板店.....	17
四、稳住底盘产品，战略性布局馥合香.....	18
4.1 馥合香：产品全面升级，渠道利润丰厚，团购资源赋能.....	18
4.2 底盘产品：提升网点覆盖率，期待柔和种子复兴.....	19
4.3 分区域看：阜阳、合肥是重点，环安徽四省一市打开空间.....	20
五、盈利预测.....	20
5.1 收入拆分.....	20
5.2 盈利预测及估值.....	22
六、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：金种子发展历程梳理.....	4
图表 2：徽酒竞争格局变动原因梳理（纵坐标为各家省内白酒收入，单位：亿元）.....	5
图表 3：安徽和江苏白酒主流价格带升级节奏对比.....	6
图表 4：金种子白酒分档次产品结构.....	6
图表 5：金种子白酒分档次增速.....	6
图表 6：地产酒产品结构对比（2022 年收入占比）.....	6
图表 7：徽酒大单品推出时间及价格带（按终端成交价计入）.....	7
图表 8：安徽白酒 80-200 元价格带竞争格局（2021 年）.....	7
图表 9：金种子曾经有 6 大产品系列.....	7
图表 10：2021 年地产白酒人员结构对比.....	8
图表 11：金种子历年各业务收入占比.....	8
图表 12：金种子酒原股权结构.....	8
图表 13：华润入驻后金种子酒股权结构.....	8



图表 14:	金种子中的华润系高管	9
图表 15:	金种子新销售架构	9
图表 16:	2022 年地产酒吨成本对比 (单位: 万元/吨)	10
图表 17:	徽酒历年吨成本对比 (单位: 万元/吨)	10
图表 18:	地产酒员工薪酬对比 (2022 年)	10
图表 19:	金种子近 2 年薪酬大幅提升	10
图表 20:	金种子覆盖网点数迅速增加	11
图表 21:	头号种子新客户近 8 成来自啤酒	11
图表 22:	地产酒销售人员数量对比 (单位: 人)	11
图表 23:	徽酒经销商数量对比 (单位: 家)	11
图表 24:	金种子“一体两翼”的产品体系	12
图表 25:	金种子联合凤凰网打造中国力量评选	12
图表 26:	金种子在海口举办馥合香品牌之夜	12
图表 27:	啤酒和光瓶酒渠道存在共性	14
图表 28:	喜力历年销量及增速	14
图表 29:	古井贡酒各大单品历年增速	15
图表 30:	迎驾贡酒各大单品历年增速	15
图表 31:	安徽光瓶酒市场竞争格局 (2021 年)	15
图表 32:	全国光瓶酒市场竞争格局 (2021 年)	15
图表 33:	安徽光瓶酒市场参与者分析	16
图表 34:	头号种子扫码抽奖活动	17
图表 35:	头号种子定位为年轻人的光瓶潮饮	17
图表 36:	主要光瓶酒酿造方式对比	17
图表 37:	华润啤酒经销商及终端数量	18
图表 38:	馥合香新老产品的区别	18
图表 39:	馥合香酿造工艺	18
图表 40:	徽酒终端利润率对比	19
图表 41:	金种子白酒业务省内外占比	20
图表 42:	金种子白酒业务省内外增速	20
图表 43:	2021 年安徽各地级市人口 (万人)	20
图表 44:	金种子省内外经销商数量 (家)	20
图表 45:	徽酒营业收入对比 (亿元)	21
图表 46:	徽酒营业收入增速对比	21
图表 47:	金种子历年实际产能 (万千升)	21
图表 48:	金种子历年基酒储存 (万千升)	21
图表 49:	金种子收入及毛利拆分	22
图表 50:	可比公司估值表	23
图表 51:	地产酒毛利率对比	23
图表 52:	地产酒管理费率对比	23
图表 53:	地产酒销售费用率对比	24
图表 54:	地产酒净利率对比	24



引言

金种子是华润迈入白酒新世界的试炼，但市场对华润跨界运营白酒存在较多疑虑，本篇报告的亮点在于：1) 回顾历史，分析金种子从徽酒四杰之一到走向落寞的原因；2) 华润入驻后做出的改革、效果和未来潜在的动作；3) 复盘喜力经验，对比华润酒业3大白酒项目的差异，分析头号种子突围的可能性。

一、回首历史，金种子为何走向落寞？

1.1 历史复盘：2012年辉煌，2019年后迈入改革复兴阶段

起步（1949-1999）：金种子的前身是1949年7月成立的新中国首批国营酒厂——阜阳市酒厂，源自明代的大异酒坊和民国的蕴泰酒坊。改革开放后，阜阳市酒厂扩建规模，在业内率先推行劳动用工、人事分配等制度改革，推出的新品牌“金种子”、“种子”白酒家喻户晓。金种子股份公司于1998年8月在上交所上市（成为第8家上市白酒企业）。

多元化经波折（1999-2005）：上市初期，公司以黄牛系列为主体，将主要资金投入黄牛产业开发（含饲料、屠宰、生物制药等）、白酒啤酒、光电等多元化产业中。后续白酒业务不断被压缩，农牧业盈利拖累，公司曾在2005年被退市风险警示处理。

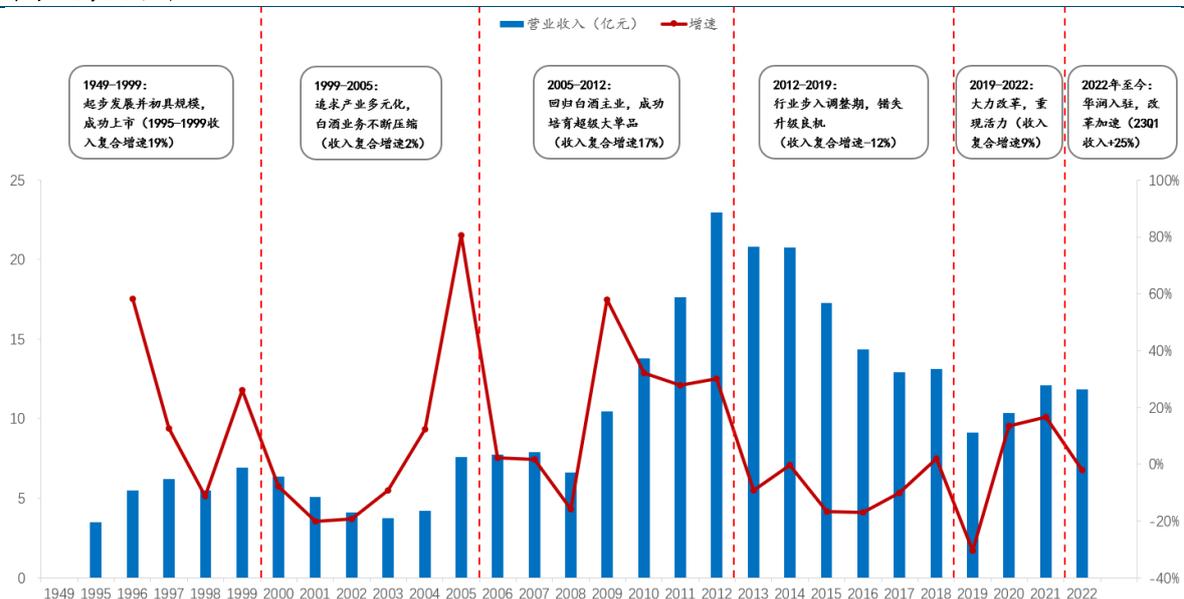
产业整合聚焦白酒（2005-2012）：公司相继退出黄牛产业、剥离光电子、高速公路、房地产等副业，成功实施股权分置改革，实现白酒主业回归，2006年9月正式改名金种子酒。产品上，2005年首创柔和型白酒和物理恒温窖藏新技术，成功推出柔和种子、祥和种子、醉三秋三款产品。柔和种子连续畅销十余年，成为销量过亿瓶的超级大单品。

行业调整期后错失升级机会（2012-2019）：2012年底因三公消费受限，白酒行业步入调整期，2015年起公司以培育药业升级为新支点，经营重心有所偏移。2015年底白酒行业进入新一轮复苏周期，消费主流价位上移，但公司未能把握升级机遇，百元以下产品占比高，金种子系列年份酒也尚在培育、业绩贡献有限，导致市场份额萎缩。2016年出资1000万元成立大金健康酒业，推出和泰苦荞酒，后推出徽蕴10年、徽蕴6年、柔和经典的升级款；2017年推出定位中高档的中国力量；2018年推出金种子8年、柔和经典五、颍州佳酿升级款等新品，均未能挽救白酒业务下滑颓势。

改革进入高质量发展期（2019-2022）：2019年10月贾光明临危受命，出任董事长，先后引进和君、安永、盛初等咨询公司，制定十四五发展战略，步入发展新阶段。2020年作为改革元年，公司推出主打次高端的馥合香，加快推进结构升级，坚持高档产品做加法、低档做减法，聚焦馥合香新品类、夯实年份及柔和系列大单品。

华润入驻焕发新生（2022年至今）：2022年华润入驻，加快实施组织、品牌、机制、产品重塑，改革红利正加速释放。

图表1：金种子发展历程梳理





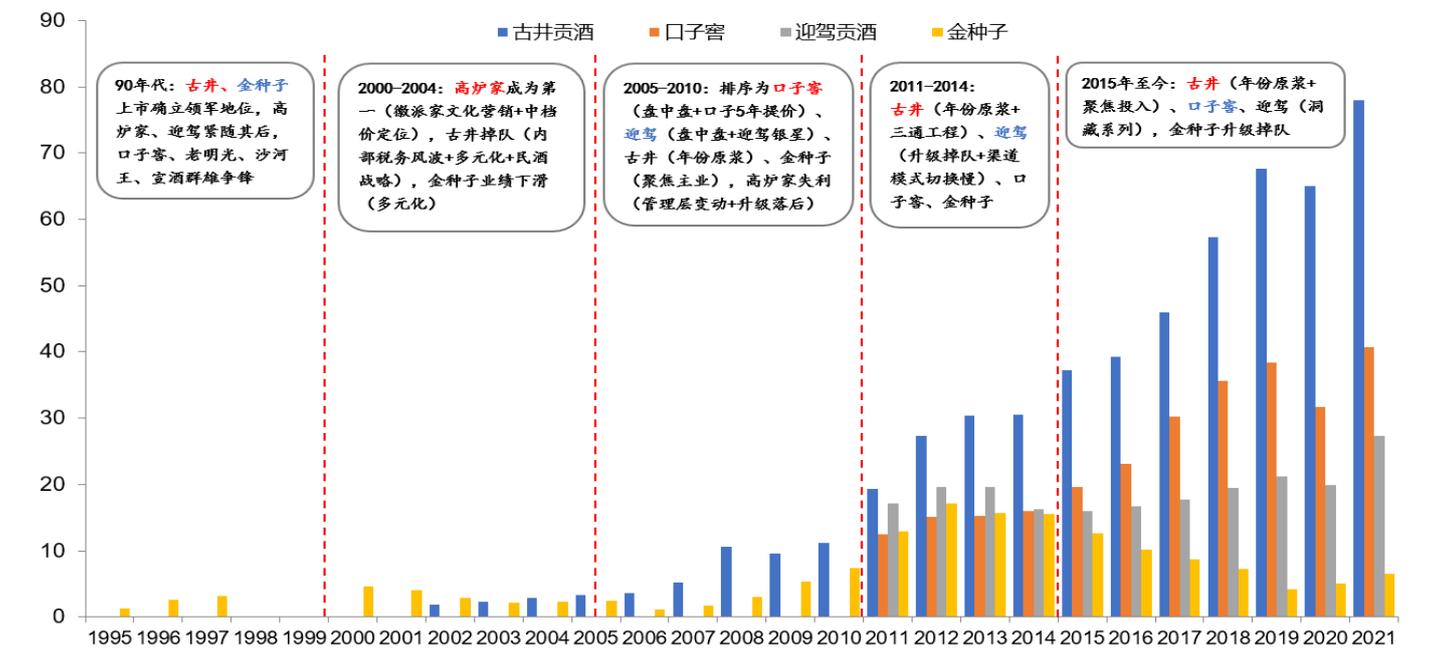
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 总结金种子落寞的三大原因

从外部看，复盘历年徽酒格局，我们认为，龙头市场份额的反超，1) 在产品上常常伴随着顺应升级趋势，通过直接提价、推新品实现新价格带的占位，典型例子包括：高炉家酒切入 60 元价格带成为第一；口子 03 年推出口子 5 年切入 60 元价格带，并在 08 年提价至 80 元后二次爆发；柔和种子 05 年推出后爆发；迎驾推出银星切入 60 元价格带，古井 08 年推出年份原浆系列切入 80 元以上价格带；2) 渠道上常常代表着模式创新、场景的适应，典型例子包括：口子窖的盘中盘、古井的深度分销。

