



Research and
Development Center

华润行稳致远，金种子未来可期

—金种子酒(600199)公司深度报告

2023年08月18日

马铮 食品饮料首席分析师

S1500520110001

13392190215

mazheng@cindasc.com

满静雅 食品饮料分析师

S1500523080004

15026413613

manjingya@cindasc.com

相关研究

1. 二季度明显改善，改革提速有望提振业绩
2. 趋势向上，逐季改善
3. 金种子 2022Q3 点评：内部理顺，赋能成长

证券研究报告

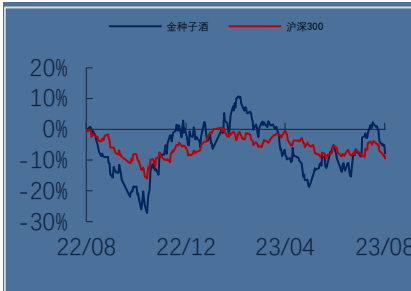
公司研究

公司深度报告

金种子酒 (600199)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**



资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	25.26
52 周内股价波动区间 (元)	30.34-19.95
最近一月涨跌幅 (%)	-0.04
总股本 (亿股)	6.58
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	166.16

资料来源: wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

华润行稳致远，金种子未来可期

2023 年 08 月 18 日

本期内容提要:

◆**盈利预测及投资建议:**维持“买入”评级，维持预测公司 2023-2025 年 EPS 为 0.16/0.52/1.03 元、增速 155/233/99%。

◆**华润具备资金/管理/产业优势，立足长远发力白酒业务。**1) 白酒行业技术变革及创新节奏较为缓慢，依赖品牌价值的提升逐步沉淀，因此稳健的组织架构尤为重要。华润/中粮/复星作为大资金的代表均布局白酒行业，对比过往改革，我们认为具备实力的资金主体能立足长远，不过度依赖于白酒从而实现稳健发展。2) 华润 85 年的发展历程、啤酒行业从零到行业第一的经验证明其自我变革和突破的能力，力图“打造一个全国性高端品牌，做大一个全国高线光瓶酒品牌，做成 N 个高价值的区域品牌”，2025 年目标过百亿。

◆**公司具备地产名酒基因，受益徽酒次高端升级、高线光瓶酒错位竞争。**1) 金种子酒在三十余年发展过程中沉淀的优质禀赋（地产名酒基因、基酒资源充足、特殊香型）能够支撑其再度创造辉煌。2) 安徽省经济发展速度高于全国平均水平，白酒市场规模约 330 亿位居全国前列。目前安徽主流价格带约 220-300 元，我们认为随着经济发展和人口结构变化，次高端有望实现扩容。徽酒品牌力相对不强，更加依赖渠道，目前古井贡酒一马当先，与迎驾贡酒、口子窖拉开差距，金种子因历史问题贻误发展时机十多年，目前正呈现加速追赶态势。3) 光瓶酒市场增速 CAGR+14% 高于行业，CR3 约 25% 有提升空间。省内多为全国名酒和非上市地产酒，形成错位竞争。

◆**“头号种子”具全国性大单品潜质，馥合香有望成为中长期利润重要来源。**1) 头号种子：目前 60 元以上光瓶酒暂无标杆性产品，与全国化名酒、徽酒均形成错位竞争；光瓶酒具快消品属性，其渠道与啤酒终端重合率约 90%，华润全国 1 万多家经销商、200 多万家餐饮终端助力；兼具品牌/渠道优势。2) 馥合香系列发力中高端/次高端市场，竞争较为激烈，需依靠渠道深度分销激励团队形成推力，同时加大品牌投入提升溢价能力。仅阜阳/合肥占据安徽 30% 市场规模，阜阳基地市场具备市场资源/品牌优势，公司可以通过打造标杆市场快速复制，有望逐步扩展安徽省内，进而走向全国。

◆**股价催化剂：内部改革加速、渠道推广提速**

◆**风险因素：产品培育缓慢、啤白融合不及预期、业绩恢复不及预期**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,211	1,186	1,928	3,295	4,813
增长率 YoY %	16.7%	-2.1%	62.6%	70.9%	46.1%
归属母公司净利润 (百万元)	-166	-187	103	342	678
增长率 YoY%	-339.8%	-12.4%	154.8%	233.1%	98.5%
毛利率%	28.8%	26.4%	39.7%	46.8%	50.4%
净资产收益率 ROE%	-6.1%	-7.4%	3.9%	11.7%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	-0.25	-0.28	0.16	0.52	1.03
市盈率 P/E(倍)	—	—	161.96	48.62	24.49
市净率 P/B(倍)	4.07	6.91	6.28	5.68	4.74

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 18 日收盘价

目 录

1. 华润进军白酒是公司发展的需要	6
1.1. 白酒商业模式优于啤酒，具备更高的溢价能力.....	6
1.1.1. 稳健的组织架构是做好白酒的重要因素.....	9
1.1.2. 华润参股汾酒，进军白酒行业.....	9
1.1.3. 复星入主舍得，进行投资运营双轮动.....	11
1.1.4. 中粮入驻酒鬼酒，进行产业赋能.....	14
2. 华润具备跨行业发展的能力	15
2.1. 红色华润证明其自我革命与不断突破的能力.....	15
2.2. 华润啤酒成功经验或可应用于白酒.....	16
2.3. 华润具备资金、管理、产业优势.....	18
2.4. 华润酒业“1+1+N”策略，2025年目标过百亿.....	21
3. 公司受益于徽酒次高端升级、光瓶酒提速	22
3.1. 金种子具备地产名酒基因，特殊香型形成错位竞争.....	22
3.2. 徽酒次高端有望升级扩容，光瓶酒增速超越行业迎新机遇.....	24
3.2.1. 安徽经济发展提速，白酒市场规模居全国前列.....	24
3.2.2. 次高端有望升级扩容，“徽酒四杰”形成错位竞争.....	26
3.2.3. 光瓶酒增速超越行业，行业集中度仍有提升空间.....	27
4. 公司改革提速，坚持“做强底盘、做大馥合香”	29
4.1. 推进组织/品牌/产品重塑，高管增持提振公司发展信心.....	29
4.2. 底盘：“头号种子”具备成为全国性大单品的潜质.....	32
4.3. 馥合香：发力阜阳/合肥，打造标杆市场.....	35
5. 盈利预测	38
6. 风险因素	39

表 目 录

表 1：山西汾酒员工持股覆盖面较广.....	10
表 2：复星在酒业 2017 年开始逐步进军啤酒和白酒行业.....	12
表 3：华润集团旗下多个业务占据行业领先地位.....	19
表 4：2018 年起华润在白酒领域开启新一轮布局.....	21
表 5：安徽省内强势品牌竞争主流为中高端价格带.....	25
表 6：百元以下光瓶酒产品众多.....	28
表 7：华润系高管履历丰富.....	30
表 8：公司高管拟增持 320-420 万元.....	30
表 9：金种子产品品牌组合定位广泛.....	32
表 10：安徽光瓶酒产品梳理.....	33
表 11：2023-2025 年营业收入预测.....	39

图 目 录

图 1 我国白酒产量在 2016 年见顶.....	6
图 2 我国啤酒产量在 2013 年见顶.....	6
图 3 白酒企业固定资产占总资产比例较小.....	7
图 4 白酒企业固定资产周转率较高.....	7
图 5 白酒 CR5 提升至 2022 年的 43%（营收口径）.....	7
图 6 啤酒 CR5 稳定在 70% 左右（销量口径）.....	7
图 7 白酒 II（申万）销售毛、净利率显著上升.....	8
图 8 啤酒（申万）销售毛利率相对稳定.....	8
图 9 华润啤酒 2022 年 ROE 为 16.88%.....	8
图 10 贵州茅台 2022 年 ROE 为 32.41%.....	8
图 11 华润集团业务涵盖大消费等六大板块.....	10
图 12 山西汾酒改革后营收提速.....	11
图 13 山西汾酒改革后归母净利润提速.....	11
图 14 复星集团业务涵盖四大板块（截至 2022 年 12 月）.....	12
图 15 舍得营收 2021 年业绩显著提升.....	14
图 16 舍得归母净利润 2016 年后增速减缓.....	14
图 17 酒鬼酒改革后营收提速.....	15

图 18 酒鬼酒改革后归母净利润提速	15
图 19 华润 2000 年后两次“再造华润”奠定发展格局	15
图 20 1998-2000 年青啤销量增速明显高于润啤	17
图 21 1998-2000 年润啤的增长速度略慢于青啤	17
图 22 2003-2005 年雪花 Snow 销量增速远超整体	17
图 23 2001-2005 年华润啤酒销量 CAGR 为 28%	17
图 24 2015 年华润啤酒业务收入首次超过青啤	18
图 25 2006 年润啤销量成为行业第一	18
图 26 华润 6S 管理体系提升战略规划水平	20
图 27 华润 5C 财务管理体系完善价值创造完整循环	20
图 28 2020 年我国啤酒非现饮渠道电子商务达 5%	21
图 29 2020 年我国啤酒销售非现饮渠道超过 50%	21
图 30 金种子历经三十年浮沉	23
图 31 金种子拥有七口明代古窖池	24
图 32 金种子基酒储备充足	24
图 33 安徽省内固定资产投资相较全国更为活跃	25
图 34 安徽省白酒规模持续扩张	25
图 35 2021 年合肥、阜阳市场规模位居前列	26
图 36 安徽省白酒规模随价格升高逐级降低	26
图 37 安徽省内主流消费价位带逐步换挡至 200-300 元	26
图 38 金种子营业收入下降	27
图 39 省内一超多强竞争格局显著	27
图 40 2020 年中国光瓶酒市场竞争格局情况	29
图 41 中国光瓶酒行业市场规模逐年攀升预计增速放缓	29
图 42 2022 年经销商数量明显下降	31
图 43 2023 年 3 月推出新品“头号种子”定位年轻消费人群	33
图 44 2021 年中高档白酒营收有所提升	36
图 45 2021 年中高档白酒吨价提升	36
图 46 古井贡酒 2022 年销售费用率位于行业前列	37
图 47 古井广告费用支出远高于省内竞争上市酒企	37
图 48 迎驾贡酒采用“1+1+N”模式深耕市场	37
图 49 迎驾贡酒销售人员体量大	37
图 50 安徽省各市白酒品牌众多	38

投资逻辑

市场认为白酒和啤酒天然具备不同属性，华润在啤酒行业的成功经验未必能复制到白酒行业，并且徽酒竞争较为激烈，华润进驻以来，金种子实现困境反转的进展和效果不及预期。我们认为华润进军白酒行业是公司发展的需要且公司具备跨行业发展的能力和经验，金种子受益于徽酒次高端升级扩容、高线光瓶酒错位竞争，通过组织、品牌、管理重塑加速改革，公司发展未来可期。

第一，华润进军白酒是公司发展的需要。啤酒作为快消品，具备重资产、低毛利的行业属性，需要依靠规模效应打造成本优势，通过提升市场占有率进而提升盈利空间。2022 年啤酒行业 CR5（销量）约为 73%，华润啤酒连续 17 年销量行业第一，市占率提升空间有限。我们认为白酒具备精神属性，属于高毛利行业，更多依赖历史的沉淀、品牌的打造形成壁垒，满足消费者精神层次等多方面需求，具备长期提价、高价位带放量的能力。2022 年白酒行业 CR5（营收）约为 43%，行业集中度仍有提升空间。

第二，华润具备跨行业发展的能力和经验。我们认为做好白酒企业依赖悠久的历史沉淀、稳健的组织架构和财务规范、市场化的打法。其中，历史沉淀较难颠覆，而稳健的组织架构是白酒龙头穿越周期的关键之一，市场化的打法则能够为公司业绩发展助力。作为央企，华润在啤酒行业从零开始，打造行业第一，华润 85 年的发展史证明其自我革命与不断突破的能力。华润具备资金实力、管理赋能、产业资源的优势，其进军白酒行业，有望帮助金种子实现困境反转、逐步走向全国。

第三，金种子迎来历史性机遇。1) 由于徽酒从历史上看整体价位带偏低，打法以渠道拦截闻名。目前古井市占率遥遥领先，第二、三位排名尚未完全稳固。2) 安徽省白酒市场规模位居全国前列，受益于近年来安徽省经济发展提速，次高端有望进一步升级扩容，馥合香发力次高端，对于公司中长期发展具备重要意义。3) 光瓶酒行业增速远超白酒行业，行业集中度提升仍有空间，“头号种子”定位高线光瓶酒，与全国化名酒、徽酒形成错位竞争，具备渠道、品牌的优势，有望借助华润在全国 1 万多家经销商、200 多万家餐饮终端逐步走向全国。

第四，华润行稳致远，金种子未来可期。华润进驻后，任命富有实操经验的集团高管。通过组织结构改革、高管增持等一系列动作提振团队信心。产品策略“聚焦主线，做强 3+3”，加强价格管控、精简单品，坚持“做强底盘、做大馥合香”，进一步优化产品结构。区域战略“立足安徽，走向全国”，以合肥、阜阳为大本营，力图打造标杆市场，从而实现快速复制。我们认为，华润在探索白酒行业打法的过程中，灵活精细、行稳致远，而非急躁冒进，更加有利于金种子的长期发展。

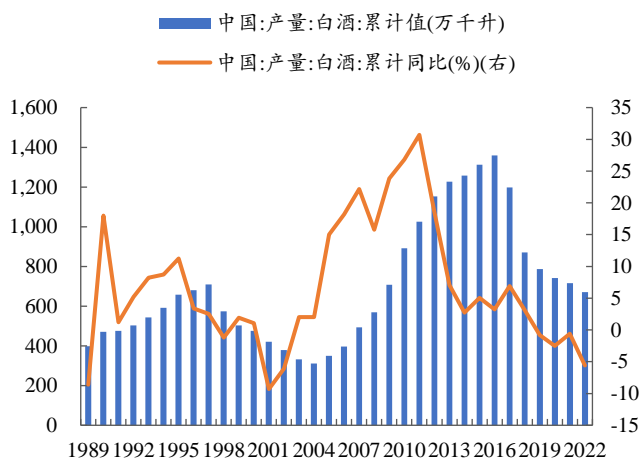
1. 华润进军白酒是公司发展的需要

1.1. 白酒商业模式优于啤酒，具备更高的溢价能力

2022年白酒行业利润占酿酒行业利润的88%。根据中国酒业协会发布的数据，2022年，全国酿酒行业规模以上企业完成酿酒总产量5427万千升，同比增长0.83%。酿酒行业规模以上企业累计完成产品销售收入9509亿元，与上年同期相比增长9%；累计实现利润总额2491亿元，与上年同期相比增长27%。其中，白酒行业实现利润2202亿元，增长29%，约占酿酒行业利润的88%。