市占份额的丢失，在产品上常表现为价格带升级节奏的掉队，比如：高炉家 06 年后做穿价盘、古井曾贯彻民酒战略聚焦 30 元的淡雅、迎驾 11 年后升级节奏掉队、金种子 15 年后升级掉队；在渠道上表现为固守原有渠道模式，如迎驾 13-15 年间盘中盘模式转换较慢、口子窖的大商制。

图表2：徽酒竞争格局变动原因梳理（纵坐标为各家省内白酒收入，单位：亿元）



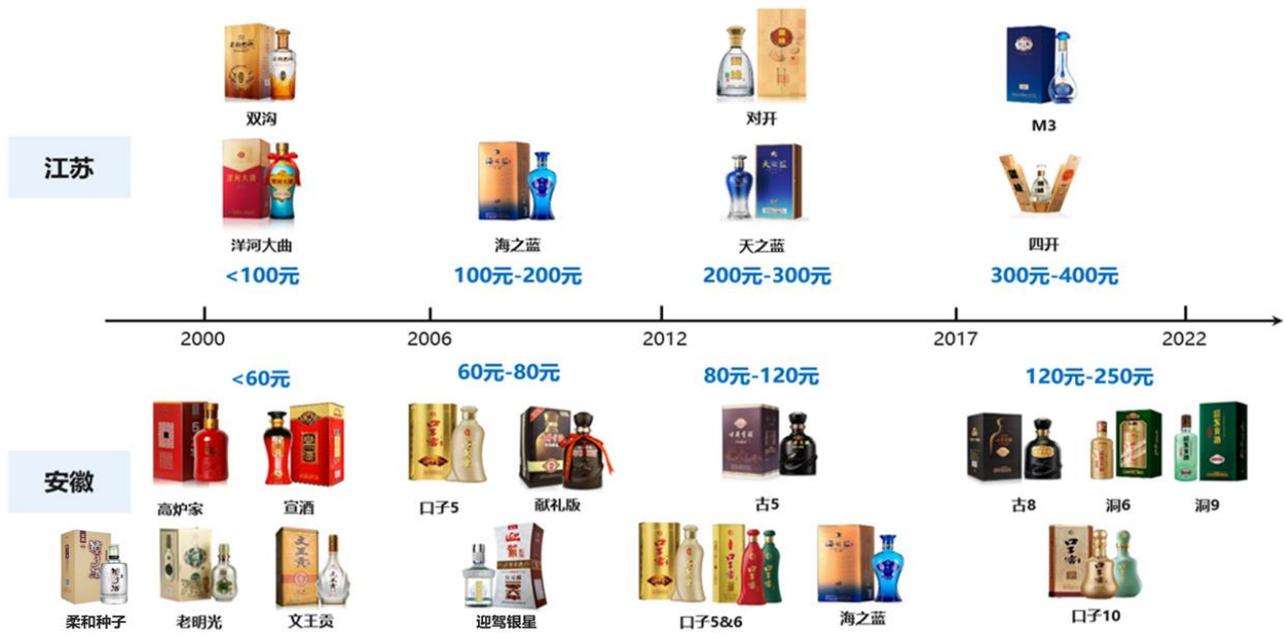
来源：各公司公告，国金证券研究所

从内部看，金种子从曾经的徽酒龙二掉队出前五，21 年省内市占率仅 2% 左右（低于宣酒、高炉家）。我们认为，自身原因系：

1、产品上：1) 错失升级机遇。安徽白酒主流价格带 2000 年为 40 元（文王贡等），06 年以前为 60 元以下（高炉家、宣酒、柔和种子等），06-11 年为 60-80 元（口子 5、献礼、迎驾银星），12-16 年为 80-120 元（古 5、口子 5/6、洞 6、海之蓝），17 年后为 120-250 元（古 8、洞 9、口子 10）。主流价格带 12 年迈向 80 元以上，17 年后迈向百元乃至 200 元以上，而金种子大量产品仍位于百元以下（23Q1 百元以下占比在 87%；22 年 50 元以下占比在 56%）。

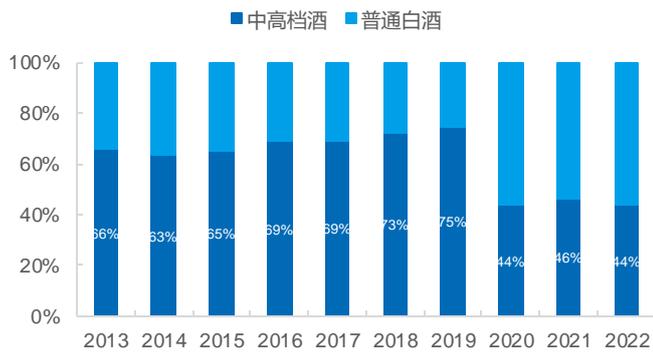


图表3: 安徽和江苏白酒主流价格带升级节奏对比



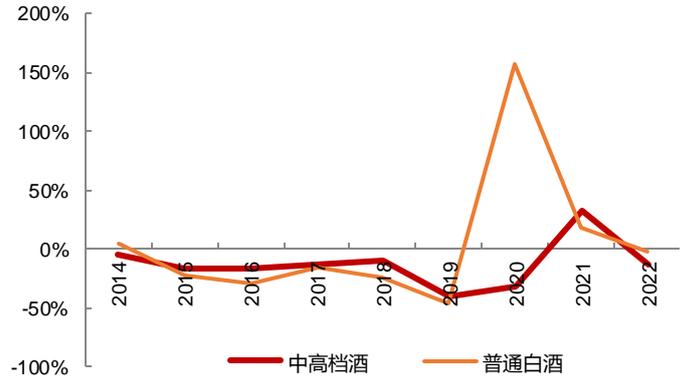
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表4: 金种子白酒分档次产品结构



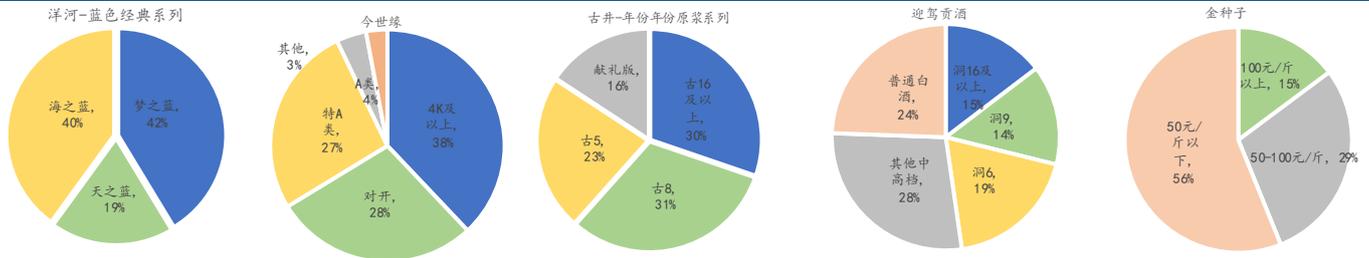
来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 中高档指对外售价 50 元/500ml 以上

图表5: 金种子白酒分档次增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 地产酒产品结构对比 (2022 年收入占比)



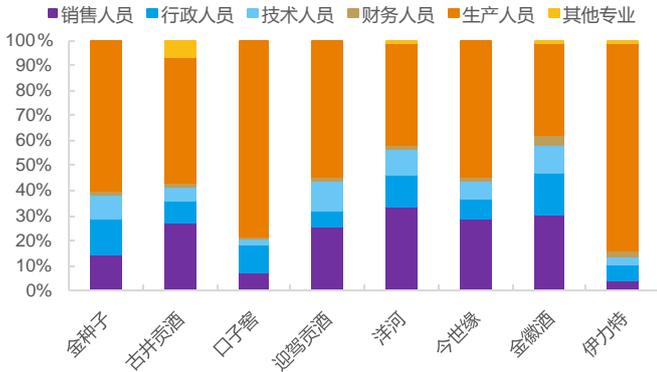
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

我们认为, 公司错失升级机遇归根结底是战略认知不够清晰, 对于升级产品布局偏晚、重视度欠缺。公司 2011 年元旦布局徽蕴 6 年、10 年、20 年产品, 但并未重点投入。2015 年虽先后推出新版柔和、祥和超值装、红经典等, 但还是在百元以下; 2016 年后重新推出 6 年、10 年升级款, 虽加大投入, 但起步时间偏晚 (百元价格带已有献礼、古 5、口子 5 等几十亿级别的大单品)。

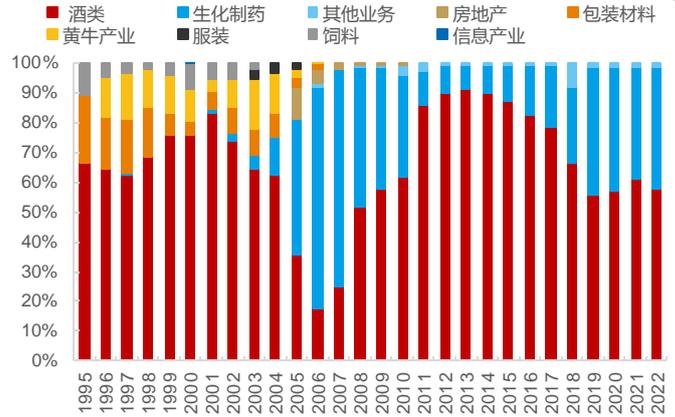


低，进而影响战略落地执行效果。

图表10: 2021年地产白酒人员结构对比



图表11: 金种子历年各业务收入占比



来源: Wind, 国金证券研究所, 注: 古井暂未考虑体外销售人员

来源: Wind, 国金证券研究所

二、华润入驻，重塑全面启动

2.1 组织重塑：架构、机制调整顺利，基中高层定编定岗完成

1、人员层面：

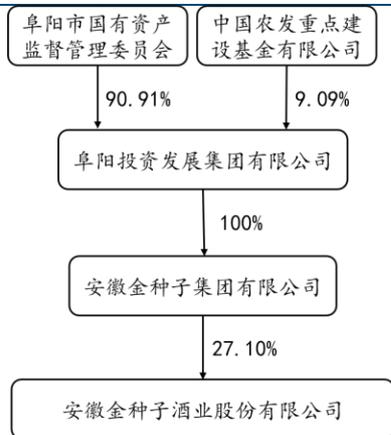
第一阶段人员换血已完成，从22年7月核心高管落地（涉及营销、人力、财务、法律、审计业务），再到大练兵、春节大会战实现对销售团队的优胜劣汰；接着到23年2月底全部人员的定岗定编完成。

第二阶段将是5月启动的对组织能力的重塑。公司重新提炼了企业价值观、企业愿景，后续将在实战中加强对员工执行能力的塑造和检验，持续对员工进行动态优化。

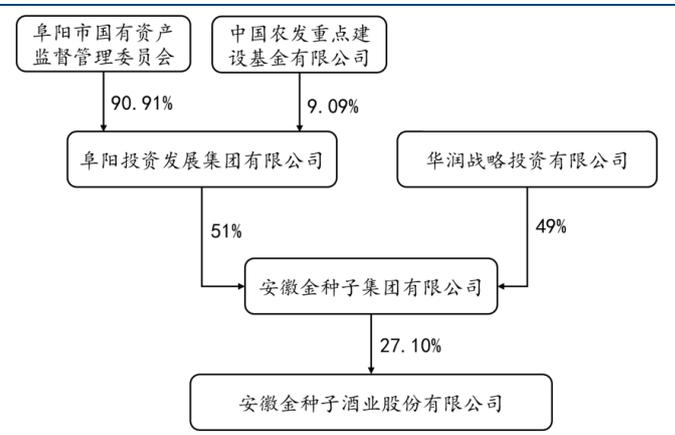
1) 核心管理层已确定

2022年2月，公司控股股东安徽金种子集团唯一的股东阜阳投资拟以非公开协议转让方式将所持金种子集团49%的股权转让给华润集团全资附属公司华润战投，签订股权转让协议；5月阜阳国资委批复同意，6月24日完成工商变更登记。2022年7月，华润系高管正式入驻金种子酒业管理层，华润系的何秀侠、何武勇以及金昊被正式任命为总经理、副总经理以及财务总监。2022年11月21日，公司2022年第一次临时股东大会通过了董事、独立董事以及监事的选举议案，侯孝海、魏强以及何秀侠被任命为第七届董事，许艳梅、屠华被任命为监事。华润系高管涉及营销、人力资源、财务、法律、审计等业务，年富力强，且本身在华润已任职15-25年，有利于啤白业务融合。2023年2月23日，董事长贾光明离任，亦不再担任公司其他职务；2023年4月7日谢金明当选董事长。