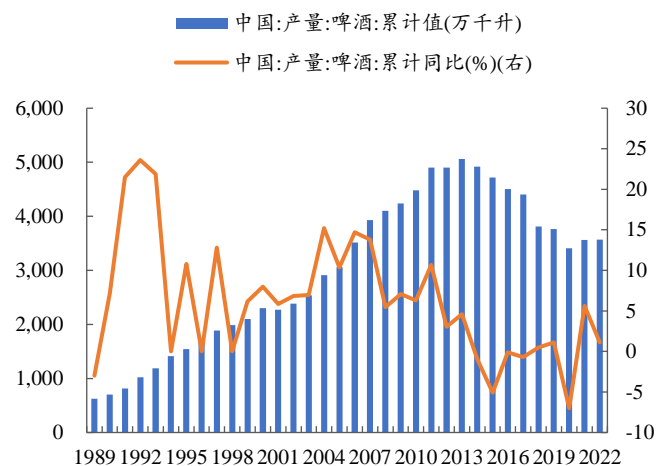
人口结构和消费观念转变等影响下，啤酒行业产量在2013年见顶，白酒行业产量在2016年见顶，均进入结构升级阶段。一方面，人口结构是产销量变化的根本驱动因素。另一方面，2019年我国人均GDP突破七万元，根据马斯洛需求层次理论，消费者在满足基本的物质需求后，逐渐转向精神消费，健康和品质意识提升，饮酒观念或将向“少喝酒、喝好酒”转变。

图1 我国白酒产量在2016年见顶



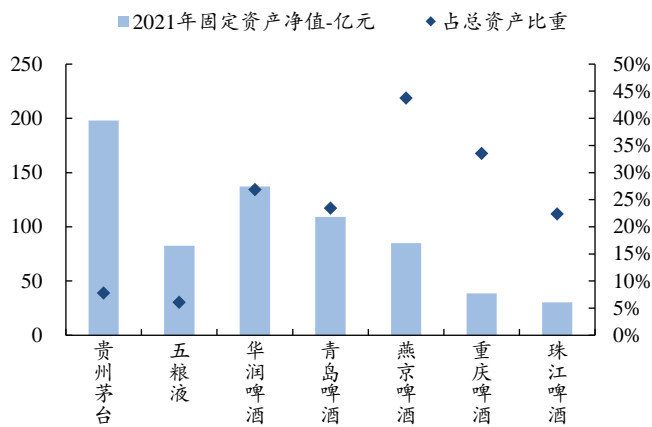
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图2 我国啤酒产量在2013年见顶

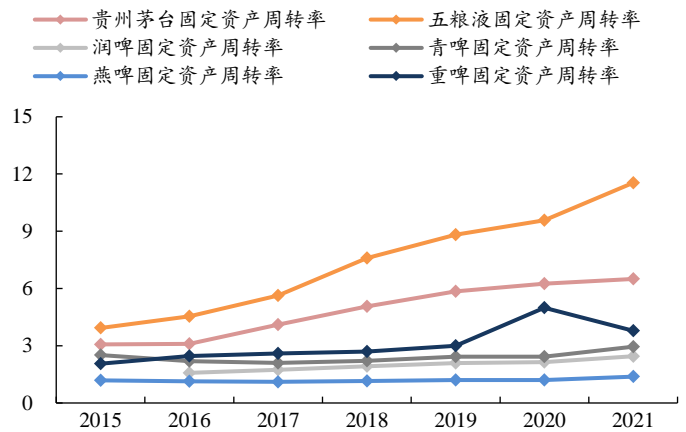


资料来源：Wind，信达证券研发中心

啤酒龙头企业固定资产占总资产投资比重约为20%以上，而白酒龙头不足10%。国内主要的啤酒厂以工业化生产为主，百万千升产能的啤酒厂固定资产投资额巨大。相比于白酒行业，啤酒行业厂房和机械设备等固定资产占总资产比例非常高，2021年国内啤企巨头华润啤酒（简称“润啤”）和青岛啤酒（简称“青啤”）的固定资产皆达到了100亿元以上，占总资产比例20%以上，燕京啤酒（简称“燕啤”）固定资产占比则达到了44%，而同为酒类的贵州茅台和五粮液的固定资产占比仅为8%和6%。重资产属性意味着啤酒企业不仅产生大量资本性支出维护、更新、升级生产线，而且会固定产生折旧摊销，所以当啤酒企业进入当地市场后往往需要迅速扩大产量，抢占当地市场份额，通过实现单厂的规模化生产分摊固定成本。

图3 白酒企业固定资产占总资产比例较小


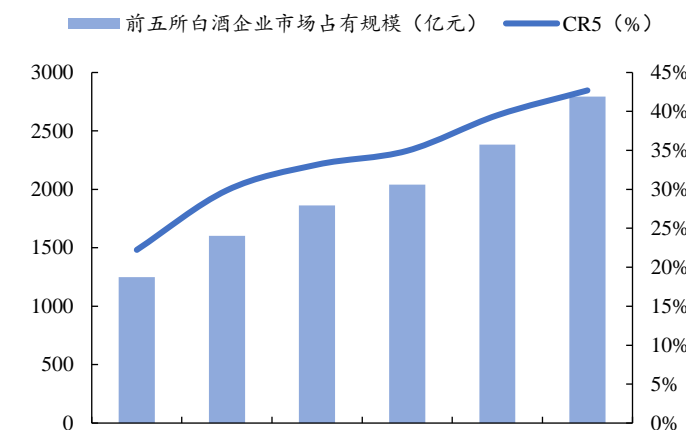
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图4 白酒企业固定资产周转率较高


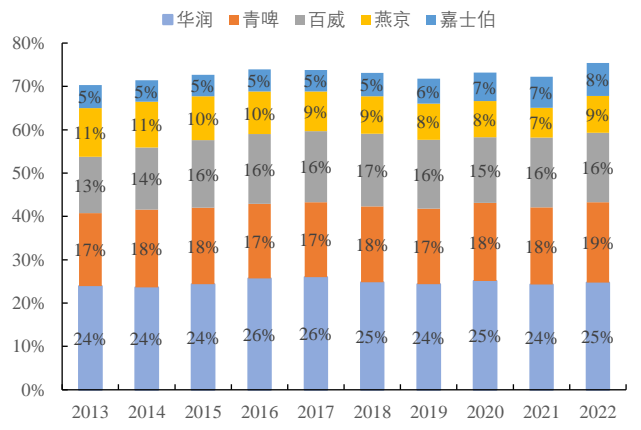
资料来源：Wind，信达证券研发中心

啤酒行业集中度趋于稳定，强者恒强。经过1997-2013年跑马圈地抢占市场，我国啤酒行业集中度提升后趋于稳定，2016年后CR5稳定在72%-75%。2022年，前五大啤酒厂合计占有全国啤酒销量75.4%，润啤24.7%、青啤18.6%、百威16.0%、燕啤8.5%、重啤啤酒（简称“重啤”）（嘉士伯）7.6%。其中，CR3（润啤、青啤、百威）从2011年的49%迅速提升到2017年60%，年均提升1.7pct（同期CR5年均提升1.4pct），期间三大巨头座次并无变化，各自市占率又有所提升，体现出强者恒强、剩者为王的行业特点。2017年后，CR3基本稳定在58%-60%左右，三大巨头之间的差距也保持稳定。

白酒行业CR5从2017年的22%提升至2022年的43%（营收口径），仍有上升空间。排名靠前的全国化名酒，拥有悠久的历史，不断沉淀品牌价值，竞争壁垒不断深化。

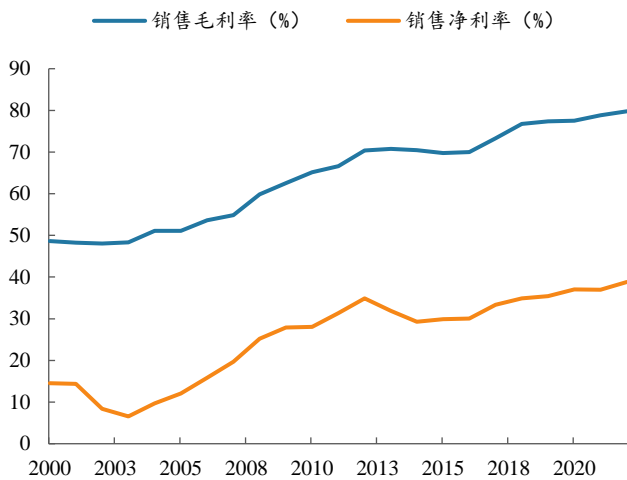
图5 白酒 CR5 提升至 2022 年的 43%（营收口径）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

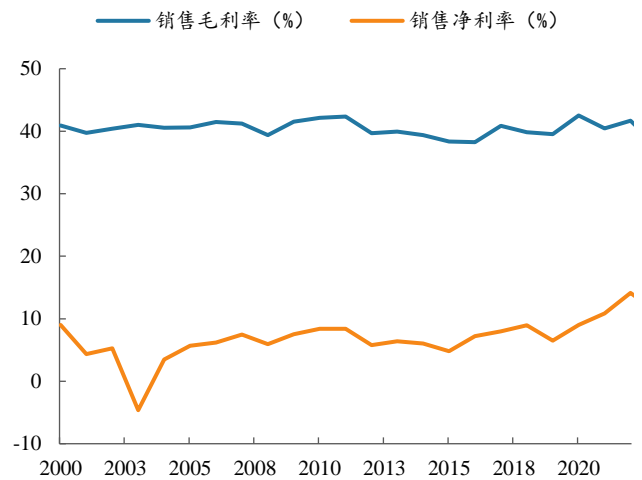
图6 啤酒 CR5 稳定在 70%左右（销量口径）


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

从盈利能力看，以万得申万板块数据为例，白酒行业毛利率由2003年的48%提升至2022年的79%，净利率由2003年的7%提升至2022年的39%；啤酒行业毛利率由2003年的41%提升至2022年的42%，净利率由2003年的-5%提升至2022年的14%。

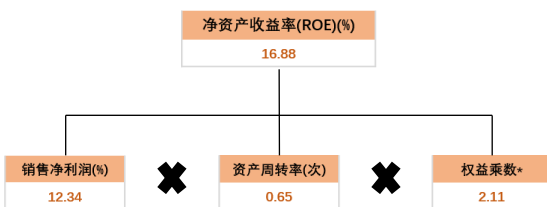
图 7 白酒 II(申万)销售毛、净利率显著上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

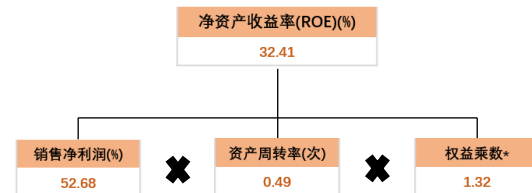
图 8 啤酒(申万)销售毛利率相对稳定


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

以 2022 年财务数据为例, 华润啤酒 ROE 16.9%, 其中销售净利率为 12.34%、资产周转率 0.65、权益乘数为 2.1; 而贵州茅台 ROE 32.41%, 其中销售净利率为 52.68%、资产周转率 0.5、权益乘数为 1.32。可见, 啤酒行业更多依靠高杠杆、高周转, 实现薄利多销; 而白酒行业盈利能力明显更高。

图 9 华润啤酒 2022 年 ROE 为 16.88%


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 10 贵州茅台 2022 年 ROE 为 32.41%


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

总结, 我们认为白酒相较于啤酒, 具备长期提价、高价位带放量的能力, 商业模式更好。

- **产品属性:** 啤酒是典型的快消品, 其产品同质化较高, 存在即时消费性。并且由于运输成本较高, 存在区域性销售的特点。而白酒是时间和环境的产物, 产区、年份、工艺的不同会使得产品存在较大差异。白酒“越陈越香”的特点, 使其具备收藏价值和金融属性。白酒作为中华文化的产物, 可以满足人们精神消费的需求, 因而具备更高的溢价能力。
- **行业特点:** 啤酒行业的固定资产投资占比在 20-30% 以上, 而啤酒本身价格较低因而利润空间有限。所以啤酒行业重资产、低毛利的特点, 决定了其依赖高周转。这种模式下, 啤酒厂商需要通过规模效应, 提高产能、摊薄成本, 实现薄利多销。而白酒行业固定资产占比约为 10% 以下, 成本、费用占比较小, 厂家对上下游的议价能力较高, 利润空

间较高。

- **行业展望：**随着人口结构变化和消费观念的转变，啤酒和白酒均已进入存量时代，高端化是未来的重要发展趋势。一方面，白酒行业具备长期提价、高价位带放量的能力，而啤酒的提价能力有限；另一方面啤酒的行业集中度较高，而白酒的行业集中度仍有提升空间。

1.1.1. 稳健的组织架构是做好白酒的重要因素

不同于其他消费品，白酒可以满足人们精神需求，具备穿越周期的能力。我们认为做好白酒企业的底层逻辑在于悠久的历史沉淀、稳健的组织架构和财务规范、市场化的打法。其中，历史沉淀较难颠覆，而稳健的组织架构是白酒龙头穿越周期的关键之一。

悠久的历史沉淀：1) 目前的白酒龙头多为历史悠久的名酒，其品牌影响力深入人心。品牌力一旦形成，壁垒不断加深，较难颠覆。比如茅台，依赖其独特的品牌价值，成为具备奢侈品属性的名酒，其他品牌较难超越。2) 从产品的角度看，在一定年限内，白酒的陈年时间越久、品质越好。基酒作为白酒酿造的重要材料，是白酒企业产品制造的重要资产，其价格取决于酿造工艺和储存时间，一定程度上决定了白酒的品质和口感。由于白酒的生产工艺较为传统、复杂，依赖人工，因而技术层面的变革较为缓慢。而且，由于产品生产周期较长，产能扩张速度有限，因此，产品需要时间沉淀。