图表12: 金种子酒原股权结构



图表13: 华润入驻后金种子酒股权结构



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



图表14：金种子中的华润系高管

姓名	金种子职务	年龄	华润啤酒任职时间	金种子任职时间	华润职务
何秀侠	总经理	50	22	2022/7/8 至今	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，华润雪花啤酒安徽区域公司总经理助理兼营销中心总经理，华润雪花啤酒安徽区域公司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
	董事			2022/11/21 至今	
何武勇	副总经理	45	18	2022/7/8 至今	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职务
金昊	财务总监	47	21	2022/7/8 至今	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职务
侯孝海	董事	55	20	2022/11/21 至今	现任华润雪花啤酒（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	董事	54	22	2022/11/21 至今	现任华润雪花啤酒（中国）有限公司党委委员、财务总监；华润啤酒（控股）有限公司执行董事及首席财务官
许艳梅	监事	50	/	2022/11/21 至今	曾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
屠华	监事	47	15	2022/11/21 至今	现任华润雪花啤酒（中国）投资有限公司审计部总监

来源：公司公告，国金证券研究所

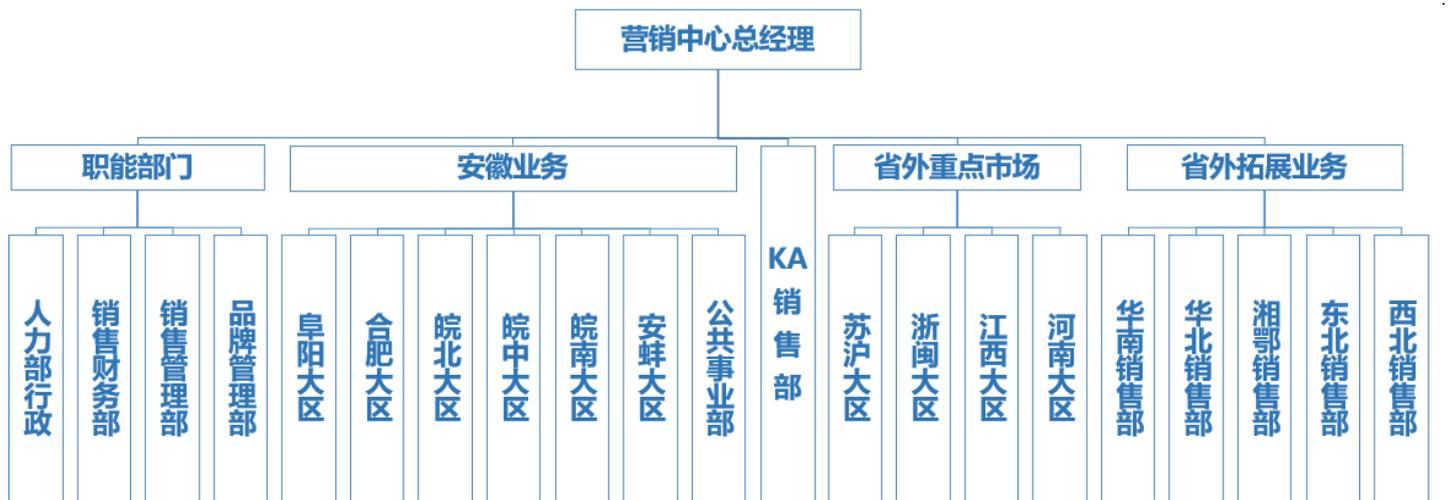
2) 中基层员工定岗定编完成

从销售人员来看，通过8月1日启动的大练兵（持续2个月）、11月1日启动春节会战（持续81天），实现了组织队伍的精简。从生产、后台等部门看，人员的定岗定编定责已在2月底完成，部分也做了外包优化。公司的人员数量从21年底的2699人调整到23年5月底的1800多人（幅度在30%+）。

2、制度架构层面：

- 1) 销售架构重塑完成：金种子从前是分老品+馥合香新品下设4个销售公司，华润入驻后，前台确定了事业部-销售大区-销售部的模式，缩减层级、扁平化管理提升效率；后台为人力行政、销售财务、销售管理、品牌管理4个后台部门，统一做好贴身服务保障；营销中心统筹管理。省内设置6个大区，省外重点市场设置大区、拓展市场设置销售部。
- 2) 明确聚焦白酒主业、生产管理链条缩短：白酒生产采取直接管理模式（缩短管理层级），白酒营销是战略运营管控模式；药业是战略财务性管控模式。金种子在地产酒中虽产品结构升级滞后，但吨成本却偏高，华润入主或通过生产模式优化，吨成本已得到精益（22年吨成本普通白酒降低11%、中高档降低17%）。

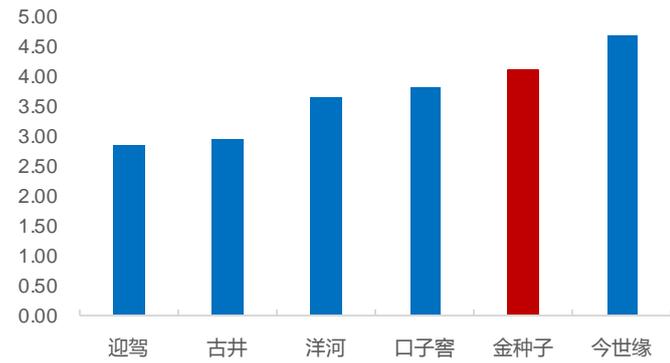
图表15：金种子新销售架构



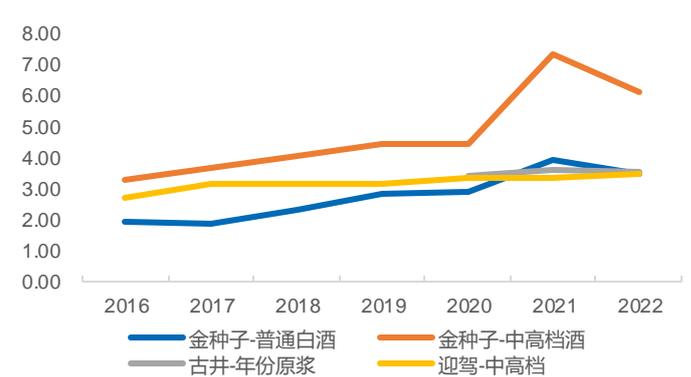
来源：公司公告，国金证券研究所



图表16: 2022年地产酒吨成本对比(单位:万元/吨)



图表17: 徽酒历年吨成本对比(单位:万元/吨)

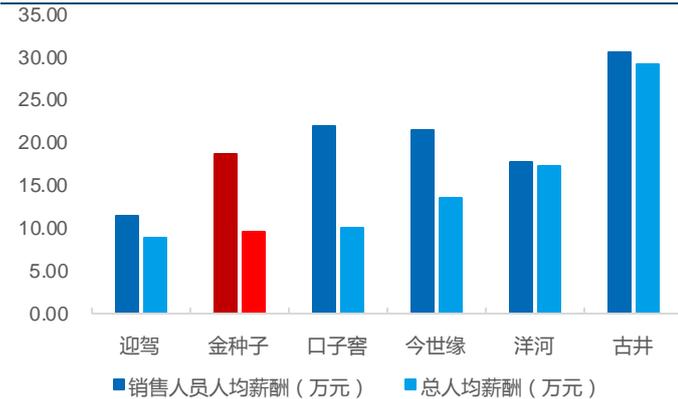


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

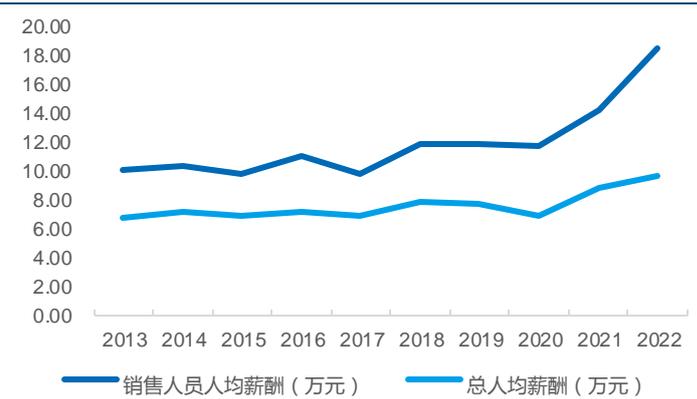
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3) 薪酬机制: 公司已完成销售薪酬体系设计、绩效考核设计、履职能力评价设计等制度建设, 逐步建立销售队伍“职务能升能降、人员能进能出、工资能上能下”的管理机制。对比地产酒均值, 金种子人均薪酬有 50%以上提升空间。近 2 年待遇显著上行(销售、总员工人均薪酬分别上升 58%、39%), 公司今年 4 月已完成全员薪酬套改, 薪酬分位数对标行业平均, 绩效目标分解到每个岗位, 市场化水平提升。执行新的薪酬制度后, 5 月员工到手薪酬明显改善。

图表18: 地产酒员工薪酬对比(2022年)



图表19: 金种子近2年薪酬大幅提升



来源: Wind, 国金证券研究所, 注: 古井暂未考虑体外销售人员

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 渠道重塑: 尝试啤白嫁接, 网点覆盖率突飞猛进

1、啤白渠道融合

1) 网点层面: 华润啤酒在安徽省占率超 70%, 是绝对垄断市场, 共覆盖终端 28-29 万家。金种子 22 年 7 月底覆盖终端 4.7 万个, 华润入驻后, 通过 8 月大练兵, 网点覆盖数在 22 年底达到 8-9 万家, 春节会战后 23 年 4 月底网点数达到 13-14 万家, 23 年目标终端覆盖数为 17 万家(对比 22 年底接近翻倍)。从覆盖率看, 金种子终端覆盖率从 22 年 7 月底的 16% 提升至 23 年 4 月底的 45-50%, 23 年目标覆盖率 60%, 中长期目标 80%。分区域看, 阜阳、皖北覆盖率偏高, 合肥覆盖率迅速提升, 全年覆盖目标完成压力不大。

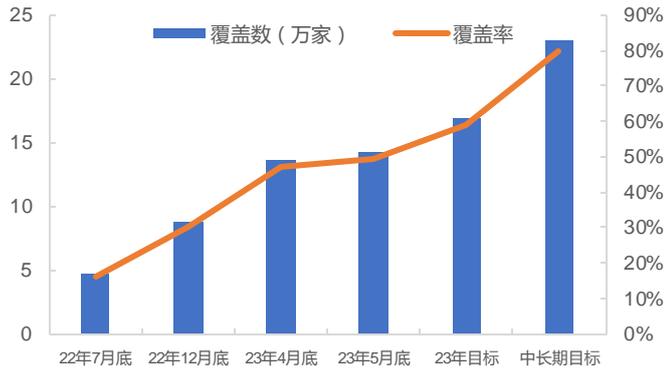
2) 经销商层面: 22 年借助华润系渠道优势, 金种子基本完成合肥、阜阳两个重点市场渠道布局(部分啤酒商加入代理底盘、馥合香等产品), 安徽省及环安徽四省一市新增经销商近 100 多名。23 年的新品头号种子截至 5 月底, 已开通权限 129 家, 新客户 90 家(啤白融合 70 家, 占该品总数的 54%、占该品新客户的 78%)。对标口子窖, 金种子招商扩展空间在 3 倍左右。

3) 销售人员层面: 营销中心扩招人员, 核心骨干的主要构成为啤酒、原金种子、外部有白酒经验的人员。对标迎驾、古井, 金种子销售人员扩展空间在 4 倍以上, 精细化程度有待提升。目前啤酒销售人员暂未同时开展金种子白酒业务。

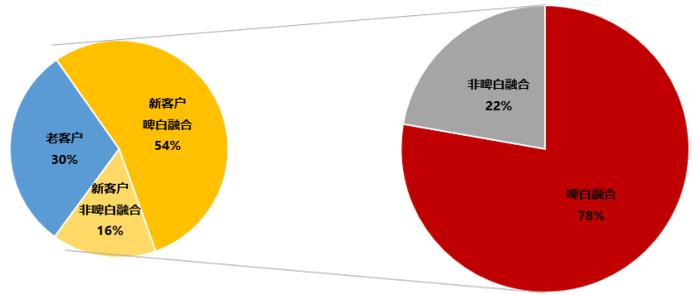
4) 华润系超市: 华润系客户共有 3 个, 1 个在深圳, 1 个是苏果(重点做江苏、上海), 安徽本身就有开发。



图表20: 金种子覆盖网点数迅速增加



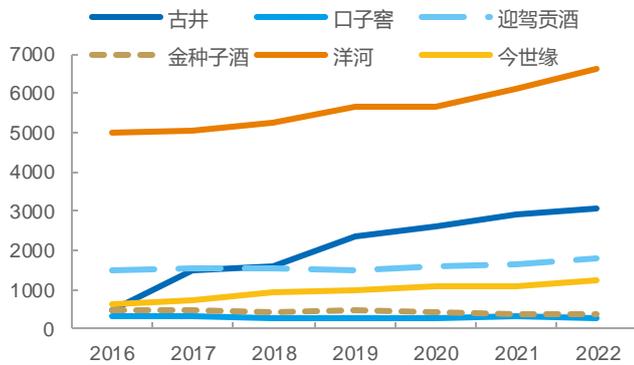
图表21: 头号种子新客户近8成来自啤酒



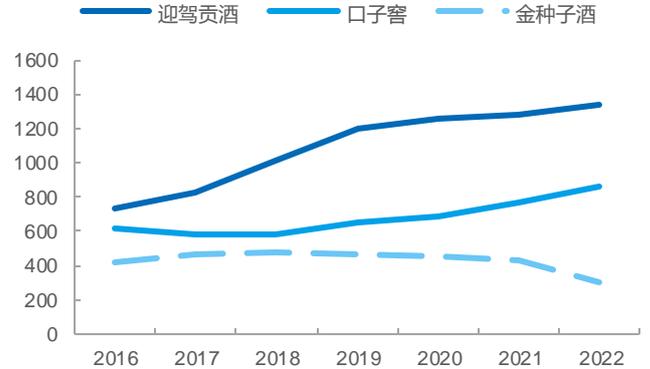
来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 22年业绩说明会, 国金证券研究所

图表22: 地产酒销售人员数量对比 (单位: 人)



图表23: 徽酒经销商数量对比 (单位: 家)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 古井不考虑体外销售人员

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2、费投模式改革已完成

公司的费投模式从原来的费率制转变为项目制, 成立项目组, 需要费用提前打报告申请、拨付、计提。费用投放方向包括: 终端、消费者和经销商, 经销商需按要求的方式做事才能获得奖励。此次改革后, 基本实现价促分离, 杜绝促销伤害价格, 费用兑付效率、有效性均得到提升。

3、渠道库存合理, 价盘稳步上升

公司严格管理压货、窜货行为, 健全价格管理制度体系。每月定期盘点一批库存, 渠道库存历史新低 (老品控制在 30% 红线以下), 大会战、大练兵促进库存去化。1) 底盘产品: 完成价格梳理, 推动终端售价的恢复与提升。2) 馥合香产品: 梳理价格, 推新补充细分价格带。

4、今年年底前完成渠道信息化建设

啤酒由于保质期更短、周转速度更快, 对供应链、库存管理通常有更高要求, 数字化程度也较高, 华润在这方面正是佼佼者。华润入驻后, 金种子信息化建设加快, 营销费用管理系统已于 5 月 15 日上线, 6 月末完成访销系统在合肥、阜阳的试点工作, 数字化改造将于今年 12 月底前全部完成。最终将实现网点服务的可视化、消费者控盘分利, 全面打通勤测和费用系统, 销售端能及时看到详实准确的产品盈亏平衡测算表和中心、大区月度数据。

2.3 产品&品牌重塑: 一体两翼确定 3 大系列, 3+3 核心产品

1、明确一体两翼, 主力新品均已上市

公司产品原有 6 大体系、上百个 sku; 梳理后重新确定了一体两翼 (10+款产品)。一体是金种子馥合香的 4 款产品 (主销馥 7、馥 9, 品牌露出是馥 20); 两翼中的一翼是种子系



列（祥和、柔和、6年、大师、头号种子等产品），另一翼是醉三秋 1507。头号种子 3 月发布，馥合香焕新 4 月发布，馥 7、馥 9 在 5 月底上市，馥 20 在 6 月上市；醉三秋品牌将在 10 月焕新，底层产品中已对柔和大单品做换包装升级。其他的陆续退出，如：和泰、10-20 元的醉三秋、开发产品等。未来的目标是聚焦主线，做强 3+3（柔和、大师、头号种子+馥 7、馥 9、馥 20）

从价格上看，醉三秋是千元价格带的文化战略产品，馥合香覆盖百元以上的中高档、次高档，种子系列是百元以下产品。

图表24：金种子“一体两翼”的产品体系



来源：公司官网，京东旗舰店，国金证券研究所

2、加强广告投放，联合凤凰网打造中国力量 IP

金种子今年 2 月在海南举办酒业创新与投资大会，发布全新 Slogan “融众香之长 聚中国力量”；4 月联合凤凰网正式启动“中国力量”品牌 IP 项目；6 月底，中国力量评选正式启动，由中科院、工程院指导，行业专家提名，中国顶层科研院所组成委员会，最终在全球华人中评选产生 2023 中国历年年度人物。金种子将联合凤凰网，参与提名、人物探访、展示、碰撞，线上线下全方位打造时代的经典符号。

图表25：金种子联合凤凰网打造中国力量评选



来源：公司官网，国金证券研究所

图表26：金种子在海口举办馥合香品牌之夜



来源：公司官网，国金证券研究所



三、头号种子如何突围？

3.1 战略层面：金种子是华润探索白酒的旗手，头号种子是啤白融合的关键

金种子是华润探索酒类新世界的坚定旗手，华润希望将金种子的改革经验总结为一套可复制的打法，进而运用到更多白酒项目。

1、金种子的战投不同于山西汾酒

2018年2月，汾酒集团以协议转让方式将上市公司总股本的11.45%转让给华润鑫睿（华润创业子公司），每股转让价为52.04元，华润成为山西汾酒第二大股东。此次投资属于战略性投资，合作模式包括：1) 营销协同，玻汾开始植入部分华润系商超、啤酒渠道，并试图开发产品进行合作；2) 管理提升，主要是指华润集团协助汾酒做好信息化、数字化工作；3) 治理优化：曾在董事会中派出2位华润系董事，但不会过度干涉日常经营决策。2019年7月起，汾酒联手华润打算推出开发产品（6款产品涵盖中档、普通光瓶等价格带），针对四川、东北等薄弱地区先做试点。但20年受疫情影响，且双方在价格制定思路上存在分歧，仍未落地到市场。

我们认为，华润与山西汾酒更多停留在战略合作层面，而未掌握实际经营权。而华润战投持有金种子集团49%的股权（且后续存在继续收回的可能），总经理何总出身华润，华润系高管已涉及营销、人力资源、财务、法律、审计等多方面业务，拥有较为充分的经营管理权。

2、金种子对比景芝、金沙有差异，在区域、价格带上更易嫁接啤酒渠道

华润酒业先有下属3个项目，对比来看，1) 区域上：金种子和金沙均位于雪花啤酒基地市场（贵州、安徽份额均超过70%），拥有较强的终端掌控能力、销售人员基础；而景芝位于青岛啤酒基地市场；2) 香型上：三者各有差异，景芝是芝香，金沙是酱香，金种子是馥合香；3) 价格带上：金沙核心大单品摘要珍品位于千元价格带、回沙位于次高端价格带；景芝位于100-300元的中档价格带；金种子大部分位于百元以下，更适合与华润啤酒渠道直接嫁接。

3、头号种子实现了啤白在群体、渠道、携带方式上的统一

对比啤酒、传统名酒和光瓶酒：

1) 渠道上看：啤酒场景为餐饮+夜场的现饮、家庭的自饮，主要渠道为餐饮店（占比4成）、KA（占比1成左右）、BC连锁及杂货店（占比4成）、夜场（占比不到1成）。传统名酒场景为宴席、商务宴请、送礼，主要渠道为烟酒店（占比6成）、宴席酒楼（占比2成左右），BC连锁及杂货店中较少。光瓶酒场景为餐饮现饮、家庭自饮，主要渠道在餐饮店（占比3成多）、流通端（占比6成），流通端包括烟酒店、商超、BC连锁及杂货店。**啤酒和光瓶酒渠道主要重合在餐饮店、BC连锁及杂货店（重合渠道占比预计能有一半以上），以华润啤酒为例，环安徽经销商中78%同时在经营白酒，全国有35%在经营白酒。**

2) 群体上看：啤酒主要是年轻人，传统名酒集中在中年人，光瓶酒有中年人和年轻人。

3) 携带方式上看：传统名酒自带盛行，主要因为饭店价格偏高（烟酒店和餐饮店价差单瓶在几十乃至上百元）、真假难辨、品种有限，且常温可以饮用；自带白酒也是宴请诚意的体现。啤酒则较少自带，主要因为更适合冰饮（降低苦味）、单次饮用量大、瓶子厚重携带不便、流通和餐饮价差小（单瓶差价2元，一箱20元左右）。光瓶白酒自带比例也不高，餐饮端有小规格，餐饮和流通的价差也有限。

我们认为，头号种子定位为年轻人喝的第一口高线光瓶酒，遵循先餐饮、暂时不进入流通（餐饮终端刚性售价68元）的原则，实现了啤白在消费群体、渠道、携带方式上的统一，使得啤白的嫁接成为可能。

3.2 福建喜力回答：优质产品怎样嫁接华润强渠道？

喜力自19年与华润啤酒联姻，销量从19年的12万吨增长到22年的接近40万吨（CAGR接近50%），23H1仍实现了超50%的增长。其中，福建作为喜力的重点市场，近几年一直

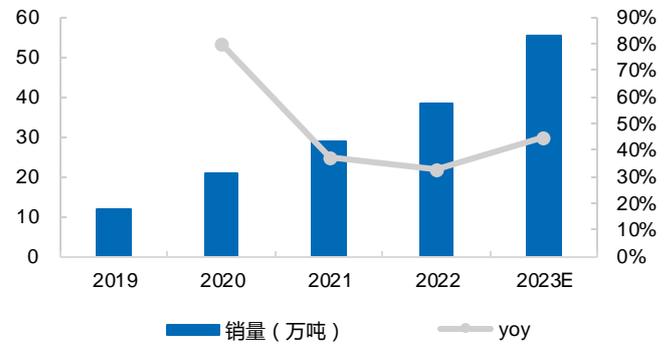


保持高两位数增长，销量做到22年的17-18万吨，占据福建啤酒市场份额的10%+。福建喜力高增主要系：1) 喜力家族创立于1864年(100多年历史)，总部位于荷兰，是全球第二大啤酒企业；喜力在福建、浙江等沿海区域，本身已具备知名度。2) 华润赋能喜力强渠道管理。一方面，联合政府打击进口喜力水货；另一方面，华润啤酒的销售人员大范围铺开终端网点、陈列堆头、店招门头，积极开展飞行队、赠酒、抽红包等活动，抢占多条街区，帮助喜力塑造了良好的消费氛围。

图表27: 啤酒和光瓶酒渠道存在共性

分类	具体场景	名酒	光瓶酒	啤酒
流通渠道 (含团购)	烟酒店	6成	6成左右	没有
	KA	1-2成		1成左右
	BC连锁	较少		4成左右
	夫妻店	基本没有		
餐饮渠道	宴席酒楼	2成左右	基本没有	较少
	AB类餐饮店	较少	3成多	4成
	CD类餐饮店	基本没有		
	夜场	基本没有	基本没有	1成不到
线上渠道	电商等	1成不到	1成左右	5%左右

图表28: 喜力历年销量及增速



来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们认为，从啤酒各家资源禀赋来看，华润啤酒是典型的渠道型公司。华润啤酒的核心竞争优势是拥有大量强执行力的销售人员(薪酬行业领先、积极性高)、强有力的终端店掌控能力(背后是多年客情维护、稳定的买店费用投放)、良好的经销商关系(啤酒生意做起来辛苦，华润为经销商提供数字化系统，搭建大客户平台分享经验)。但薄弱项在于：1) 产品结构中，低端占比高于行业(50%+)，且布局高端化时间偏晚、产品形象有待改善。2) 高端单品的品牌营销偏同质化(流量明星代言、赞助综艺)。superX曾借助《这就是街舞》和王一博代言在20、21年实现了50%多的复合增长到40万吨左右，但当前流量红利退散、年轻人喜好更分散，营销投入的ROI在降低，superX的经验存在复制难度。

我们判断，福建喜力的起势是好产品、强品牌被华润渠道赋能后的典型案例，背后象征着高端啤酒的运作不再是简单粗暴的买店、铺货、强制消费者选择，而是通过精细扎实的动销拉动、氛围营造，最终形成餐饮店-街区-片区的依次起势，这一打法值得头号种子借鉴。