稳健的组织架构和财务规范：1) 白酒行业目前处于发展的成熟期，技术和创新层面的变革相对缓慢。我们认为对于白酒企业而言，稳定的组织架构包含了两种含义，一方面是组织结构相对稳定，从而为公司稳健、长远发展提供强有力的支撑；另一方面是大股东需要具备一定的资金实力，不过于依赖白酒业务，从而影响上市公司自身发展。2) 比如 2015 年天洋入主舍得，进行一系列大刀阔斧的改革。在此期间，公司通过大幅更换管理层、精简产品结构聚焦大单品、全国化战略布局等，摸索出一套行之有效的营销策略，为公司全国化发展打下了基础。但是由于大股东天洋自身负债率较高，严重依赖白酒业务，导致后期未能完成销售目标、侵占上市公司资金。造成公司库存压力加大，产品销量下滑。3) 白酒行业营销费用不完全透明，部分费用无法真正应用于市场而被经销商侵占，因此财务规范尤为重要。

市场化的打法：1) 白酒作为满足人们精神消费需求的产品，其特殊的产品属性决定了营销策略的重要性。这意味着需要有专业的管理团队、强有力的激励和考核机制、以公司的利润和长期发展作为战略目标。2) 回顾白酒行业龙头公司，都是通过市场化的策略和手段实现超越行业的成长。比如汾酒通过三年的改革，确定考核目标，将公司业绩与个人绩效薪酬挂钩，营收由 2017 年 60 亿增长至 2019 年 119 亿，实现超越行业的发展。

1.1.2. 华润参股份酒，进军白酒行业

华润集团在大消费领域广泛布局，多家实业公司位居行业前列。作为以实业为核心的多元化控股企业集团，现已涵盖大消费、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，下设 26 个业务单元，一家直属机构，实体企业 3,077 家，在职员工约 37.5 万人，位列 2023 年《财富》世界五百强第 74 位。所属企业中有 8 家在香港上市，8 家在内地上市，其中华润置地、华润啤酒和华润万象生活位列香港恒生指数成份股。

图 11 华润集团业务涵盖大消费等六大板块


资料来源：华润集团公司官网，信达证券研发中心

2017-2019 年山西汾酒三年国改、引入华润战投，营收、净利润均翻 1 倍，增速远超行业。

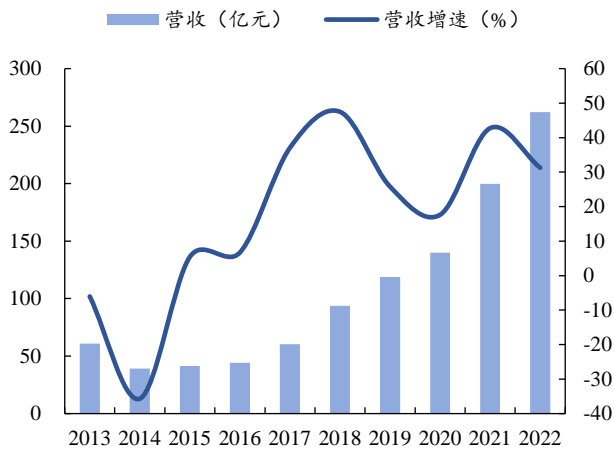
1) 汾酒混改的成功经验一方面在于省政府充分放权，集团及公司高管决定公司经营方针和投资计划；另一方面在于坚持市场化取向，考核目标、经营业绩、员工激励挂钩，激发团队和组织活力。2) 2018 年华润参股汾酒成为第二大股东，派驻企业高管，引进先进的管理经验和体系。3) 山西汾酒营收由 2017 年 60 亿增长至 2019 年 119 亿，对应 CAGR+41%；归母净利润由 9 亿增长至 19 亿，对应 CAGR+45%，实现远超行业的发展增速。

- **签订经营目标考核书，薪酬与绩效挂钩。**汾酒集团和山西省国资委签订《三年任期经营目标考核责任书》，2017/2018/2019 年收入（酒类）增长目标为 30/30/20%；利润增长目标为 25/25/25%。完不成年度经营业绩目标，解聘董事长。集团工资总额奖励与绩效挂钩，有效激发管理层内在动力。
- **员工持股落地。**2019 年 3 月 26 日，股份公司向总经理以下的 395 名高管和核心骨干员工授予 568 万股限制性股票，授予价格 19.28 元/股，共分三期解锁，同时也需完成对应的考核指标。激励方案覆盖员工相对较广，奖励力度较高。

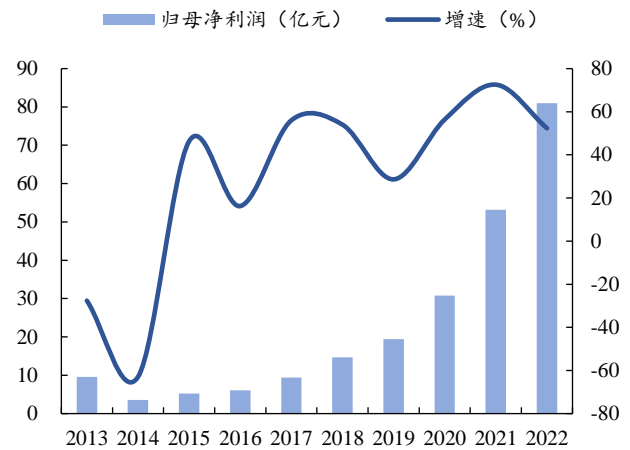
表 1：山西汾酒员工持股覆盖面较广

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	获授限制性股票占授予总量的比例	获授限制性股票占当前总股本比例
宋青年	副总经理	5	0.80%	0.01%
武世杰	常务副总经理	5	0.80%	0.01%
李俊	副总经理	5	0.80%	0.01%
马世彪	总会计师	5	0.80%	0.01%
郝光岭	总经理助理	5	0.80%	0.01%
高志峰	总经理助理	5	0.80%	0.01%
王涛	董事会秘书	5	0.80%	0.01%
武爱东	总经理助理	5	0.80%	0.01%
中层管理人员、核心技术/业务人员 (共387人)		528	84.08%	0.61%
预留		60	9.55%	0.07%
合计		628	100%	0.73%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12 山西汾酒改革后营收提速


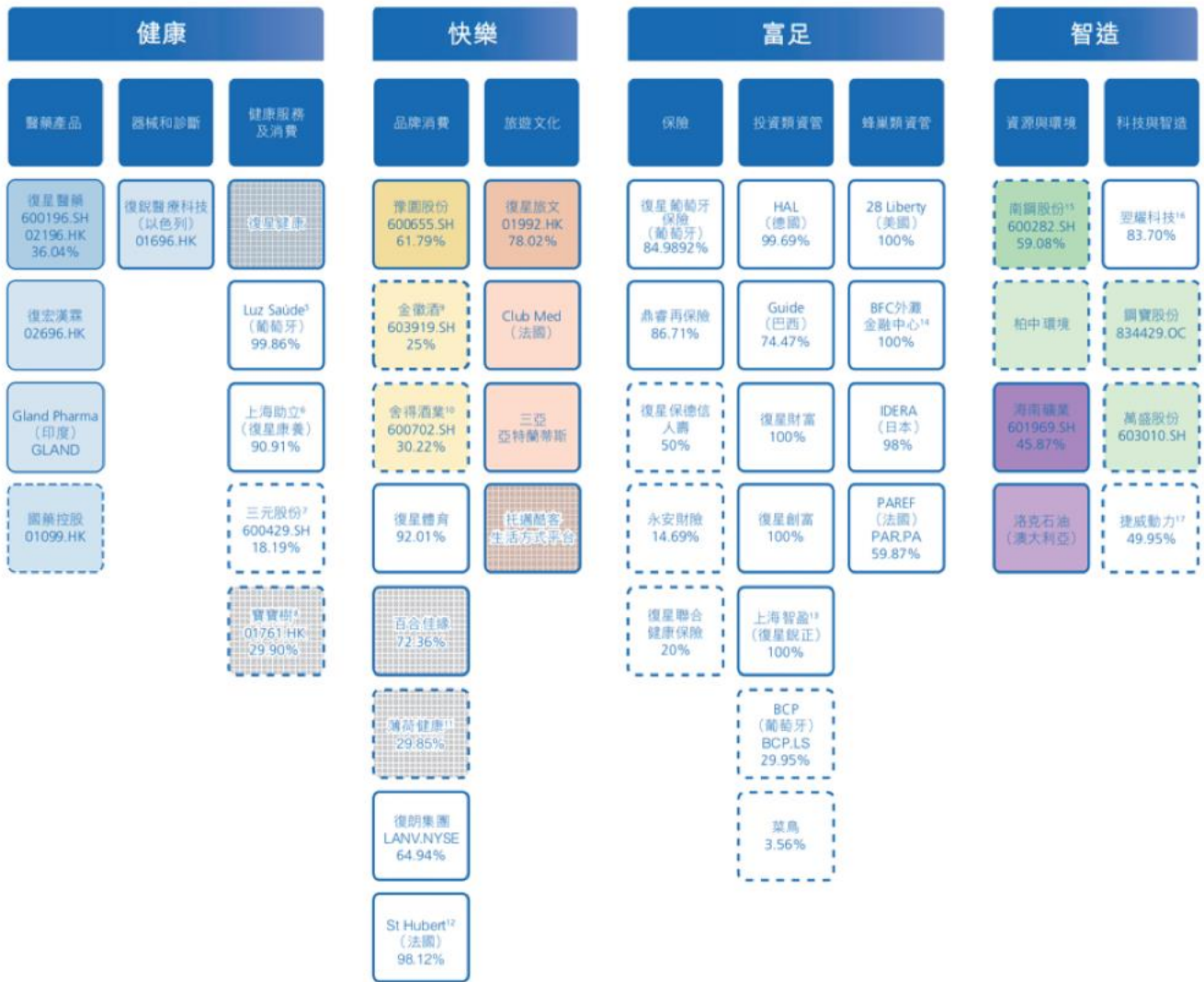
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13 山西汾酒改革后归母净利润提速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.1.3. 复星入主舍得，进行投资运营双轮动

复星创立于 1992 年，经过逾 30 年发展，已成为一家创新驱动的全球家庭消费产业集团，2022 年总营收约 1754 亿元。公司坚持“深度产业运营+产业投资”双轮驱动的发展宗旨。通过产业并购与整合，将产业生态涵盖各细分赛道。公司业务主要分为健康、快乐、富足、智造四个板块。其中，快乐板块主要包括品牌消费和旅游文化，2022 年营收 707 亿占总营收比重约 40%。酒业是该板块重要组成部分。

图 14 复星集团业务涵盖四大板块（截至 2022 年 12 月）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

从 2017 年开始，复星收购朝日集团的股份，成为青岛啤酒第二大股东，开启了酒业板块的发展。2020 年成为金徽酒大股东、2021 年成为舍得酒业大股东、2022 年舍得酒业与贵州酱酒企业夜郎古酒业股份有限公司（下称夜郎古）成立合资公司。复星集团在酒业的布局，涵盖啤酒、白酒（地产酒、酱酒），体现其发展的决心和战略眼光。

表 2：复星在酒业 2017 年开始逐步进军啤酒和白酒行业

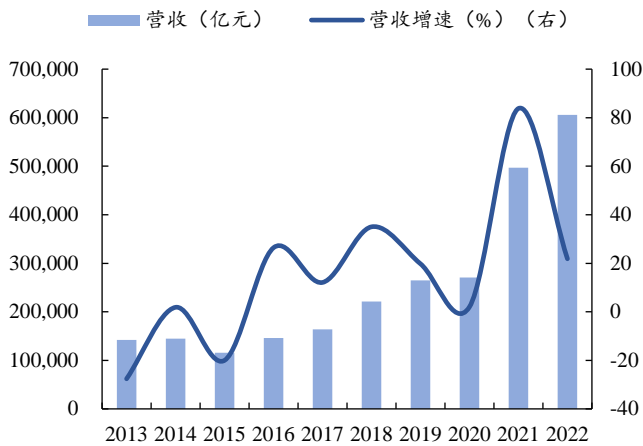
时间	发展	相关信息
2017 年 12 月	2017 年 12 月 20 日，朝日集团与复星国际有限公司之五家子公司(合称“复星集团”)签署股权转让协议，拟将其所持本公司 243,108,236 股 H 股(约占本公司总股本 17.99%)转让予复星集团。2018 年 3 月 19 日，上述股权转让交易完成，复星集团成为青岛啤酒第二大股东。	青岛啤酒股份有限公司是中国历史悠久的啤酒制造厂商。目前品牌价值 2406.89 亿元，连续 20 年居中国啤酒行业首位，位列世界品牌 500 强。青岛啤酒远销世界 100 多个国家，为世界第五大啤酒厂商。
2020 年 7 月	复星集团旗下的上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司(以下简称“豫园股份”)以每股转让价格为 12.07 元，总金额 1,836,787,253 元受让甘肃亚特集团 152,177,900 股股份，成	金徽酒股份有限公司前身系康庆坊、万盛魁等多个徽酒老作坊基础上组建的省属国营大型白酒企业，曾用名甘肃陇南春酒厂，是国内建厂最早的

	为金徽酒最大股东，持股比例为 30%。	中华老字号白酒酿造企业之一。
2020 年 10 月	豫园股份全资子公司海南豫珠要约收购金徽酒 8.00% 的股份，40,580,800 股，要约价格为 17.62 元/股。本次要约收购完成后，公司控股股东豫园股份及其一致行动人海南豫珠合计持有公司股份 192,758,700 股，占公司总股本的 38.00%，成为公司第一大股东。	
2021 年 1 月	豫园股份参加四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“沱牌舍得集团”）70% 的股权拍卖，并以 45.3 亿元成功竞得股权，从而间接控制公司 100,695,768 股股份（占总股本 29.95%），成为公司最大股东。	作为川酒“六朵金花”之一，舍得酒业是白酒行业第三家全国质量奖获得者和第三家上市公司，拥有“沱牌”、“舍得”两个白酒品牌，“舍得”诠释了胸怀天下的中国智慧。
2021 年 4 月	复豫酒业发展集团成立。	复豫酒业是复星集团、豫园股份运营发展酒类板块的核心平台，以产业投资布局、管理赋能、运营增效为业务构成，从多维度为被投酒企赋能，实现业绩提升。
2022 年 10 月	贵州酱酒企业夜郎古酒业股份有限公司与复星系控股的舍得酒业，成立合资公司贵州夜郎古酒庄有限公司，以夜郎古品牌布局酱香业务，落子酱香白酒核心产区茅台镇。	贵州夜郎古酒庄有限公司是一家集白酒生产、研发、销售为一体的综合性酿酒企业，中国酱酒十强企业，华樽杯 2022 年度夜郎古酒品牌价值 159.22 亿元。坐落于世界公认的中国酱酒核心产区贵州省仁怀市茅台镇。
2023 年 5 月	复星酒业全国科创研究院正式开业，筹建全球科创研究院融通科研与创新资源。	复星酒业全球科创研究院布局了洞察评估平台、新品开发平台、创新管理平台，计划未来三年到五年内，进一步夯实产品研发创新能力，增设前沿性的硬件设备，打造核心的服务能力。

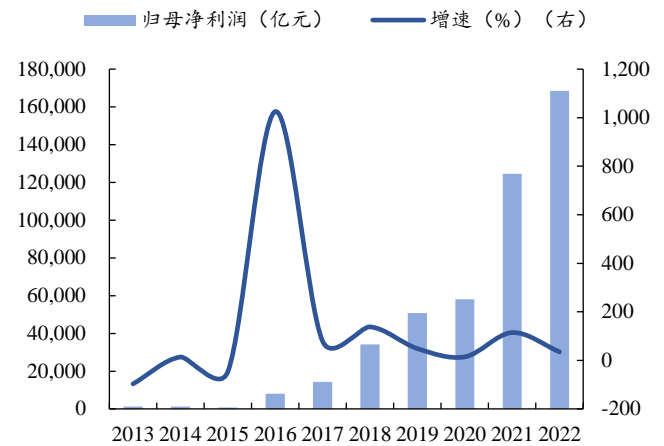
资料来源：上海证券交易所，复豫酒业官网，青岛啤酒官网，东方财富网，金徽酒官网，舍得酒业官网，夜郎古酒业官网，信达证券研发中心

2020 年 12 月 31 日，复星系通过上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“豫园股份”）以 45.3 亿元拍下四川沱牌舍得集团有限公司 70% 股权。2021 年 1 月 6 日公司进行股权交割，复星成为公司实际控制人。

- **稳定组织：**不同于天洋在入主后大批量更换核心高管，复星在进驻后立足长远，保持组织结构稳定。在复星进驻后，依然维持核心高管的任命。2020 年 9 月，张树平当选为公司董事长，蒲吉洲为副董事长，两位均在舍得任职超过 30 年。直到 2023 年 1 月，复星系倪强当选为董事长，蒲吉洲为联席董事长。
- **资源赋能：**复星在 2021 年 4 月成立复豫酒业，作为复星集团、豫园股份运营发展酒类板块的核心平台，以产业投资布局、管理赋能、运营增效为业务构成，从多维度为被投酒企赋能，实现业绩提升。
- **发展战略：**确立“3+6+4”老酒战略，形成差异化竞争。通过挺批价、降库存等一系列方法保障渠道经销商利润。

图 15 舍得营收 2021 年业绩显著提升


资料来源：ifind，信达证券研发中心

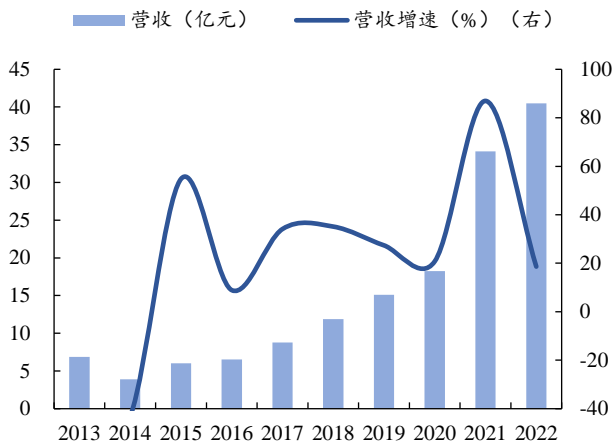
图 16 舍得归母净利润 2016 年后增速减缓


资料来源：ifind，信达证券研发中心

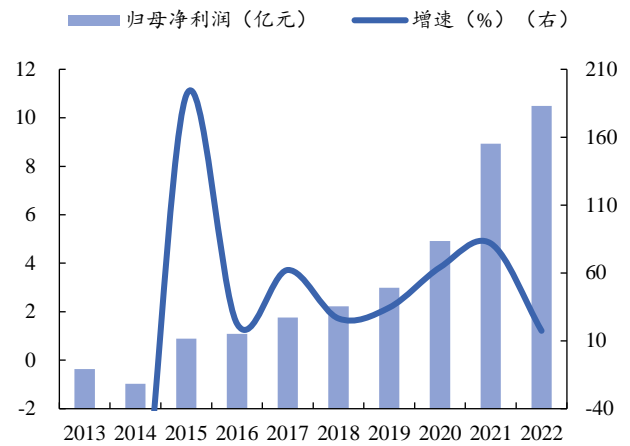
1.1.4. 中粮入驻酒鬼酒，进行产业赋能

中粮入驻酒鬼酒，营销改革内参系列走向全国，2014-2022 年营收 CAGR+34%。1) 2014 年，中粮集团入驻酒鬼酒。2016 年江国金被任命为酒鬼酒董事长、董顺钢为公司总经理、李明为公司副总经理，酒鬼酒核心领导层已由中粮系占据。2018 年中粮酒业董事长王浩出任酒鬼酒董事长，酒鬼酒混改加码，一系列产品聚焦、品牌打造和营销改革使得公司焕发生机。2) 酒鬼酒 2013、2014 年连续亏损，中粮入驻后，实现扭亏为盈。营收从 2014 年 4 亿增长至 2022 年 41 亿元，对应 CAGR+34%，归母净利润从 2014 年的-1 亿元增长至 2022 年 10 亿元。

- **中粮集团在食品领域广泛布局，旗下设有酒业平台。**中粮酒业是中粮集团旗下酒类业务专业化平台，经营范围主要包括葡萄酒、进口酒、白酒和黄酒，拥有“长城”、“桑干”“酒鬼”、“内参”、“中粮名庄荟”、“孔乙己”等品牌。
- **中粮系高管入驻酒鬼酒。**2016 年 2 月至 2020 年 4 月董顺钢任酒鬼酒股份有限公司董事、总经理、财务总监。2020 年 4 月，内参酒销售公司原总经理王哲出任销售管理中心总经理，全面负责酒鬼、内参、湘泉三大品牌的营销工作。
- **进行营销体系改革，绑定经销商核心利益。**2018 年 12 月成立了内参酒销售公司独立运作内参品牌，着力构建厂商价值一体化营销模式。内参酒销售公司由全国 30 多位高端白酒“亿元大商”共同出资成立，是内参向全国化发展的重要举措。
- **优化产品结构、精简 SKU、推行大单品战略。**高档产品营收占比由 2014 年的 58% 提升至 2022 年的 85%。

图 17 酒鬼酒改革后营收提速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 18 酒鬼酒改革后归母净利润提速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2. 华润具备跨行业发展的能力

2.1. 红色华润证明其自我革命与不断突破的能力

1938 年成立起华润经历了数次脱胎换骨的升级迭代，谱写了一部不断自我革命的发展史。

图 19 华润 2000 年后两次“再造华润”奠定发展格局


资料来源：《2022 年华润集团可持续发展报告》，信达证券研发中心

华润的前身是于 1938 年在香港成立的“联和行”。1948 年联和进出口公司改组更名为华润公司。1952 年隶属关系由中共中央办公厅转为中央贸易部（现为商务部）。1983 年改组成立华润（集团）有限公司。1999 年 12 月，与外经贸部脱钩，列为中央管理。2003 年归属国务院国资委直接监管，被列为国有重点骨干企业。

1953 年华润公司成为中国各进出口公司在香港总代理。在这一时期，华润的主要任务是组

织对港出口，为内地进口重要物资，保证香港市场供应，贸易额曾占全国外贸总额的三分之一。1983年华润集团成立后，因应外贸体制改革的形势，企业逐渐从综合性贸易公司转型为以实业为核心的多元化控股企业集团。

2000年以来，经过两次“再造华润”，华润奠定了目前的业务格局和经营规模，现已发展成为业务涵盖大消费、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，下设26个业务单元，一家直属机构，实体企业3,077家，在职员工约37.5万人，位列2023年《财富》世界五百强第74位。所属企业中有8家在香港上市，8家在内地上市，其中华润置地、华润啤酒和华润万象生活位列香港恒生指数成份股。

华润以“引领商业进步，共创美好生活”为使命，通过不断创新商业模式，打造产品和服务品牌，有效地促进了产业发展，为提高大众的生活品质作出了应有的贡献。目前，华润零售、啤酒、燃气、商业地产、制药和医疗等经营规模在全国位居前列。电力、水泥业务的经营业绩、经营效率在行业中表现突出。华润置地是中国内地实力雄厚的综合地产开发商之一。雪花、怡宝、华润万家、万象城、999、双鹤、东阿阿胶、江中等是享誉全国的知名品牌。为更好地适应多元化企业的发展，集团围绕发展模式、组织架构、公司治理等方面进行了一系列重大改革，在并购整合、企业重组、利用资本市场等方面形成了丰富经验，在战略管理、领导力发展、财务价值创造等总部建设方面建立了适合自身特色的管理模式。

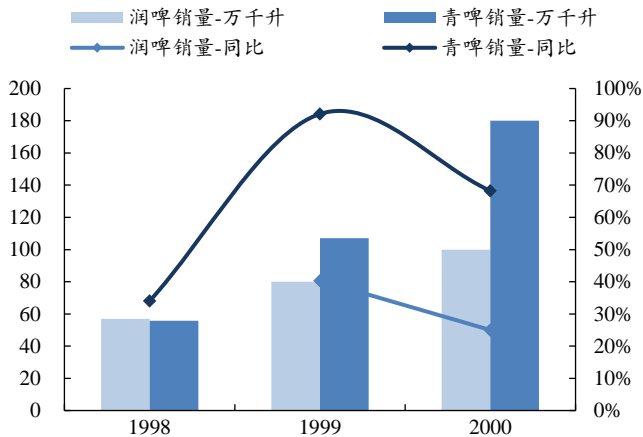
目前，华润正在实施“十四五”发展战略，立足香港，服务国家战略，以重塑华润战略为主题，突出高质量发展，强化创新引领，优化资源配置，培育和巩固核心产业，保持行业领先地位，为客户提供优质的产品和服务，持续提升股东价值，打造具有华润特色的国有资本投资公司，成为具有全球竞争力的世界一流企业。

2.2. 华润啤酒成功经验或可应用于白酒

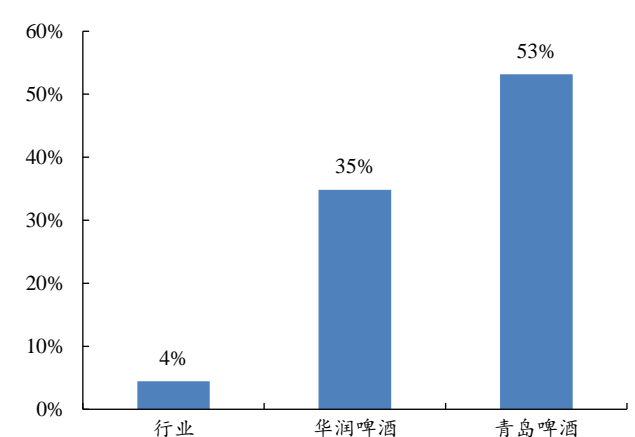
华润集团二十余年的啤酒并购史，体现了公司在酒业板块的眼光与实力。1993年底，华润集团收购沈阳雪花啤酒厂，自此开始了二十余年年的啤酒行业扩张之路。根据官网数据，自2006年起，华润雪花啤酒总销量连续位列中国啤酒市场销量第一。根据中商产业研究院数据，2022年中国前五大啤酒企业已占市场约90%的份额，其中，华润啤酒始终保持着国内第一的市场份额，占比高达31.9%，位居全国首位，比第二名青岛啤酒高出九个百分点。

复盘华润啤酒的发展史，主要分为四个阶段：

1993年-2000年：进军啤酒，蘑菇战略聚焦东北。1993年，华润创业与沈阳啤酒厂合资成立华润（沈阳）雪花啤酒有限公司，进军内地啤酒行业。1994年，为进一步拓展国内啤酒业务，润啤与南非酿酒公司（South African Breweries Group）达成合营协议。在啤酒行业产地销+重资产属性下，当时华润创业的总裁宁高宁、SAB高层、总经理王群提出蘑菇战略，即是在区域市场里收购酒厂、逐渐建立强势地位，而一个区域种植蘑菇成功后，在相邻200-250公里的区域再收购一家酒厂、同样建立强势地位，由此蘑菇连成片后形成大蘑菇，各个工厂之间的协同使得公司所在市场的集中度越来越高、避免了单打独斗，这也是目前业内所熟知的基地市场的由来。在蘑菇战略下，润啤从大连开始收购工厂，向东北发展，1997年并购大连渤海啤酒厂、2001年以小吞大并购大连棒棰岛啤酒厂，在黑龙江、吉林、辽宁自建厂房，产能覆盖范围进一步扩大。1998-2000年，公司销量从57万千升增长到100万千升，CAGR为34.8%，此时润啤的增长速度略慢于青啤同期的53.2%。