通过喜力，华润内部已形成了一套把高品质、好品牌认知的产品嫁接到渠道的打法；而头号种子是高品质、高性价比的产品，我们判断，头号种子和喜力的差异主要在于：1) 品牌认知度高低(喜力是全球第二的啤酒品牌，且福建是最先进入、深耕多年的核心市场；金种子在省内有一定知名度，但头号种子是23年新推出的产品)；2) 终端人员在动销拉动动作上的执行力、积极程度(目前啤白融合在销售人员层面较浅，金种子人员的执行力对比华润啤酒或存在一定差距)；3) 白酒和啤酒客观存在的品类差距(价格带、消费习惯等)，这些是决定未来头号种子能否成功的关键。

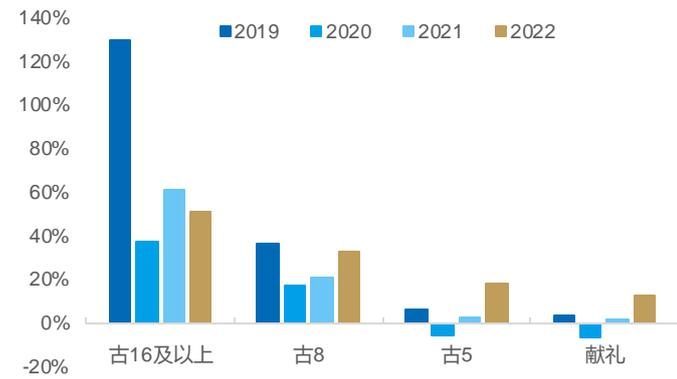
3.3 安徽光瓶酒：泛全国化龙头占据份额，高线光瓶是竞争重点

安徽白酒市场规模约在350亿元，其中百元以下价格带规模在百亿元(占比在30%左右)，光瓶酒规模在40-50亿元(占比在10%多)。

从品牌拆分看，光瓶酒中外来品牌份额在50%以上，其中牛栏山为安徽光瓶酒龙头，老村长规模为个位数亿，玻汾规模过2亿，绿西凤、尖庄等名酒也均过亿；省内的光瓶产品包括金种子的特贡、古井老瓷贡、金裕皖等。随着大众价格带上移，本地地产龙头主要精力放在百元以上(近年古井200元以下增速仅个位数，迎驾普通档下滑、金银星略有增长)，对于光瓶酒赛道既缺乏产品，也缺乏费用和人员支持。故头号种子的竞争对手主要是泛全国化光瓶龙头。

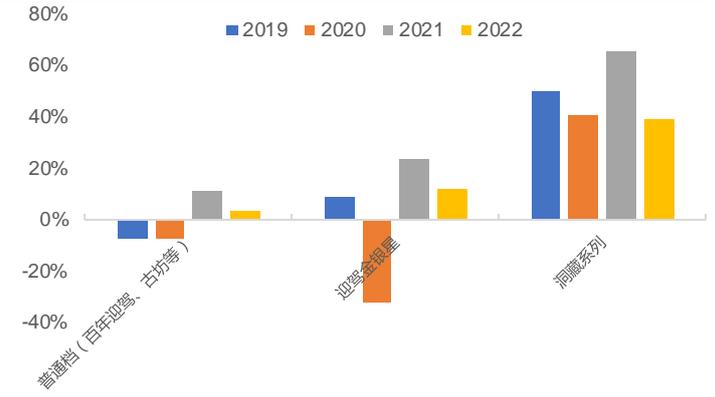


图表29：古井贡酒各大单品历年增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：迎驾贡酒各大单品历年增速

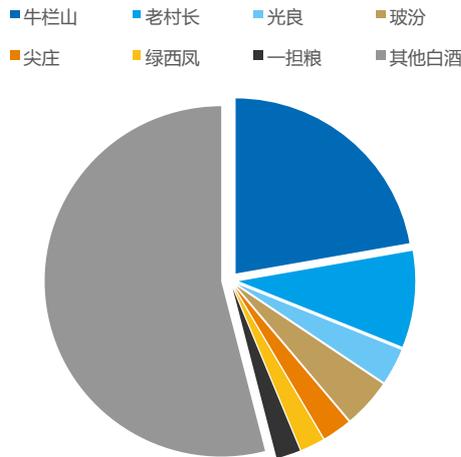


来源：公司公告，国金证券研究所

从价格带拆分看，安徽光瓶酒中有 6 成集中在 10-30 元价格带，40-60 元价格带占比约 20%多。近年来，安徽光瓶酒中 10-15 元价位光瓶酒出现萎缩，20-30 元逐渐成为主流，50 元高线光瓶酒在玻汾、绿西凤、古井老瓷贡的带动下氛围升温；21 年以来，古井小麴神、老窖黑盖、献礼版玻汾、珍品陈酿等新品积极布局安徽市场，引领光瓶酒走向百元时代。

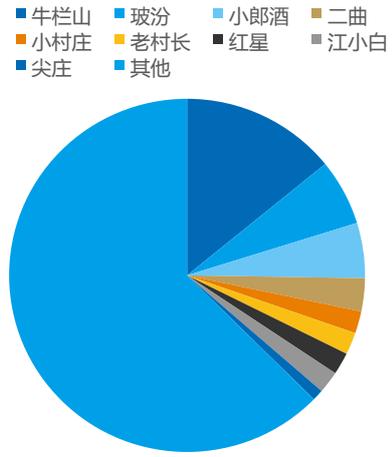
从全国范围看，光瓶酒市场规模在 1000-1500 亿元（占比在 15-20%），且每年保持 10-15% 的增长速度。其中低线光瓶酒代表为牛栏山（22 年收入 81 亿），50 元以上的高线光瓶酒王者是玻汾（50-60 亿），高线光瓶酒扩容速度快于行业整体。随着消费升级，高线光瓶已成为光瓶酒竞争的重点赛道。

图表31：安徽光瓶酒市场竞争格局（2021年）



来源：酒食汇，国金证券研究所

图表32：全国光瓶酒市场竞争格局（2021年）



来源：酒业家，国金证券研究所



图表33：安徽光瓶酒市场参与者分析



安徽光瓶酒

来源：酒食汇，公司公告，国金证券研究所，注：价格带已按容量换算为 500ml

3.4 产品优势：纯粮+基酒贮存 3 年以上，高品质、高性价比

从品质上看，对比其他口粮酒，头号种子是纯粮酿造，拥有更复合的香气、更长的贮存时间，在同价格带中具备高性价比。不同于江小白的小曲清香（酿造周期 7-30 天）、玻汾的大曲清香（酿造周期 28 天左右），头号种子的构成为：40%复合香、20%浓香、40%清香基酒比例，纯粮酿造 0 添加，且基酒经过 3 年以上的恒温贮存，勾调时复合清有机融合，并接受了 3600 名消费者的品味建议。对比玻汾，头号种子在香型、口味上存在差异。头号种子满足了新生代消费者纯净无杂味、口味够独特、喝时醉得慢、饮后醒得快的品质需求。

从价格上看，头号种子定价 68 元/500ml（高度、低度同价），避开了激烈竞争的 10-30 元赛道，选择了高线光瓶赛道。头号种子在价格上比江小白便宜（江小白 15 元/100ml），且考虑头号种子在推广初期会伴随扫码红包（1.8-88 元不等）、抽奖游戏、送菜等活动，预计最终到手成本与玻汾、光良相差较小。

从包装、定位上看，头号种子定位年轻人的光瓶潮饮，采用了独特的三角器型，代表着有锐度的年轻品格、敢冒尖的向上力量和打破边界的玩家精神，充满健康向上的寓意。色彩选择富含生机并引人注目的马尔斯绿，满足年轻人对潮饮美感的偏好，与玻汾、绿西凤、尖庄等传统高线光瓶酒存在差异。头号种子与江小白定位相近，江小白自 2012 年推出后，凭借走心文案走红连续 6 年翻倍增长，到 2019 年规模近 30 亿，但 2020 年后发展进入停滞期。头号种子对比江小白历史积淀更深厚，但相对缺乏互联网基因，想通过文案、IP 成为网红爆款有一定难度，预计需要更长、更扎实的培育周期。



图表34：头号种子扫码抽奖活动



图表35：头号种子定位为年轻人的光瓶潮饮



来源：公司公众号，国金证券研究所

来源：头号种子新品发布会，国金证券研究所

图表36：主要光瓶酒酿造方式对比

	香型	酿造时间	酿造方法	产地	酿造工艺
头号种子	柔和香型	所有基酒均采用3年以上恒温贮存	固态法	安徽阜阳（拥有距今500多年的黄淮区域最大规模的石板泥窖群）	40%馥合香+20%浓香+40%清香基酒比例勾调而成
江小白	小曲清香型	7-30天	固态法	重庆江津白沙镇	从传统川法小曲清香酿造，到单纯酿造法，再到本味酿造法
玻汾	大曲清香型	28天左右	固态法	山西汾阳杏花村	“清蒸二次清”工艺，自始至终都在缸内发酵不接触泥土，保证酒香纯粹
牛栏山	麸曲清香型	4-5天	固液法	北京顺义、河北廊坊、四川成都	独特的原料、水源、发酵工艺和勾调工艺
老村长	浓香型	—	固液法	黑龙江	发酵和蒸馏采用自然流程
光良	浓香型	45-90天（按比例加3年粮食基酒）	固态法	四川成都	纯粮固态酿造，采用多次蒸馏，使得酒体更饱满

来源：各公司官网，国金证券研究所

3.5 渠道优势：刚性价格、不压货，解决白酒历史三大顽疾

白酒行业存在3大顽疾：价格倒挂、渠道压货大和厂商关系紧张，头号种子试图解决。啤酒由于保质期短、周转快，常具备更强的渠道管理能力、供应链数字化水平；头号种子有望借助华润啤酒的禀赋建立比传统白酒更理性的渠道关系。

- 1) 价格倒挂：白酒价格倒挂的原因在于：①外部环境恶化、渠道压力加重，为应对资金压力低价甩货变现；②公司为了完成全年业绩考核目标，导致供大于求；③全国近300万家烟酒店，经营多个品牌，布局分散、管理难度不小。而安徽省内餐饮店大量被华润啤酒掌控，头号种子优先进入餐饮店、暂时不进入流通店；只有当餐饮端培育好、形成稳定价格认知后，再逐步切入流通端（流通端也存在像玻汾这样能顺价的光瓶酒单品）。此外，头号种子坚持长期主义，不压货、供需平衡，对终端价、终端进价和发票价的三价齐管，确保了价格的刚性。
- 2) 渠道压货：数字化系统下，对经销商进行安全库存管理，以终端实际动销来考核业绩，杜绝销售人员压库存来完成业绩。
- 3) 厂商关系紧张：选择合适伙伴，诚以安商、信以大商、赋能强商。择优选择具备餐饮渠道、专业团队的经销商，能执行服务终端的标准化动作，能认同光瓶酒发展理念。厂商负责打造样板街区和餐饮店，让消费者体验红包、IP联合、互动游戏、飞行队等白酒新玩法，费用直接投向终端。

3.6 目前进度：已覆盖万家餐饮终端，静待旺季打造样板店

华润雪花在全国拥有13266家经销商，其中8557家没有销售白酒；安徽省有3676家经销商，其中1868家没有销售白酒。华润雪花在全国深度合作的餐饮终端有230万家，其



中适合做头号种子的有 223 万家；环安徽（安徽、江苏、河南、江西、上海）有 69 万家终端，其中 67 万家是头号种子的目标终端。

截至 5 月底，头号种子覆盖经销商 129 家、餐饮终端 1.3 万家，存在较大拓展空间。我们认为，公司坚持长期主义，并没有在消费者不具备认知时大范围铺货，导致销售人员促销动作跟不上、库存高企、厂商关系恶化；而是优先选择最契合的核心餐饮店进行铺货，匹配人员落地精细化动作，凭借高品质、高性价比获得年轻消费者的认可，形成样板店，再逐步拓展到更多街区、片区。当消费者认知充分、消费氛围形成后，再考虑进入流通端，产生自然动销（预计时间点将在来年春节）。目前啤白融合在销售人员层面还有较大空间，夏季是啤酒旺季、白酒淡季，预计真实效果有待 Q4 及之后观察。

图表 37：华润啤酒经销商及终端数量

	经销商（家）			餐饮终端（万家）		
	华润合计	未销售白酒	占比	华润深度合作	适合头号种子	占比
华润-全国	13266	8557	65%	230	223	97%
华润-环安徽	3676	1868	22%	69	67	97%
头号种子（截至 5 月底）	129			1.3		