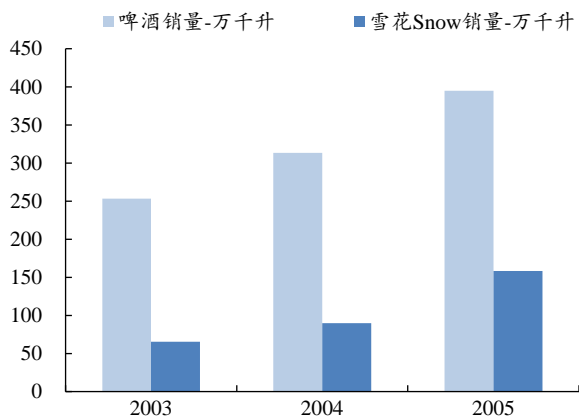
图 20 1998-2000 年青啤销量增速明显高于润啤


资料来源：Wind，信达证券研发中心

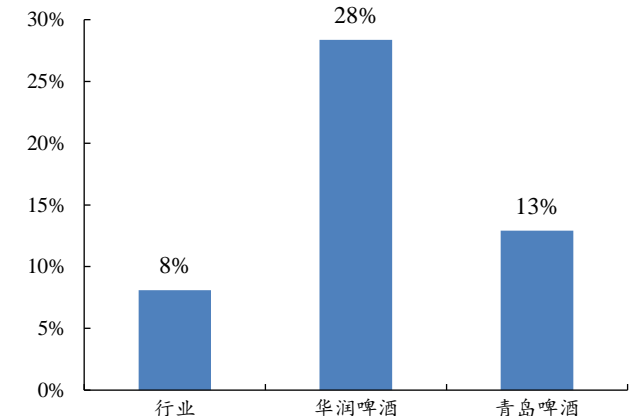
图 21 1998-2000 年润啤的增长速度略慢于青啤


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2001-2005 年：转战西南和沿海沿江，全国扩张。为了全国啤酒霸主地位的目标，从 2000 年开始，润啤多次南下希望在四川省建立起强势地位。经过三年与四川蓝剑啤酒激烈的竞争后，2001 年润啤并购四川蓝剑集团，初步实现打造西南大本营的战略构想。在聚焦东北、转战西南后，公司看准沿江沿海地区中心城市的人口红利，制定了相应的生产布局战略。在这个阶段，为了配合全国化扩张，公司在北京建立总部、整合管理架构，形成雪花啤酒的统一管理体系；2002 年开始实行以雪花为全国性品牌的战略，收购的地方品牌被雪花替代，解决收购后品牌繁杂难以管理的问题，2003-2005 年雪花品牌销量 CAGR 为 56%，超过总销量 CAGR25%。2001-2005 年，啤酒销量 CAGR 为 28.4%，远超市青啤的 12.9%、行业水平的 8.9%。

图 22 2003-2005 年雪花 Snow 销量增速远超整体


资料来源：Wind，信达证券研发中心

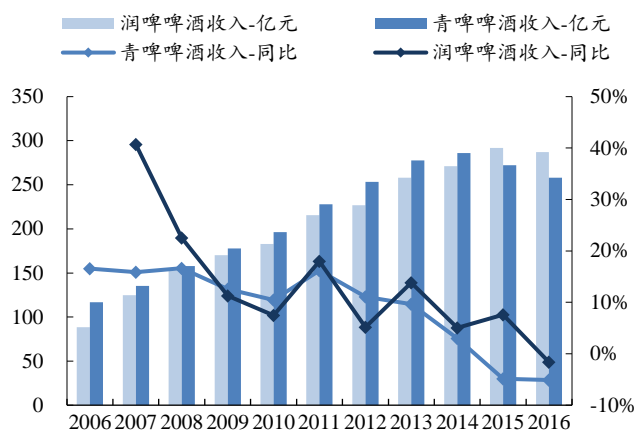
图 23 2001-2005 年华润啤酒销量 CAGR 为 28%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2006-2016 年：稳居啤酒行业老大，勇闯高峰。2006 年，华润啤酒总销量超过青啤总销量，实现 531 万千升，创造出“雪花速度”。在稳坐第一、明显领先竞争对手、市占率达到接近 30% 的目标下，公司采取全国性并购+改扩建的增长策略，一方面继续蘑菇战略，2006-2011 年累计收购 20 余家酒厂；另一方面继续在沿江沿海的中心城市布局、改扩建和新建工厂。在迅速扩张市场的过程中，公司观察到 2-4 元价格带的产品长期看增长乏力，因此 2005 年推出比雪花主流产品更贵的细分勇闯天涯、其具有户外运动挑战精神的品牌形象深受当时年轻消费者的喜爱，由此推动了雪花啤酒全线产品的迅速提升，而这一单品 2017 年销量突破 300

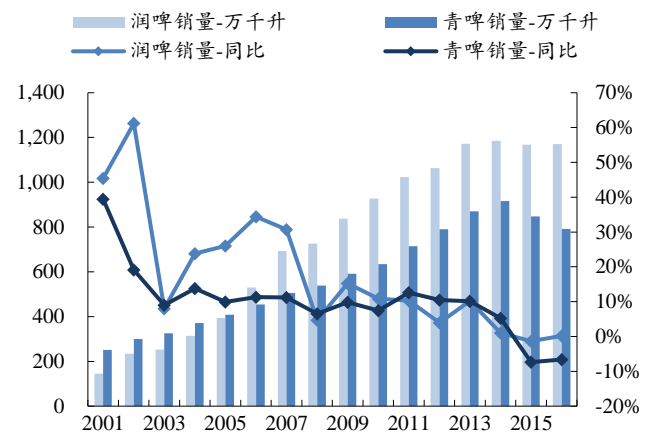
万千升。2011年，润啤成为业内首家销量超过1000万千升的公司，比青啤同期715万千升销量多出43%。2006-2016年，公司成长性较为显著，啤酒业务收入CAGR为12.5%、超过行业平均水平8.1%、青啤8.3%、重啤（嘉士伯）5.6%、燕啤6.2%，销量CAGR为8.2%、千升酒收入CAGR为3.9%。

图 24 2015 年华润啤酒业务收入首次超过青啤



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25 2006 年润啤销量成为行业第一



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2017年-至今：效益提升，高端转型。2014年后，由于人口结构改变、替代效应、代际变化等原因，国内中低端啤酒市场出现消费升级的趋势，2015-2021年行业产量下滑。在量增不再支持行业规模增长下，啤酒厂产能过剩、价格战拖累利润等问题日益凸显，产能优化和高端化转型成为改善盈利能力的必要路径。2015年，润啤聚焦啤酒业务的长远发展，出售零售、食品及饮用水等非啤酒业务予华润集团，更名为华润啤酒控股公司。2016年，润啤与百威英博（Anheuser-Busch InBev SA/NV）达成协议，以16亿美元购入南非酿酒集团亚洲有限公司（SABMiller Asia Limited）持有的华润雪花啤酒49%股权，使华润雪花啤酒成为全资附属公司。2017年，润啤加入啤酒行业高端化浪潮，提出“3+3+3”发展战略，目标2025年在利润和高端酒销量全面赶超国际一流公司。

我们认为从1993年到2006年，华润啤酒能够通过收并购、市场化管理的方式在13年的时间里实现了从无到行业第一的成就，主要基于几个原因：1) 啤酒行业自身的特点：啤酒行业属于重资产、低毛利，需要依赖规模效应摊薄成本。工业啤酒同质化较为严重，属于快消品的范畴，品牌溢价能力有限。**2) 华润自身的战略与管理：**在啤酒行业快速发展的早期阶段便切入市场，通过收并购快速形成规模、渠道优势，经历了较为完整的发展周期。公司依靠精细化的管理和运作，不断提升市场竞争力。

白酒行业集中度仍有空间，但存在难点。1) 对比白酒和啤酒的行业集中度，白酒行业CR5（营收口径）从2017年的22%提升至2022年的43%，仍有上升空间；啤酒行业CR5（销量口径）从2013年到现在，稳定在70%左右，集中度提升空间有限。2) 高端白酒企业品牌价值逐步加深较难突破，次高端、区域龙头仍有整合空间。但由于白酒企业实控人多为地方国企，是当地税收贡献的重要来源，因此存在一定难度。

2.3. 华润具备资金、管理、产业优势

我们认为华润进军白酒行业，具备**资金实力、产业资源、管理赋能**三个优势。

第一，资金实力。1) 前文我们提到，白酒企业的大股东，需要具备强有力的资金实力。由于白酒需要时间的沉淀，品牌价值不断提升形成壁垒，技术及创新变革相对缓慢，因此稳定的组织结构尤其重要。只有具备一定资金实力的主体才能不依赖于白酒业务的发展，立足长

远。2) 以 2022 年数据为例，华润集团资产总额突破 2.3 万亿元，营业收入 8187 亿元，净利润 642 亿元。

第二，产业资源。1) 一方面，白酒行业消费群体广泛，可以实现跨区域、跨行业销售，可以借助华润集团产业资源；另一方面，华润集团旗下银行、信托等金融机构，有利于实现产融结合，从而降低产业的融资成本，提升金融对产业的服务效率。2) 华润集团业务涵盖大消费、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，下设 26 个业务单元，一家直属机构，实体企业 3,077 家，在职员工约 37.5 万人。旗下内地 8 家上市公司包括华润三九、华润双鹤、华润江中、华润微电子、华润化学材料、博雅生物、东阿阿胶、昆药集团。香港 8 家上市公司包括华润啤酒、华润电力、华润置地、华润水泥、华润燃气、华润医药、华润医疗、华润万象生活。3) 华润集团旗下，通过华润啤酒、华润万象等，建设了分布全国的强大渠道网络，为白酒行业提供天然优势。

表 3：华润集团旗下多个业务占据行业领先地位

业务板块	旗下公司	持股方式	收购/启动时间	2022 年营收 (亿元)	行业地位
大健康	华润三九	控股	2007	180.79	华润三九拥有年销售额过亿元品种 28 个。中国非处方药协会发布的非处方药企业综合排名中名列前茅，999 感冒灵颗粒连续多年荣获感冒咳嗽类（中成药）第一名。
	东阿阿胶	控股	2008	40.42	行业第一梯队，市场规模占比第一。
	华润江中	控股	2018	38.12	“中国非处方药物行业发展 30 周年十大突出贡献企业”，连续 20 年荣登世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”榜，品牌价值 376.29 亿元。
大消费	华润啤酒	控股	1993	352.63	中国上市公司 500 强。
	华润万家	控股	2003	692.35	业务覆盖中国内地及香港市场。现在全国 112 个城市经营约 3300 家门店，全国员工 95000 多名，超市业务连续多年位居中国前列。
	华润怡宝	控股	1996	156.24	2022 年，华润怡宝主营业务收入饮料行业排名第六，包装水产品类份额稳居行业前二，饮料产量行业排名前三。
	华润五丰	控股	1954	116.42 (2021 年)	华润五丰是香港最大的中国食品经销商之一，华润五丰是香港最大的中国食品经销商之一。业务覆盖中国内地及香港市场，主营肉食、粮食、综合食品、现代农业并代理国内外各类优质产品公司旗下黎红花椒油、五丰米粉业务经营规模位居行业前列。富春包点、五丰冷食、供港业务的经营业绩在区域市场中表现突出。肉食业务拥有 4 个大型肉类屠宰加工中心，在杭州、深圳拥有冷库及肉类交易市场，在全国拥有 1000 多家鲜肉销售直营店和 4000 多个分销点。五丰、五丰行等是享誉全国的知名品牌。

资料来源：华润医药官网、华润三九官网、东阿阿胶官网、华润双鹤官网、华润医药商业集团官网、华润江中官网、博雅生物制药集团官网、华润医疗官网、华润啤酒官网、华润万家官网、华润怡宝官网、华润五丰官网等，信达证券研发中心

第三，管理赋能。1) 作为央企，华润较早受西方思想的影响，推行市场化改革。产业布局稳扎稳打，多个领域均打造出行业第一的水平。集团层面推行 6S 战略体系和 5C 财务管理体系，这是公司管理的有效支撑。2) 以啤酒为例，华润啤酒的管理具备市场化、精细化的特点，通过规定动作实现跨区域的快速复制，使得华润啤酒通过规模优势快速实现销量第一。

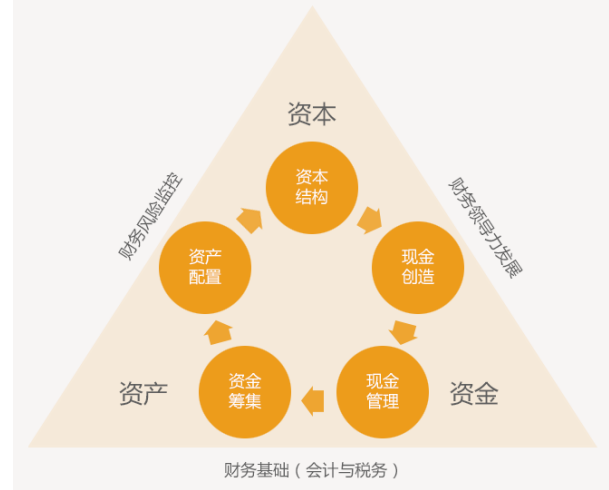
- 6S 是战略规划体系、业绩评价体系、内部审计体系、经理人考评体系、管理报告体系和商业计划体系等 6 个 System 的简称，是华润从自身特点出发探索的多元化控股企业管理模式，是华润的核心管理体系。6S 使华润集团多元化企业管理模式更科学有序，整体管理架构变得更加扁平，管理层可以及时、准确地获取管理信息，有力地促进了总部战略管理能力的提升和战略导向型组织的形成。
- 5C 体系是以资本、资金、资产管理为主线，以资本结构（Capital Structure）、现金创造（Cash Generation）、现金管理（Cash Management）、资金筹集（Capital Raising）和资产配置（Capital Allocation）为核心的价值型财务管理体系。5C 体系内在的逻辑循环：公司在价值创造过程中，首先考虑资本来源、资本成本和结构比例，设定公司资本结构；通过经营活动将资本转化为有竞争力的产品或服务，实现现金创造，获得持续增长所需的内部资金来源；通过付息、派息、现金周转与资金集中等进行现金管理；通过与资产结构相适配的资金筹集安排，获得持续增长所需外部资金来源，并通过资产配置活动动态调整资产组合以实现公司价值持续增长，从而形成价值创造的完整循环。

图 26 华润 6S 管理体系提升战略规划水平



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

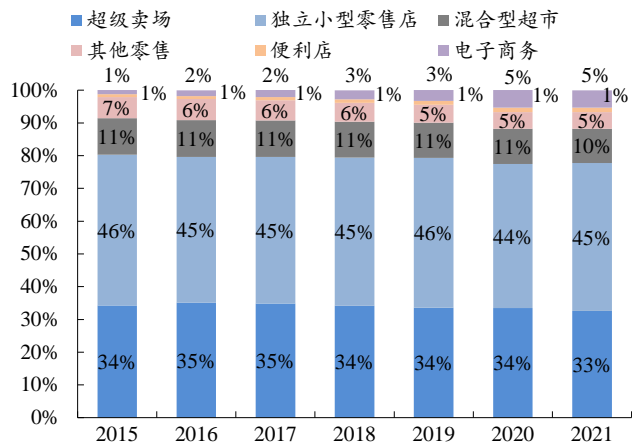
图 27 华润 5C 财务管理体系完善价值创造完整循环



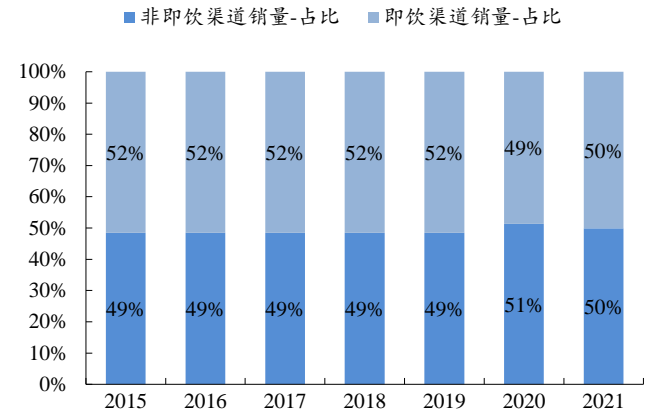
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

“啤白融合”的商业模式，核心在于组织相连、人才共用、渠道共享、终端合建。1) 华润集团具备完善的管理体系和组织架构，相比于其他央企和国企，具备更加市场化的体系和激励机制。2) 华润啤酒的元老级高管，经历了华润啤酒行业的周期，部分经验可以应用于白酒行业，延续华润的集团文化。部分华润啤酒的经销商，尤其是大商，本身也参与白酒行业的销售业务，具备天然优势，有利于增厚经销商利润、降低运营成本。3) 华润集团依靠旗下华润啤酒、华润万家，在全国的渠道布局，相比于其他白酒企业具备天然优势。4) 终端的建设和扩展有利于实现产业协同、降低经营成本。

光瓶酒与啤酒的渠道重合率约为 90%。1) 啤酒的销售渠道分为现饮渠道和非现饮渠道，其中现饮渠道为餐饮和夜场，而非现饮渠道为 KA、现代新零售渠道、销售罐装酒为主。根据欧睿数据，2020 年现饮渠道销量占比从 52%下降至 49%，非现饮渠道超过 50%。2) 与啤酒相比，光瓶酒销售渠道的差异主要在于，光瓶酒可以进入烟酒店，且夜场占比较小。

图 28 2020 年我国啤酒非现饮渠道电子商务达 5%


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 29 2020 年我国啤酒销售非现饮渠道超过 50%


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

2.4. 华润酒业“1+1+N”策略，2025 年目标过百亿

2018 年起华润在白酒领域开启新一轮布局，2020 年成立华润酒业，力图复制啤酒成功路线。华润自 2018 年参股山西汾酒成为第二大股东后，开启了白酒事业版图。2020 年，华润雪花啤酒成立全资子公司华润酒业。此后，华润酒业通过增资收购等方式，先后参股/控股了景芝白酒、金种子酒、金沙酒业。从华润的选择看，既包括名酒，又包括地产酒；从香型看，涵盖了清香、酱香、馥合香等多个香型，体现了其发力白酒业务的雄心壮志。

表 4：2018 年起华润在白酒领域开启新一轮布局

2018 年 2 月	华润集团旗下的华创鑫睿有限公司以每股转让价格为 52.04 元，总金额 51.6 亿元受让山西汾酒 9915 万股无限售流通股，成为山西汾酒第二大股东，持股比例为 11.38%。	汾酒是清香型白酒国家标准的制订者之一，主要产品汾酒是我国清香型白酒的典型代表，竹叶青酒是著名的保健养生酒，在国内外享誉盛名。汾酒被誉为“中国白酒产业的奠基者、传承中国白酒文化的火炬手、中国白酒酿造技艺的教科书、见证中国白酒发展历史的活化石”。
2021 年 8 月	华润酒业与嘉兴鼎晖投资通过增资方式收购山东景芝酒业股份有限公司的全资子公司山东景芝白酒有限公司合计 60% 的股权。华润酒业持有景芝白酒 40% 的股权，成为景芝酒业第一大股东。	景芝酒厂位于山东省潍坊安丘市景芝镇，诞生于 1948 年，集 72 家酿酒作坊为一体组建而成。其产品景芝白乾酒，1915 年作为山东白酒代表参展巴拿马万国博览会，1959 年入展印度国际博览会。荣获第一届山东名酒、首届中国八大大众名白酒和首批“中华老字号”。2018 年至 2020 年分别实现营业收入分别为 9.99 亿元、12.22 亿元、11.25 亿元，实现净利润分别为 0.52 亿元、0.56 亿元、0.75 亿元。
2022 年 2 月	华润集团旗下华润战投拟收购其控股股东金种子集团有限公司 49% 股权。股权转让完成后，阜阳投资发展集团有限公司持有金种子集团股权比例将由 100% 降至 51%，金种子酒的实际控制人仍为阜阳市国资委。6 月 24 日股权转让完成，并完成工商变更登记。	金种子酒，是徽酒四朵金花之一，地处于淮河支流——颍河之滨，是黄淮名酒核心地带。公司充分发挥黄淮流域优越的自然环境禀赋，以及酿酒微生物种类等优势，采用“老五甑混蒸混烧”、“高温润料堆积”、“辅料集中清蒸”等传统酿造技艺，运用“恒温蕴藏”新工艺，开创“柔和型白酒”新品类，造就了金种子酒“香气幽雅、口味细腻、绵甜净爽”的独特韵味。
2022 年 10 月	华润酒业控股有限公司通过增资扩股	金沙酒业位于贵州省金沙县，1963 年荣获首届贵州八大名

和股权购买的方式，获得了金沙酒业 55.19%的股权，增资加购股合计人民币 123 亿元。

酒称号。作为酱香名酒，公司年产基酒达 2.4 万吨，基酒库存超 5 万吨。2022 年，金沙回沙和摘要双品牌价值合计 1697.67 亿，位居中国白酒第 11 名。销售市场遍及贵州、山东、河南、北京、广东、广西、江苏、湖南、湖北、安徽等 31 个省及直辖市。“十四五”期间，公司将投入 85 亿元进行产能扩能，将实现 5 万吨/年基酒产能和 20 万吨基酒储存规模。

资料来源：公司公告，公司官网，东方财富网，同花顺，酒业内参，山东财经头条，山东省品牌建设促进会，速豹财经，名酒观察，金沙酒业，新浪财经，信达证券研发中心

白酒坚持三年发力的原则，短期目标向百亿迈进。根据云酒头条的报道，关于华润酒业未来三年“白酒新世界”的规划，要在速度上追求稳健，布局上追求优质，坚持三年发力的原则——第一年要打好基础，真正从品牌重塑、渠道建设、市场管理等方面夯实基础，更为重要的是成立技术研究院，保证产品品质在未来持续升级；第二年逐步发力，让产品走向良性发展的道路；第三年实现快速增长。华润酒业目前有一个短期目标：向百亿迈进。从开始的学习阶段，到持续稳定赋能阶段，再到最后的繁荣发展阶段，希望通过这三个阶段的努力，推动整个华润酒业做大、做强、做优。

2023 年-2029 年，华润酒业“1+1+N”策略：打造一个全国性高端品牌，做大一个全国高线光瓶酒品牌，做成 N 个高价值的区域品牌。根据云酒头条的报道，在华润金沙酒业首场经销商大会上，华润酒业公布了 2023-2029 年的“3+3”战略。华润酒业将致力于整合资源、与啤酒联合，打造“啤+白”模式；做大白酒业务规模，形成若干片区根据地市场；白酒业务整合，打造白酒全国性头部企业。其中布局策略为全国布局、重点突破、“蘑菇”发展。未来华润酒业可能率先在西南、华东、华中打造成根据地市场，然后再复制发展。品牌策略“1+1+N”则包括：打造一个全国性高端品牌，做大一个全国高线光瓶酒品牌，做成 N 个高价值的区域品牌。

十四五末，华润白酒行业销售规模力争达到 150-180 亿。证券时报 7 月 17 日报道，华润啤酒（控股）有限公司党委书记、董事会主席、金沙酒业董事长侯孝海在专访期间表示，华润酒业方面制度体系更加完善，并购金沙、景芝、金种子三家酒企，贴合了公司“以酱香为龙头，芝麻香和馥合香为组合”的白酒战略，华润有信心构建出独特的竞争力，从 50 亿起步，逐步向百亿以上发展。在“十四五”末，争取能够形成啤酒+白酒的销售规模在 500 亿-600 亿，使白酒产业在华润酒业产业中占比达到 30%左右。未来，将进一步发展成为啤酒、白酒销售额各占 50%，形成双轮驱动发展的完整业务模式。

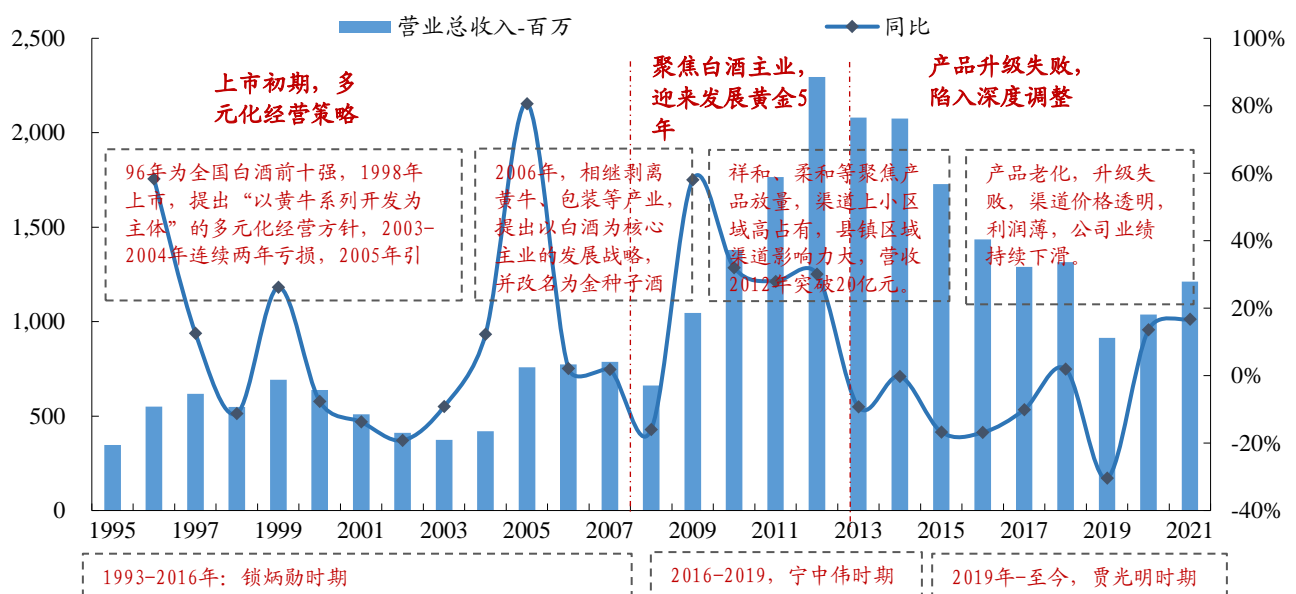
3.公司受益于徽酒次高端升级、光瓶酒提速

3.1.金种子具备地产名酒基因，特殊香型形成错位竞争

尽管近年来，金种子酒因为改制无果、管理不当等深陷调整，但我们相信，在华润入主、改革提速的基础上，金种子酒在三十余年发展过程中沉淀的优质禀赋能够支撑其在未来的发展中再度创造辉煌。其禀赋主要包括地产名酒基因、基酒资源充足、特殊香型。

金种子前身为阜阳市酒厂，始建于 1949 年 7 月，为共和国最早的酒厂之一，地处淮河支流——颍河之滨，酿酒历史悠久，可追溯到魏晋时期，系直接传承明代大升酒坊和民国蕴泰酒坊的老字号企业。1994 年底，阜阳市酿酒厂正式改名安徽种子酒厂，“种子”酒由此而来。公司现有“金种子”“醉三秋”“种子”“和泰”“颍州”等五大白酒品牌，其中“金种子”“醉三秋”两个商标荣获中国驰名商标。目前主要产品包括金种子馥合香，醉三秋 1507，徽蕴金种子，柔和种子酒，柔和经典种子酒等，为安徽省内销售体量排名前列的白酒品牌。

- **2007-2012年：聚焦白酒核心业务，迎来黄金发展五年。**2007年，在股权分置改革的时机下，公司重新确立了以白酒为核心主业的发展战略，相继剥离黄牛、包装等多元化产业，并于当年更名为“金种子酒”，聚焦资源主推醉三秋地蕴、柔和种子酒、祥和种子酒等产品，卡位当时安徽省内大众消费的主流价位带，避开竞争激烈的商务和政务消费。公司在2009年设立了阜阳酒业销售公司，加强了渠道的体系化运营，区域上强调地区和县级小板块，采用小区域高占有的打法，终端销售队伍庞大，聚焦资源打造核心大单品，对于价盘上提价和稳价相结合，保障渠道商的利润。这一阶段，公司抓住了白酒行业黄金发展末期的五年，产品精准卡位，成功打造战略单品柔和种子酒，2012年白酒业务营收突破20亿大关，跻身徽酒第一梯队。
- **2013-2016：产品升级失败，寻求改制未果，金种子深陷调整。**2012年后，受到“塑化剂”和“三公消费”的影响，白酒行业深陷调整，金种子亦受影响，金种子由于主打产品祥和和柔和运营多年，价格相对透明，渠道推力不足。同时应对行业调整，省内竞争对手古井主打的献礼产品终端下调价格，导致柔和产品的市场空间遭受挤压，2013年金种子促销费用提升明显，但由于促销过度导致终端价格体系进一步混乱，对于市场和渠道均造成一定伤害。2015年白酒行业逐步进入上行周期，安徽省内白酒持续消费升级，而卡位100元价位带以上的徽蕴系列未能及时起量，产品升级失败下，金种子白酒业务营收下滑严重。金种子也在积极寻求股权改制，但均以失败告终。
- **2016-2019年：推出馥合香和健康酒，未能止住营收进一步下滑。**2016年4月，锁炳勋退休，宁中伟、张向阳等管理团队履新。应对内部业务不断下滑，新任管理层谋求变革，2017年公司通过“金种子1号”和“金种子2号”资管计划向部分优秀经销商相关人员发行股票，深度绑定经销商，但没有能够实现员工股权激励和引入战略投资者。产品推新端，考虑到公司白酒+医药业务的复合发展背景，金种子开发出健康酒产品，“和泰苦荞酒”和“东方神草”，终端定价138-158元，卡位100-200元的消费带，但由于健康酒市场相对小众，最终市场反映平淡。公司也在2016年推出高端产品馥合香中国力量，主攻300元以上的高端市场，但由于内部管理和渠道没有理顺，产品推新均没有成功。产品老化、渠道推力不足、管理体系混乱等问题没有得到根本性的改变，金种子白酒业务继续下滑。