来源：公司公告，国金证券研究所

四、稳住底盘产品，战略性布局馥合香

4.1 馥合香：产品全面升级，渠道利润丰厚，团购资源赋能

馥合香产品于 2020 年推出，21 年销售收入达到 1.17 亿元。

1、产品上看：

白酒常用“千年老窖万年糟”来赞美品质，金种子酒拥有距今 500 多年的 7 口明代古窖池，是黄淮区域最大规模的石板泥窖群，业内有“中原第一窖”之美誉，是产酒品质的保障。金种子的酿造工艺吸纳了浓酱芝三种工艺之长，通过六粮酿造、三曲共酵、一步成香，奠定了一口三香（芝头、浓韵、酱尾）的基础。

鑫系列是金种子 2020 年推出的产品，在此基础上馥系列在 2023 年 4 月底焕新。馥合香系列在产品名称、包装、价位、品质和服务上均有改变，名称采用馥+数字的形式（谐音富、阜，名字更好读易懂），价格带进一步下沉至 100-200 元（低于鑫 9），酒体升级后更柔雅协调，包装创意融合了阜阳非遗柳叶编，并采用丰收黄、岁月金、福气棕的东方美学配色。

图表 38：馥合香新老产品的区别

升级	老品	新品
名称焕新	“鑫”	“馥”
包装焕新		
价位焕新	鑫 9/鑫 15/鑫 20 定价 368/468/698 元	馥 7/馥 9/馥 20 定价 188/368/888 元
品质焕新	进行工艺、酒体、风味物质特征三重升级（馥 7/馥 9/馥 20 平均酒龄 5/6/8 年以上） 酒体更柔雅、更醇和，“浓芝酱”更协调	
服务焕新	搭建馥合香数字化营销平台，链接企业和商家，赋能终端和消费者 实现产品在线化、活动在线化、渠道在线化、用户在线化	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：馥合香酿造工艺

六粮酿造	高粱、大麦、小麦、大米、糯米、豌豆
515 年历史沉淀	窖泥中稀有的微生物菌群均源自 516 年历史沉淀的明代古窖池
470 多米深层矿泉	酿造用水取自地下 470 多米深层矿泉
3 曲共酵	融“中温大曲、高温大曲、强化复合曲”三曲精粹
28 代薪火相传	手酿技艺，自明代大昇酒坊以来二十八代，口传身教，薪火相传



一步成香

自然发酵，一步成香，从原料到原酒一步成型，而非多种香型酒的调和

来源：官方微信公众号，国金证券研究所

2、渠道上看：

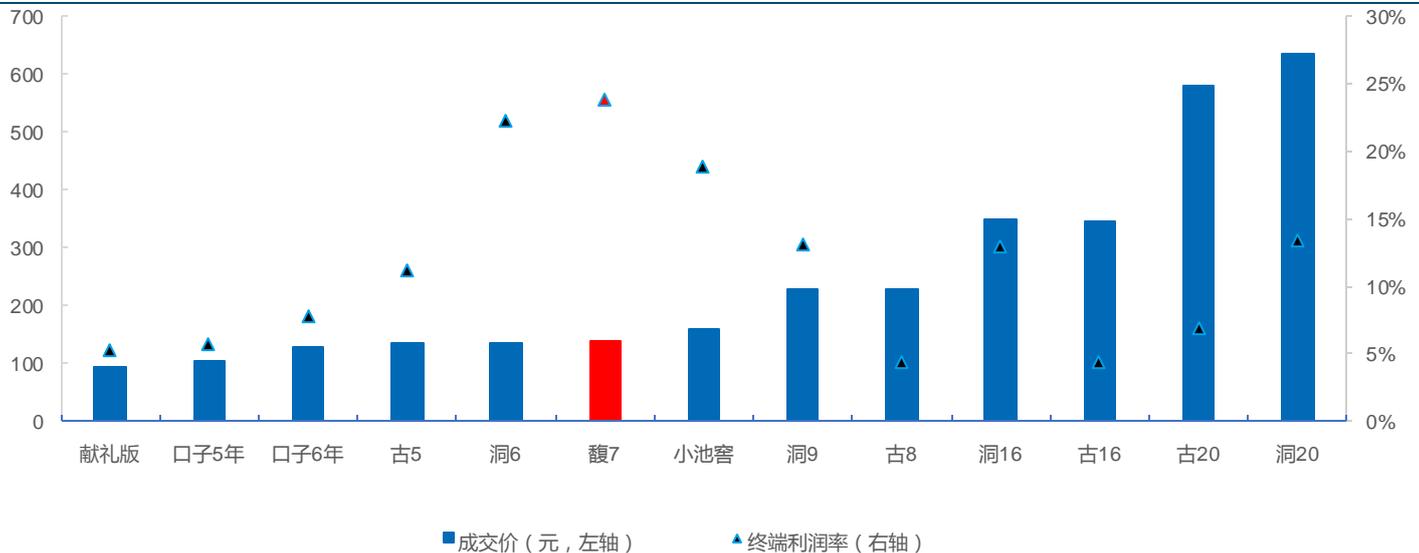
1) 启动百团千企万店计划，华润系赋能团购，拓展速度有望加快

百团是要求 2 月到 5 月底要完成 100 家团购商开发（目前团购商已过百），单个地级市实现 2-3 个、大县城也持续渗透；千企是指名酒进名企，目前已进入安徽省内华润系企业（华润置地、华润医药等），阜阳目标进入 600 家企业；万店指进入名烟名酒店、同庆楼之类的饭店等。

2) 对比洞藏，馥系列渠道利润领先、推力充足

馥合香在皖北主推馥 7、合肥及以南主推馥 9，品牌形象露出是馥 20。价格带主要集中在 100-300 的中高档，一定程度上避开了口子、古井费用重点倾斜的价格带 200 元以上。从渠道利润率看，馥 7 经销商利润 15 元（利润率 15-20%）、烟酒店 33 元（利润率在 20% 多），均高于洞 6，具备强渠道推力保障。公司采用数字化系统做好库存监测，保持渠道良性。

图表 40：徽酒终端利润率对比



来源：今日酒价，京东旗舰店，国金证券研究所，注：终端利润率=(成交价-批价)/批价

3、品牌上看：馥香馆、品鉴会、回厂游全面提升影响力

- 馥香馆：2020 年 12 月 28 日，天韵集团与金种子正式启动战略合作，打造了多家以核心地级市为基础的馥合香品牌形象体验馆。未来将让厂商共建体验道场，做到轻装修、重内容、强运营，持续做好消费者培育的阵地。
- 品鉴会+回厂游+赞助活动：建立三级品鉴会，聚焦不同消费场景和目标人群；提出万人回厂游规划，回厂游不再是少数人的附加权益，而是厂区沉浸式体验，通过景点化、互动化、沉浸化、数智化的厂区体验向公众展现金种子的品质价值与品牌故事；聚焦名酒进名企，实现赞助活动的创新化和精细化。
- 中国力量评选：23 年联合凤凰网打造中国力量 IP，深度参与中国力量年度人物评选的线上线下全过程。

4.2 底盘产品：提升网点覆盖率，期待柔和种子复兴

柔和种子于 2005 年推出，曾是年销售过亿瓶的大单品，鼎盛时期在 2012 年。柔和主要场景包括农村红白喜事、春节走亲访友送礼，需求基本盘扎实，春节受益于返乡潮。未来柔和将换包装升级，价格修复至 50-60 元。其他底盘产品包括：祥和目前 40 元一瓶，未来会挺价到 50；柔和大师于 2021 年推出，价格是 90-120 元，21 年体量在 0.68 亿元；金种子 6 年个别市场有，价格是 80-100 元。

安徽百元以下白酒市场规模在百亿，剔除光瓶酒 40-50 亿，金种子底盘产品份额不足 10%。底盘产品未来的拓展方式是：1) 提升终端网点的能见度，终端网点数量已从 22 年 7 月



底的 4.7 万个提升至 23 年 5 月底的 14 万个，23 年目标做到 17 万个。2) 改善价值链、厂商关系，包括提升费用兑付效率、库存管理水平。

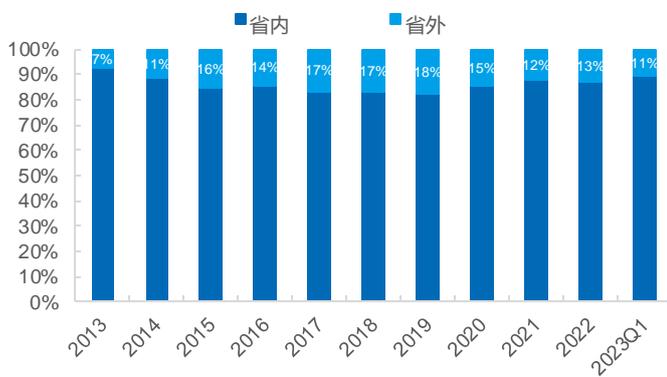
4.3 分区域看：阜阳、合肥是重点，环安徽四省一市打开空间

华润入驻后，梳理调整经销商，2022 年省内经销商大幅减少 60% 以上，23Q1 省内、省外经销商增加 36、30 家（幅度为 17%、37%），带动 23Q1 省内、省外白酒收入增速为 26%、17%。

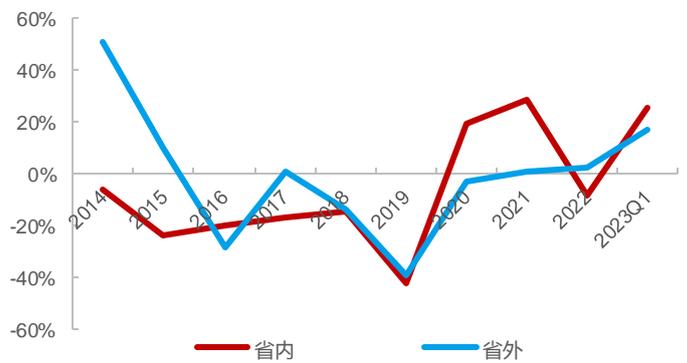
省内：合肥、阜阳是安徽省内排名前二的白酒市场，合肥规模约 70 亿元，阜阳规模约 50 亿元。金种子在合肥规模回落到几千万（曾经过亿），在阜阳规模 1 亿多（市场份额小个体数），均有广阔的渗透空间。安徽省以市县为单位进行渠道拓展，啤白融合补强。

省外：省外收入占比在 10-15%，未来将主要聚焦环安徽四省一市，包括江苏、浙江、河南豫东四地+江西九江，渠道拓展的方式以啤白融合为主，其次是发展竞品优质商家。

图表41：金种子白酒业务省内外占比



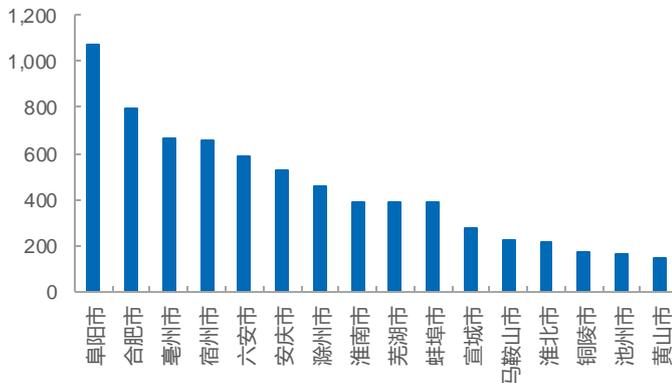
图表42：金种子白酒业务省内外增速



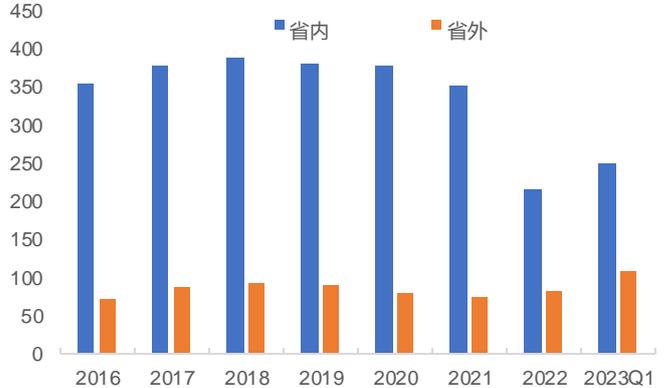
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表43：2021年安徽各地级市人口（万人）



图表44：金种子省内外经销商数量（家）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

五、盈利预测

5.1 收入拆分

安徽白酒整体保持双位数的扩容速度，金种子中长期目标重新进入安徽白酒第一梯队，对标22年口子窖、迎驾省内规模约40-50亿元，预计公司22-25年收入复合增速为53%。