图 30 金种子历经三十年浮沉


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

拥有七口明代古窖池，基酒储备足，酒质有保障。据安徽文物局鉴定，金种子老厂区拥有的

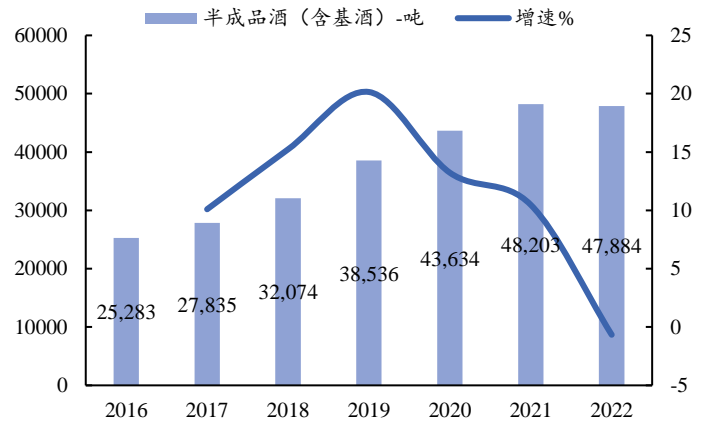
七口古窖池为黄淮地区窖龄最老、连续沿用时间最长，保存最为完整的大曲酒发酵窖池之一，被誉为“中原第一窖”。白酒行业内素有“千年老窖万年糟”，越老的窖池微生物和香味物质就越多，七口明代古窖池对于公司高酒质形成强有力的支撑。公司基酒储备充足，2022 年半成品酒为 4.8 万吨，具备坚实的基酒基础。

图 31 金种子拥有七口明代古窖池



资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

图 32 金种子基酒储备充足



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

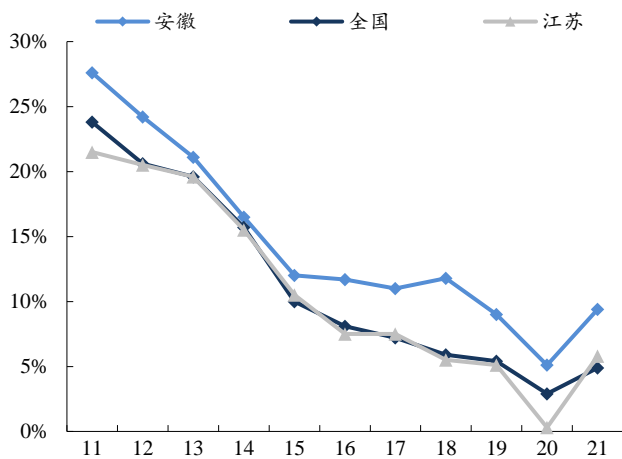
多香融合是白酒发展趋势之一，馥合香作为独特香型利于金种子扩展新品类形成错位竞争。

1) 从过去十几年白酒香型的发展历程来看，随着科技发展和酿造技术的改变，消费者喜好也从清香、浓香到酱香逐步过渡。未来白酒香型的发展，多香融合是一种新趋势。因此，不少酒企涉足复合香型、小众香型，以此实现多品类扩张。2) 金种子馥合香，是多香共生的白酒创新香型，是芝麻香、浓香、酱香的三香叠加。这一品类的创新，引发了中国白酒行业的高度关注。白酒行业泰斗梁邦昌、中国酒业协会理事长宋书玉曾率队对其进行专项鉴评，其品评结果为“浓芝酱馥郁典雅，绵甜醇厚丰满。诸味谐调，回味悠长，空杯留香幽雅，具有本品独特风格。”

3.2. 徽酒次高端有望升级扩容，光瓶酒增速超越行业迎新机遇

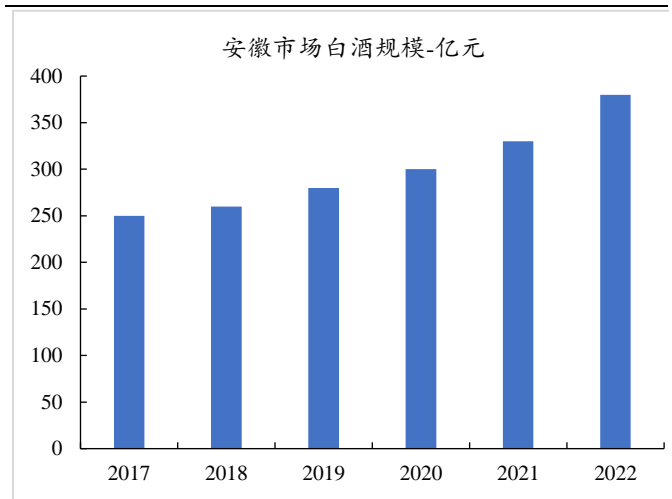
3.2.1. 安徽经济发展提速，白酒市场规模居全国前列

安徽省经济发展提速为消费增长提供支撑，白酒市场规模约 330 亿元位居全国前列。1) 近年来，安徽省经济活力不断增强，固定资产投资增速明显高于全国平均水平、江苏，给省内白酒行业发展带来强力支撑。2) 在《2021 年中国白酒消费洞察白皮书》中，安徽省从饮用白酒渗透率、人均白酒饮用量以及白酒饮用频率三个维度综合考评后，被列为“饮酒力”第三名，仅次于四川、云南。3) 2017 年-2021 年，安徽白酒市场不断扩容，整体规模从 2017 年的 250 亿提升至 2021 年约 330 亿元，四年 CAGR 约为 7%。

图 33 安徽省内固定资产投资相较全国更为活跃


资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：固定资产投资完成额:累计同比

图 34 安徽省白酒规模持续扩张


资料来源：微酒，酒食汇，酒业家，酒说、华经产业研究院，

信达证券研发中心

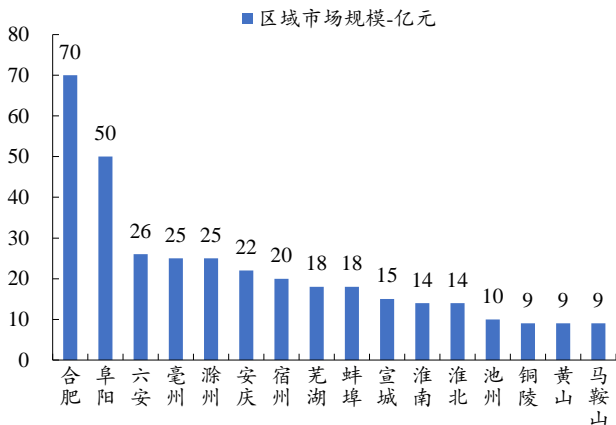
从价格带看，百元以下规模较大但以非上市地产酒为主；中高端作为主流价格带是徽酒竞争的主战场；次高端是徽酒与名酒博弈的阵地。1) 100 以下价格带约 110 亿规模占据全省 30% 的份额，主要参与者包括宣酒、文王等地产酒，以及牛栏山、老村长、玻汾等全国性光瓶酒品牌，不作为徽酒发力主战场。2) 中高端（100-300 元）市场规模约 130 亿约占 40%，是目前地产酒竞争最为激烈的价格带，古井、口子窖、迎驾市占率较高，省外品牌洋河在该价位带具备相对高的体量。3) 次高端（300-800 元）份额占比约 15% 左右，对应约 50 亿规模，该价位带是徽酒与名酒竞争的战场，近年古井凭借古 20 快速放量，在该价位带占据一定话语权。4) 高端（800 元以上）约 40 亿体量，茅五占据绝对优势，徽酒势力较弱。

表 5：安徽省内强势品牌竞争主流为中高端价格带

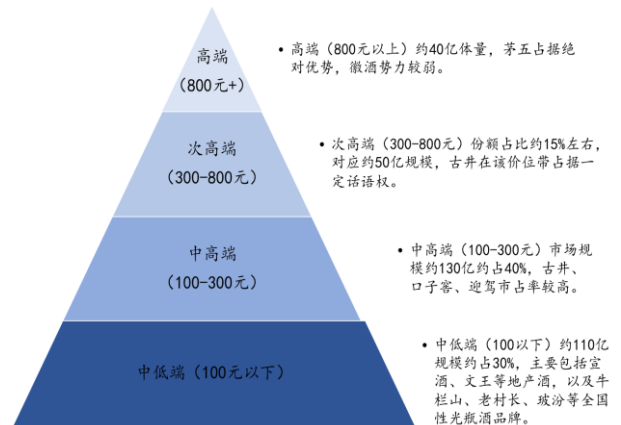
价格带	100-200	200-300	300-400	400-600	600+
古井贡酒	古 5	古 8	古 16	古 20	古 26/年 30
口子窖	口子窖 6	口子窖 10	口子窖 20	兼香 518	口子窖 30
迎驾贡酒	洞 6	洞 9	洞 16	洞 20	洞 30
洋河股份	海之蓝	天之蓝		M3	M6+

资料来源：今日酒价，信达证券研发中心 注：根据批价划分价格带

合肥、阜阳是安徽白酒消费重要战场。按区域看，皖北地区如阜阳、亳州民风彪悍、饮酒量最大，市场规模约 140 亿；皖中地区如合肥等，经济发展水平和人口基数较高，市场规模约 140 亿；皖南地区经济基础较为薄弱，白酒市场容量约 50 亿左右。以 2021 年酒食汇数据为例，市场规模排名前两位的分别是合肥、阜阳，分别对应 70、50 亿市场规模，合计超过安徽省三分之一的市场。

图 35 2021 年合肥、阜阳市市场规模位居前列


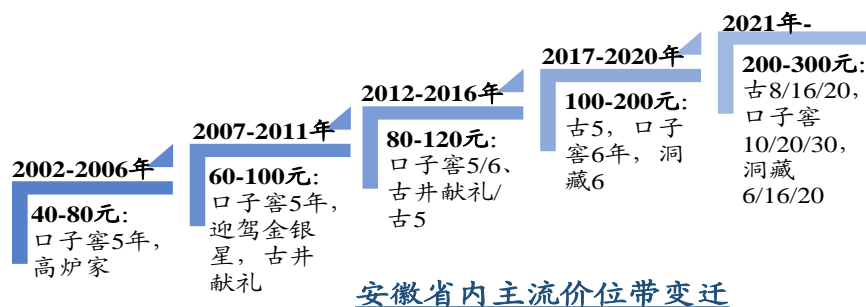
资料来源：酒食汇，信达证券研发中心

图 36 安徽省白酒规模随价格升高逐级降低


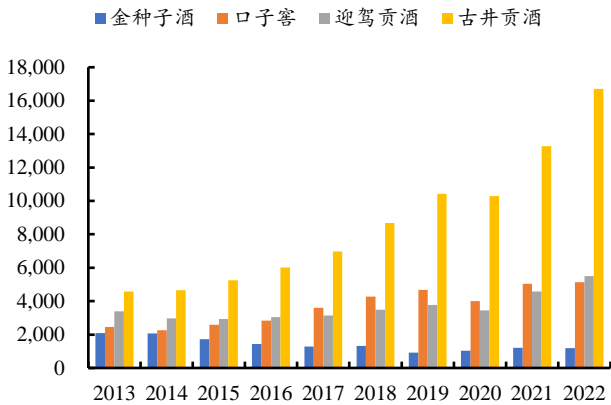
资料来源：信达证券研发中心整理

3.2.2.次高端有望升级扩容，“徽酒四杰”形成错位竞争

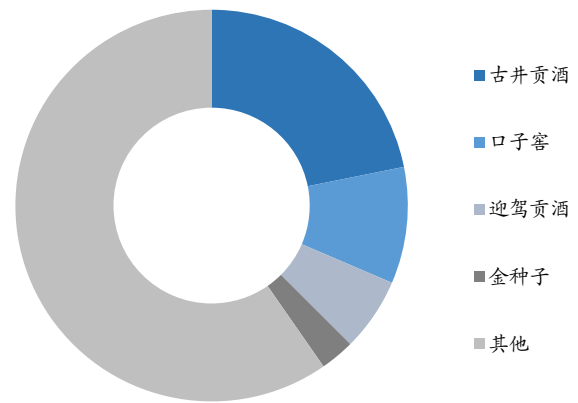
近二十年来省内主流消费价位带逐步换挡，目前省内形成一超多强格局。1) 安徽作为白酒产销大省，拥有古井贡、口子窖、迎驾贡、金种子四大上市酒企，及高炉家、宣酒、皖酒等区域名酒、规模以上白酒企业 100 余家。2012 年以前，古井贡、口子窖、迎驾贡彼此间竞争激烈，难分高下。随着古井贡酒年份原浆持续发力，逐步拉大与当地酒企的差距，目前古井在省内市占率预计超过 20%，整体“一超多强”的竞争格局显著，金种子市占率下滑。2) 具体到省内地产酒各个价位带的竞争，100-200 价位带目前主要的参与者包括古 5、口子窖 6、海之蓝及洞 6 等，其中古 5 和口子窖 6 在该价位带占领较大份额，目前洞 6 在终端市场表现较为强劲，对古 5 及口子窖 6 的份额预计形成一定的威胁。200-300 价位带主要包括古 8、口子窖 10、天之蓝、洞 9 等核心单品，其中古 8 凭借卡位精准，享受省内消费升级红利，占据主要份额。300-400 价位带古 16 和口子窖 20 具备一定体量，古 20 卡位 500 元以上价位实现较快增长，剑南春也在该价格带占领较大份额。

图 37 安徽省内主流消费价位带逐步换挡至 200-300 元


资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

图 38 金种子营业收入下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 营业总收入-百万元

图 39 省内一超多强竞争格局显著


资料来源: Wind, 酒食汇, 信达证券研发中心 注: 2020 年数据, 根据省内各公司市场规模和安徽省行业总规模进行估算

我们认为, 随着安徽省经济发展进一步提速, 主流价位带有望进一步升级, 次高端有望扩容。此外, 由于徽酒目前在省内是“一超多强”的竞争格局, 古井市场份额领先, 对于古井而言, 不仅要做好省内市场, 更要依托年份原浆系列积极推动走向全国; 而对于迎驾、口子窖、金种子而言, 由于营收规模差距相对较小, 且与古井形成错位竞争, 因此竞争格局尚未完全稳定。