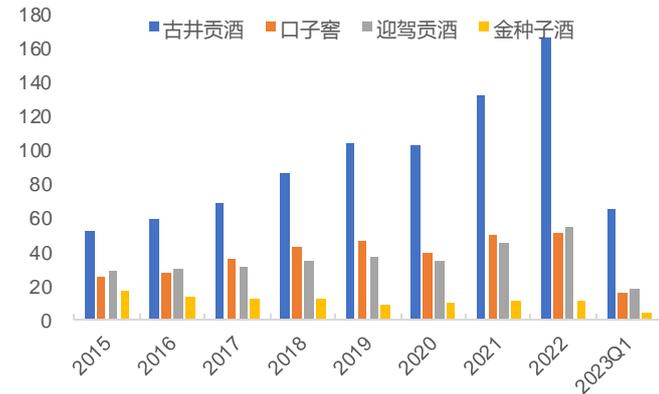
分业务看：

- 1) 中高档白酒：①50-100元：重点看柔和大师、年份等底盘产品终端覆盖率提升（21年柔和大师0.68亿），23年目标终端数量是22年7月底的3-4倍，未来仍有覆盖空间。预计22-25年复合增速55-60%，吨价因为挺价而提升，预计25年占白酒业务收入的20-25%。②100元以上：重点看馥合香大单品的培育（21年馥合香体量1+亿），但需要一定时间，低基数下预计22-25年复合增速70%+（22年洞6、洞9规模5-10亿），预计25年占白酒业务收入的10-15%。预计吨价23年因推出更具有性价比的馥7而下行，24-25年稳中有升。

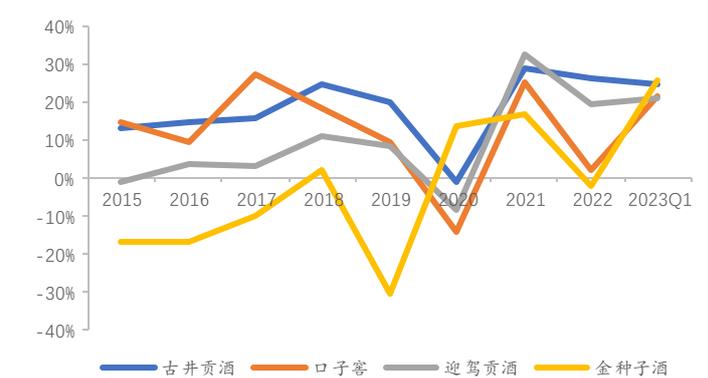


- 2) 普通白酒：①柔和、祥和等底盘产品受益于网点扩张（从22年7月底的4.7万家增长到23年规划的17万家；25年之前能实现覆盖23万家，是22年7月底的5倍），省内金银星规模为15-20亿，预计23年增速在50%以上，22-25年复合增速约50%+。柔和占比将提升，且预计价盘将持续梳理期（成交价涨幅在两位数），预计吨价将稳步提升。②头号种子23年首月铺市规模在1-2千万，未来终端覆盖率尽快提升（牛栏山省内体量在10亿左右），翻倍增长可期。预计普通白酒整体22-25年复合增速为80%+，占比接近65%。
- 3) 药业：预计未来几年维持相对稳定，复合中位数增长，预计22-25年收入占比从40%降低至14%。

图表45：徽酒营业收入对比（亿元）



图表46：徽酒营业收入增速对比



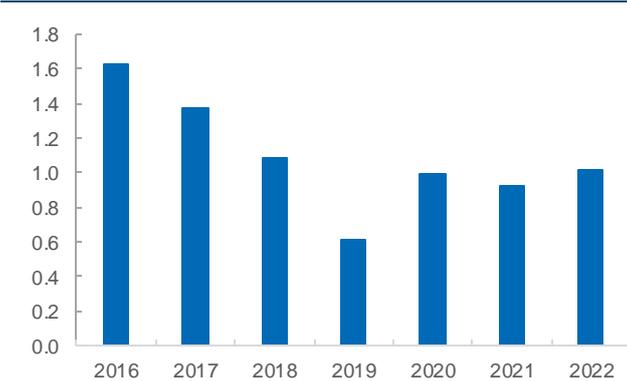
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

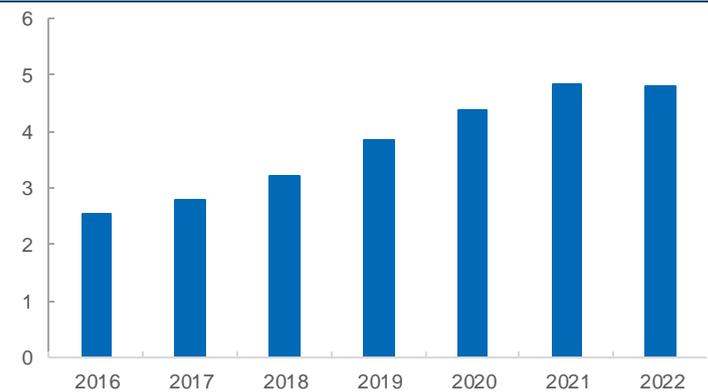
产能匹配：公司曾在2010年、2017年定增扩产（2017年募投项目延期至2025年底）；金种子白酒生态酿造科研基地2016年建成投产；金种子生态文化园于2013年动工，2019年投入使用，拥有年产优质曲酒1.5万吨、5万吨优质原酒恒温窖藏能力。

公司当前共有成品酒产能4万吨，近几年实际产能在1万吨左右，产能利用率为25%；原酒产能2万多吨，2021年底拥有1万吨浓香、1万吨清香、5000吨馥合香产能，22年公司启动生态科研酿酒基地二期工程项目（将新增优质原酒产能0.75万吨）。23年原酒产能已打满，考虑原酒到成品酒需要勾调，且有基酒储备（22年基酒储存4.8万吨），产能供应充足。

图表47：金种子历年实际产能（万千升）



图表48：金种子历年基酒储存（万千升）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所



图表49：金种子收入及毛利拆分

	按产品档次拆分						
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入总计 (亿元)	9.14	10.38	12.11	11.86	19.26	28.93	42.13
yoy		13.55%	16.70%	-2.11%	62.43%	50.19%	45.64%
营业成本 (亿元)	5.68	7.50	8.62	8.72	12.25	16.47	21.94
毛利率	37.87%	27.72%	28.80%	26.45%	36.40%	43.07%	47.93%
白酒业务							
收入 (亿元)	5.11	5.92	7.38	6.85	13.92	23.26	36.12
yoy		15.73%	24.75%	-7.23%	103.35%	67.04%	55.28%
销量合计 (万千升)	0.59	1.03	0.89	1.02	2.04	3.25	4.90
yoy		73.55%	-13.53%	14.28%	99.96%	59.15%	51.06%
整体吨价(万元/千升)	8.59	5.73	8.27	6.71	6.83	7.16	7.36
yoy		-33.32%	44.28%	-18.83%	1.70%	4.96%	2.79%
整体吨成本(万元/千升)	3.67	3.32	4.79	4.11	3.65	3.50	3.37
yoy		-9.47%	44.19%	-14.28%	-11.09%	-4.02%	-3.72%
毛利率	57.29%	42.02%	42.06%	38.81%	46.51%	51.08%	54.18%
制药业务							
收入 (亿元)	3.90	4.32	4.58	4.83	5.12	5.42	5.75
yoy		10.81%	6.13%	5.34%	6%	6%	6%
毛利率	11.40%	6.95%	6.94%	7.81%	8%	8%	8%
其他业务							
收入 (亿元)	0.13	0.14	0.15	0.18	0.22	0.24	0.26
yoy		9.92%	3.06%	22.78%	19.52%	11.02%	7.54%
毛利率	67.23%	63.13%	44.31%	55.21%	57%	59%	62%
中高档白酒 (50元/斤以上)							
收入 (亿元)	3.82	2.59	3.43	3.00	5.03	8.32	12.73
yoy		-32.16%	32.34%	-12.50%	67.87%	65.35%	52.97%
收入占比 (白酒业务)	74.67%	43.77%	46.43%	43.80%	36.15%	35.79%	35.26%
销量(万千升)	0.31	0.27	0.22	0.23	0.39	0.60	0.89
yoy		-11.81%	-17.33%	4.13%	66.14%	55.54%	46.92%
销量占比	51.70%	26.27%	25.11%	22.88%	19.01%	18.58%	18.07%
吨价(万元/千升)	12.41	9.55	15.29	12.84	12.98	13.80	14.37
yoy		-23.07%	60.09%	-15.97%	1.04%	6.31%	4.12%
吨成本 (万元/千升)	4.48	4.47	7.37	6.13	5.45	5.24	5.06
yoy		-0.18%	64.81%	-16.81%	-11.07%	-3.82%	-3.55%
毛利率	63.92%	53.18%	51.80%	52.28%	58%	62%	65%
100元/斤以上白酒 (馥合香、醉三秋等)							
收入 (亿元)	0.53	0.06	0.97	0.89	1.43	2.70	4.58
yoy		-88.28%	1449.73%	-8.00%	60.00%	89.00%	69.95%
收入占比 (白酒业务)	10.44%	1.06%	13.13%	13.02%	10.24%	11.59%	12.69%
销量(万千升)	0.02	0.00	0.04	0.04	0.07	0.13	0.21
yoy		-92.61%	2495.33%	-8%	100%	80%	65%
销量占比	3.41%	0.15%	4.36%	3.51%	3.51%	3.97%	4.34%
吨价(万元/千升)	26.28	41.69	24.89	24.89	19.91	20.91	21.54
yoy		58.61%	-40.29%	0%	-20%	5%	3%
50-100元/斤白酒 (徽蕴系列、柔和大师等)							
收入 (亿元)	3.28	2.53	2.46	2.11	3.61	5.63	8.15
yoy		-23.04%	-2.73%	-14.27%	71.20%	56.00%	44.84%
收入占比 (白酒业务)	64.23%	42.71%	33.30%	30.78%	25.91%	24.20%	22.57%
销量(万千升)	0.29	0.27	0.19	0.20	0.32	0.47	0.67
yoy		-6.10%	-31.31%	6.68%	60%	50%	42%
销量占比	48.28%	26.12%	20.75%	2.42%	30.03%	386.30%	5061.09%
吨价(万元/千升)	11.43	9.37	13.27	10.66	11.41	11.86	12.10
yoy		-18.04%	41.60%	-19.64%	7%	4%	2%
普通白酒 (50元/斤以下, 头号种子、柔和、祥和、颍州佳酿等)							
收入 (亿元)	1.30	3.33	3.95	3.85	8.89	14.94	23.38
yoy		156.87%	18.85%	-2.67%	131.00%	68.00%	56.56%
收入占比 (白酒业务)	25.33%	56.23%	53.57%	56.20%	63.85%	64.21%	64.74%
销量(万千升)	0.29	0.76	0.67	0.79	1.65	2.64	4.02
yoy		164.91%	-12.18%	17.69%	110%	60%	52%
销量占比	48.30%	73.73%	74.89%	77.12%	80.99%	81.42%	81.93%
吨价(万元/千升)	4.51	4.37	5.91	4.89	5.38	5.65	5.82
yoy		-3.04%	35.33%	-17.30%	10%	5%	3%
吨成本 (万元/千升)	2.81	2.91	3.93	3.51	3.23	3.11	3.00
yoy		3.87%	34.76%	-10.71%	-7.92%	-3.75%	-3.37%
毛利率	37.76%	33.33%	33.61%	28.32%	40%	45%	48%

来源：公司公告，国金证券研究所，注：标黄部分为预测值

5.2 盈利预测及估值

毛利率：高毛利率的白酒业务占比提升，产品升级提价，生产、采购效益也得到优化，规模效应有望持续显现。23年1-5月单瓶生产成本下降幅度已超15%，预计22-25年毛利率累计改善22pct，其中白酒业务毛利率累计改善16pct到接近55%（毛利率迎驾普通白酒为50-55%、玻汾为50-60%、牛栏山10-50元价格带为50%+）。



销售费用率：公司销售费率水平与地产酒同行存在差异，或受药业业务影响。预计未来白酒业务销售费率将逐步回归到同行 15-20% 的平均水平，规模效应也能带来摊销。

管理费率：基中高层人员调整基本结束，预计几年管理费用保持相对稳定，管理费率受益于规模效应持续降低，3 年累计优化一半以上至 4%（对标苏酒、徽酒龙头水平）。

公司已披露半年度业绩预告，23H1 实现归母净利亏损 0.32-0.48 亿，扣非净利亏损 0.37-0.53 亿；23Q2 归母净利为 -0.07 到 0.09 亿（22Q2 亏损 0.43 亿），扣非净利为 -0.10 到 0.06 亿（22Q2 亏损 0.46 亿）。

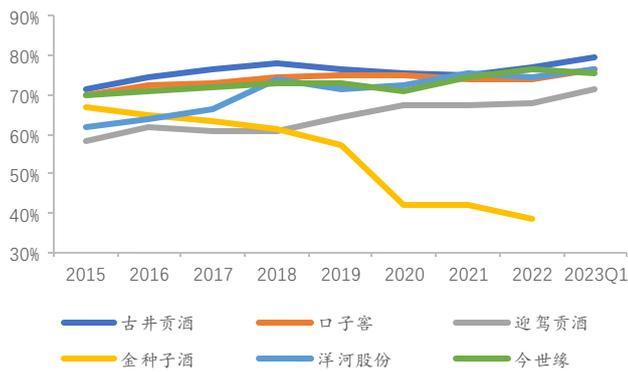
23Q1 收入+25.5%，利润端受费用计提确认而拖累。根据业绩预告，我们预计 Q2 利润端实现减亏扭亏、收入端高两位数增长，环比改善趋势明显。预计 23-25 年营收同比 +62%/50%/46%，归母净利分别为 0.81/2.71/5.96 亿元，对应 25 年净利率约 14%（净利率玻汾双位数、牛栏山在 18、19 年为 10-15%），对应 EPS 0.12/0.41/0.91 元。由于公司具备较强成长弹性（22-25 年收入复合+53%），且头号种子具备全国化预期（千亿光瓶酒市场），我们采用 PEG 估值法，选取古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、洋河股份、今世缘 5 家作为估值参考，可比公司 21-22 年 PE 均值为 36/29X，23-25 年预测 PE 均值分别为 23/18/15X，25 年预测 PEG 均值为 0.66X。我们给予 25 年 0.66XPEG（G 用收入复合增速代替，对应目标 PE 为 35X），目标市值约 207 亿元，目标价 31.53 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 50：可比公司估值表

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE					复合增速		PEG
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E	22-25年收入	22-25年eps	
000596.SZ	古井贡酒	248.00	4.45	5.95	8.04	10.19	12.74	54	44	31	24	19	20%	29%	0.67
603589.SH	口子窖	53.69	2.88	2.58	3.12	3.69	4.28	23	22	17	15	13	16%	18%	0.68
603198.SH	迎驾贡酒	64.90	1.73	2.13	2.69	3.32	4.02	39	29	24	20	16	20%	24%	0.69
002304.SZ	洋河股份	135.08	5.01	6.23	7.52	8.95	10.50	31	25	18	15	13	17%	19%	0.68
603369.SH	今世缘	56.27	1.62	2.01	2.51	3.13	3.87	33	25	22	18	15	25%	24%	0.59
	中位数							33	25	22	18	15			0.68
	平均值							36	29	23	18	15			0.66
600199	金种子酒	25.37	-0.25	-0.28	0.12	0.41	0.91	NA	NA	203	61	28	53%	NA	0.5

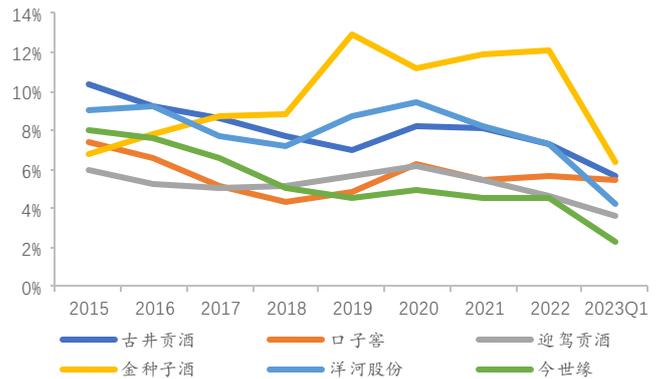
来源：wind，国金证券研究所，注：除金种子外均来自 wind 一致预期，股价截至 7 月 14 日；金种子 PEG 为 25 年 PE/收入复合增速；21-22 年估值采用当年收盘价计算

图表 51：地产酒毛利率对比



来源：Wind，国金证券研究所，注：金种子为白酒业务毛利率

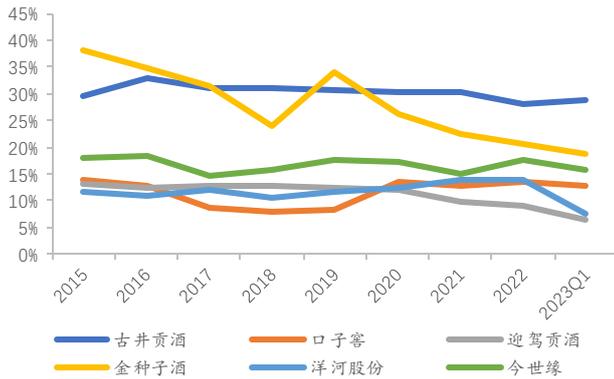
图表 52：地产酒管理费率对比



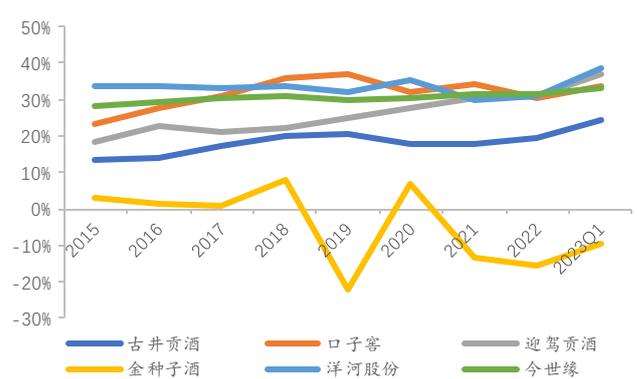
来源：Wind，国金证券研究所



图表53: 地产酒销售费用率对比



图表54: 地产酒净利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

六、风险提示

头号种子培育不及预期——如前文所述，我们认为，头号种子的成功的关键在于：1) 金种子销售人员落地执行力到位；2) 年轻人对产品的接受程度；3) 与渠道、终端保持良好关系（不压货、刚性价格）。倘若未来销售人员落地动作缓慢、年轻群体口味偏好发生转变、为追求业绩而过度压货并做崩价盘，将会影响头号种子的培育效果，乃至影响到啤白融合的进度。

区域市场竞争加剧风险——徽酒各家都在改革，1) 口子窖 22 年引入麦肯锡咨询，23 年推出股权激励、焕新兼系列，积极改革大商制；2) 古井贡酒集团层面推出股权激励，覆盖 700 多位员工，随量费用模式改变为重规划；3) 迎驾洞藏系列起势、洞 16、洞 20 收归公司直营。假设未来竞品在省内阜阳、合肥等重点市场的竞争策略改变（如：加大光瓶酒、百元以下、100-200 元产品费用投放，推新与金种子正面对抗），竞争格局将恶化，会制约头号种子、柔和等产品做大做强。

食品安全风险——若同行或公司自身在生产过程中出现质量管理疏漏，进而出现食品安全问题，酒类全行业的需求将会受到负面影响。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	1,038	1,211	1,186	1,926	2,893	4,213	货币资金	1,013	888	511	420	468	539	
增长率		16.7%	-2.1%	62.4%	50.2%	45.6%	应收款项	158	225	227	337	506	740	
主营业务成本	-750	-862	-872	-1,216	-1,628	-2,177	存货	969	1,342	1,329	1,598	2,005	2,503	
%销售收入	72.3%	71.2%	73.6%	63.1%	56.3%	51.7%	其他流动资产	371	163	48	54	68	84	
毛利	288	349	314	710	1,265	2,036	流动资产	2,511	2,617	2,114	2,409	3,046	3,865	
%销售收入	27.7%	28.8%	26.4%	36.9%	43.7%	48.3%	%总资产	65.1%	67.7%	62.3%	65.2%	70.3%	75.1%	
营业税金及附加	-119	-137	-126	-204	-307	-447	长期投资	340	217	215	205	195	185	
%销售收入	11.5%	11.3%	10.7%	10.6%	10.6%	10.6%	固定资产	742	763	810	827	838	843	
销售费用	-270	-273	-244	-291	-417	-602	%总资产	19.2%	19.7%	23.9%	22.4%	19.3%	16.4%	
%销售收入	26.0%	22.6%	20.6%	15.1%	14.4%	14.3%	无形资产	259	262	252	252	252	252	
管理费用	-108	-114	-118	-135	-159	-169	非流动资产	1,347	1,248	1,281	1,288	1,288	1,284	
%销售收入	10.4%	9.4%	10.0%	7.0%	5.5%	4.0%	%总资产	34.9%	32.3%	37.7%	34.8%	29.7%	24.9%	
研发费用	-9	-30	-25	-35	-43	-42	资产总计	3,858	3,866	3,395	3,697	4,335	5,148	
%销售收入	0.9%	2.5%	2.1%	1.8%	1.5%	1.0%	短期借款	0	0	29	172	375	514	
息税前利润 (EBIT)	-218	-206	-200	45	339	776	应付款项	571	767	441	552	644	797	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	2.4%	11.7%	18.4%	其他流动负债	216	184	203	226	405	569	
财务费用	27	23	15	8	0	-5	流动负债	787	952	673	950	1,424	1,879	
%销售收入	-2.6%	-1.9%	-1.3%	-0.4%	0.0%	0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-5	-13	-2	-2	0	0	其他长期负债	169	170	166	166	166	166	
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0	负债	956	1,122	840	1,116	1,590	2,046	
投资收益	5	10	2	4	4	6	普通股股东权益	2,894	2,735	2,545	2,570	2,733	3,090	
%税前利润	11.5%	-5.8%	-1.4%	4.8%	1.2%	0.8%	其中：股本	658	658	658	658	658	658	
营业利润	38	-168	-172	70	359	791	未分配利润	819	669	482	531	694	1,051	
营业利润率	3.7%	n.a	n.a	3.6%	12.4%	18.8%	少数股东权益	8	9	10	11	12	13	
营业外收支	7	4	6	3	5	4	负债股东权益合计	3,858	3,866	3,395	3,697	4,335	5,148	
税前利润	45	-163	-166	73	363	795	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	4.3%	n.a	n.a	3.8%	12.6%	18.9%	每股指标							
所得税	26	-2	-20	9	-91	-199	每股收益	0.106	-0.253	-0.284	0.123	0.413	0.905	
所得税率	-57.4%	n.a	n.a	-12.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	4.400	4.158	3.869	3.907	4.154	4.697	
净利润	71	-165	-186	82	272	597	每股经营现金净流	-0.244	-0.693	-0.702	-0.197	0.000	0.331	
少数股东损益	1	1	1	1	1	1	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.049	0.165	0.362	
归属于母公司的净利润	69	-166	-187	81	271	596	回报率							
净利率	6.7%	n.a	n.a	4.2%	9.4%	14.1%	净资产收益率	2.40%	-6.08%	-7.35%	3.16%	9.93%	19.27%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.80%	-4.30%	-5.51%	2.19%	6.26%	11.57%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	-11.69%	-7.52%	-8.56%	1.83%	8.09%	15.97%	
净利润	71	-165	-186	82	272	597	增长率							
少数股东损益	1	1	1	1	1	1	主营业务收入增长率	13.55%	16.70%	-2.11%	62.43%	50.19%	45.64%	
非现金支出	50	61	53	45	45	45	EBIT 增长率	21.02%	-5.73%	-2.69%	-122.72%	647.07%	128.67%	
非经营收益	-271	-34	-15	-3	2	8	净利润增长率	-133.94%	-339.76%	12.45%	N/A	234.47%	119.49%	
营运资金变动	-9	-318	-314	-253	-319	-432	总资产增长率	5.87%	0.20%	-12.19%	8.90%	17.26%	18.78%	
经营活动现金净流	-160	-456	-462	-129	0	218	资产管理能力							
资本开支	138	-63	-68	-57	-50	-46	应收账款周转天数	26.0	35.1	34.4	34.2	34.1	34.5	
投资	-270	361	102	10	10	10	存货周转天数	439.6	489.0	558.8	480.0	450.0	420.0	
其他	170	33	19	4	4	6	应付账款周转天数	164.5	191.0	176.0	120.0	100.0	90.0	
投资活动现金净流	38	330	52	-43	-36	-30	固定资产周转天数	211.8	192.9	197.2	115.1	72.9	47.9	
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	0	0	29	143	203	139	净负债/股东权益	-46.68%	-36.09%	-18.85%	-9.64%	-3.40%	-0.81%	
其他	-7	-25	43	-60	-119	-256	EBIT 利息保障倍数	8.2	8.9	13.3	-6.0	-1,929.9	149.7	
筹资活动现金净流	-7	-25	72	82	84	-117	资产负债率	24.78%	29.02%	24.74%	30.19%	36.69%	39.74%	
现金净流量	-130	-151	-338	-90	48	71								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究