3.2.3. 光瓶酒增速超越行业, 行业集中度仍有提升空间

过去八年光瓶酒市场规模 CAGR+14% 远高于白酒行业 CAGR+2%, 预期 2024 年市场规模将超过 1500 亿元。据中国酒业协会数据, 光瓶酒市场规模从 2013 年的 352 亿元增长至 2021 年的 988 亿元, CAGR 为 14%; 而白酒行业市场规模从 2013 年的 5018 亿元增长至 2021 年的 6033 亿元, CAGR 为 2%。预计光瓶酒 2022-2024 年增速可达 16%, 到 2024 年市场规模将超过 1500 亿元。其增长来源一方面随着消费习惯回归理性, 光瓶酒抢占一部分百元盒装酒的市场, 另一方面是以汾酒为代表的全国性名酒通过提价、推出高线光瓶酒, 不断突破价格天花板。

高线光瓶酒有望成为中长期发展的重要增量。从价格带看: 1) 30 元以下产品主要为牛栏山/老村长, 该价位带消费者对价格敏感度较高, 产品依赖渠道推力, 因此性价比、购买便利性较为重要, 我们认为该价位带后续将维持稳定增长; 2) 30-60 元价位带主力大单品为 55 元玻汾, 该价位带消费者对品质、品牌具备一定认知, 随着消费人群迭代、消费习惯回归理性, 我们认为该价位带将逐步抢占百元盒装酒份额, 实现较快发展; 3) 60 元以上价位带, 老窖、汾酒、郎酒等均有布局, 目前份额较小, 尚未形成稳定格局。我们认为该价位带品牌、产品是主要竞争因素。

表 6：百元以下光瓶酒产品众多

系列	核心产品	度数	推出时间	价格（元）	产品展示
牛栏山	牛栏山陈酿白瓶	42	2009	16/500ml	
	新一代牛栏山	43	2020	30/500ml	
	牛栏山金标陈酿	42.3	2022	48/500ml	
老村长	香满堂	42	2001	19/450ml	
	幸福小酒	45	2016	10/125ml	
	尚星	45	2001	10/250ml	
五粮液	五粮液绵柔尖庄	50	2013	39/500ml	
西凤	西凤绿瓶	55	2014	59/500ml	
汾酒	黄盖玻汾	53	2019	55/475ml	
	红盖玻汾	42	2019	57/475ml	
	乳玻汾	48	1996	62/475ml	
	出口玻汾	53	1995	63/500ml	
	竹叶青	45	1915	62/475ml	
郎酒	顺品郎红顺	45	2017	60/480ml	
	顺品郎蓝顺	45	2021	80/480ml	
今世缘	今世缘高沟白标	42	2022	98/500ml	

泸州老窖

泸州老窖黑盖

42

2022

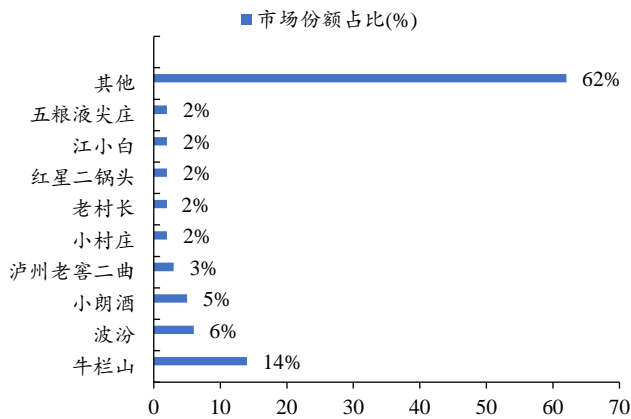
98/500ml



资料来源：华夏酒报，淘宝，天猫，京东等，信达证券研发中心

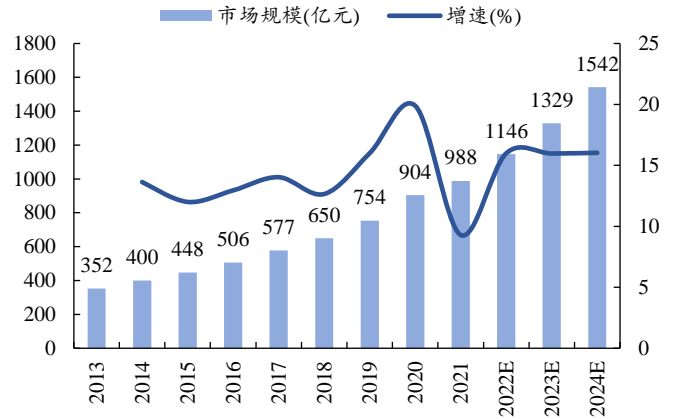
三股势力同行，行业 CR3 约为 25% 仍有提升空间。1) 据华经产业研究院统计，2020 年光瓶酒行业 CR3 为 25%，牛栏山/玻汾/小郎酒占比分别为 14/6/5%。2) 从参与者看：全国性名酒更倾向于走高端化道路，光瓶酒对利润贡献较为有限且需要渠道下沉，因此前五大名酒中仅汾酒打造出大单品玻汾。地产酒因品牌认知度有限、渠道地区化布局，在当地销售占比高，走向全国需要进行消费者培育和渠道发力，因而存在一定难度。以江小白、光良为代表的后起势力，通过营销手段创新、包装设计创新等，吸引年轻消费群体，实现了从 0 到 1 的突破。

图 40 2020 年中国光瓶酒市场竞争格局情况



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 41 中国光瓶酒行业市场规模逐年攀升预计增速放缓



资料来源：中国酒业协会，华经产业研究院，信达证券研发中心

4. 公司改革提速，坚持“做强底盘、做大馥合香”

4.1. 推进组织/品牌/产品重塑，高管增持提振公司发展信心

2022 年 2 月公司公告，华润战投将受让金种子集团有限公司 49% 股权，2022 年 7 月 8 日，华润系高管何秀侠、何武勇、金昊分别就任公司总经理、副总经理、财务总监。

从何秀侠、何武勇等目前任职高管的履历来看，多为华润资深老将，且具备丰富的市场运作经验。公司聘任何秀侠为总经理；何武勇、徐三能、陈兴杰为公司副总经理；金昊为公司财务总监；金彪为公司董事会秘书；杨红文为公司总工程师。何秀侠曾于 2000 年 11 月至 2022 年 6 月在华润雪花啤酒工作，曾任华润雪花安徽区域副总经理；晋陕区域、河南区域总经理；何武勇曾于 2004 年 5 月至 2022 年 6 月在华润雪花啤酒工作，曾任华润雪花安徽区域公司人力资源部经理；晋陕区域、江苏区域、苏沪区域副总经理；金昊曾于 2001 年 11 月至 2022 年 6 月在华润雪花啤酒工作，曾任华润雪花财务部经理；华润雪花甘肃区域、黑吉区域及山东区域财务总监。

表 7：华润系高管履历丰富

姓名	公司	任职	主要简历
侯孝海	金种子酒业股份有限公司	董事	华润啤酒有限公司首席执行官,华润雪花啤酒有限公司董事长
魏强	金种子酒业股份有限公司	董事	华润雪花啤酒有限公司财务总监,华润啤酒有限公司执行董事及首席财务官
何秀侠	金种子酒业股份有限公司	董事,总经理	华润雪花啤酒晋陕区域公司总经理,华润雪花啤酒河南区域公司总经理
杨云	金种子酒业股份有限公司	副总经理	华润啤酒江苏区域常州工厂总经理、华润啤酒江苏区域南京工厂总经理
刘辅弼	金种子酒业股份有限公司	副总经理	华润雪花啤酒有限公司副总经理、华润雪花啤酒有限公司执行总经理、华润雪花广东区域公司党委委员、副总经理
何武勇	金种子酒业股份有限公司	副总经理	华润雪花啤酒晋陕区域公司总经理助理及副总经理、润雪花啤酒苏沪区域公司副总经理
金昊	金种子酒业股份有限公司	财务总监	华润雪花啤酒黑吉、甘肃区域公司财务总监,华润雪花啤酒山东区域公司营销中心财务总监
屠华	金种子酒业股份有限公司	监事	华润雪花啤酒投资有限公司财务部副总监,华润雪花啤酒投资有限公司审计部总监
许艳梅	金种子酒业股份有限公司	监事	华润雪花啤酒投资有限公司法律合规部总经理、华润雪花啤酒总法律顾问

资料来源：公司公告，东方财富网，信达证券研发中心

5月公告部分高管拟增持合计约320-420万，体现对公司未来发展的信心和投资价值的认可。根据公司5月23日公告，部分董事及高级管理人员拟于2023年5月23日起6个月内，通过集中竞价交易方式增持公司股份，合计增持金额不低于320万元且不超过420万元。

- **增持主体：**本次计划增持人员包括公司董事、总经理何秀侠女士，副总经理何武勇先生，董事、总工程师杨红文先生，副总经理徐三能先生，副总经理杨云先生，董事、董事会秘书金彪先生，财务总监金昊先生。
- **本次增持体现了公司董事、高管对公司未来发展的信心和长期投资价值的认可。**据经济观察网报道，5月26日，金种子酒召开2022年及2023年一季度业绩说明会，何秀侠称对公司的信心来源于三点，一方面金种子酒具备“基酒储备及产能储能、技术团队的核心技术能力、企业历史文化底蕴、品牌曾经的影响力”优势；另一方面有华润的管理经验、管理实践赋能，在市场化用人机制和渠道资源上能与金种子酒共享；最后有政府全方位支持，以及金种子酒一系列的市场举措得到了经销商和终端的认可和接受。

表 8：公司高管拟增持 320-420 万元

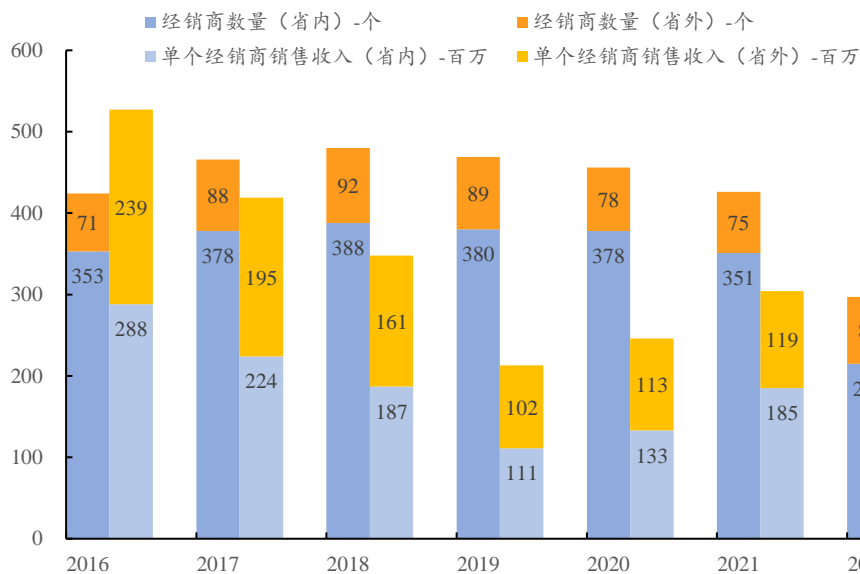
序号	姓名	职务	拟增持金额（万元）
1	何秀侠	董事、总经理	100-120
2	杨红文	董事、总工程师	40-50
3	徐三能	副总经理	40-50
4	何武勇	副总经理	40-50
5	杨云	副总经理	30-50
6	金彪	董事、董事会秘书	40-50
7	金昊	财务总监	30-50
合计			320-420

资料来源：公司公告，东方财富网，信达证券研发中心

据酒业家报道，公司基本完成组织架构、销售架构的调整。

- **组织架构重建：**成立营销中心，建立起服务一线的统一的销售支持后台，完成了安徽省内以及环安徽四省一市的销售组织布局。完成了公司部门及生产系统的组织结构重塑和人员的优化配置，实现了管理扁平化、岗位职责专业化，管理效率得到大幅提升。
- **销售团队管理：**据公司介绍，目前金种子销售队伍主要是“三三制”，来自管理的核心骨干占比 20%左右，原金种子团队占比 40%-50%，外聘有白酒经验者占 20%，形成三股力量。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，构建销售队伍“职务能升能降、人员能进能出、工资能上能下”的管理机制。确定“事业部+大区+销售部”模式，通过大练兵、春节大会战两轮业务实践，推行赛马机制，推动业务回归本质，提升市场营销质量。
- **经销商管理：**对经销商采取扶优扶强的管理措施，保障主要经销商利益。要求各市场经销商严格按照公司指导价格进行销售，确保产品销售价格体系的稳定。一是拓展新经销商，通过制定区域经销商建设规划，开展区域内经销商普查，对标市场运作需求筛选目标经销商，谈判沟通确定合作意向，合作方案上报审批并签约；二是促进现有经销商能力提升，通过测算市场运作渠道能力需求，对现有经销商能力评估，明确经销商能力提升项目及制定提升计划，逐步推动经销商在硬件条件、运营能力、管理水平等方面持续提升。

图 42 2022 年经销商数量明显下降



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司 2023-2025 年的战略规划是“做强底盘、做大馥合香；提质增效，再创新辉煌。”其中，产品战略是“聚焦主线，做强 3+3”，即“头号种子、柔和、大师”+“馥 7、馥 9、馥 20”。

品牌重塑方面：一是坚持“一体两翼”的品牌战略，即以金种子馥合香为核心品牌主体、以醉三秋、种子品牌确定 14 支主产品线，包括光瓶酒、馥合香系列产品等，不断改进和完善主产品线，培育、做大各细分单品，实现以金种子馥合香为体，柔和种子酒和高端品牌醉三秋共同发展；二是围绕馥合香品牌重塑方案，优化现有产品结构，完成主线产品升级换装及新产品设计与上市工作；三是通过销售队伍全员品牌推广赋能，组织品牌推广最佳实践分享会，打造样板市场、馥香馆、形象店等，完成品牌重塑之战。

渠道改造方面：金种子的目标是完成省内 17 万家终端的覆盖，做强做大经销商，培育 N 个亿级客户、N 个 5000 万客户。针对终端网点建设，金种子以提升底盘覆盖率、次高端以上核心店宴席拓展、电商线上销售的方式来提升网点的质量和数量。

公司现有品牌组合：醉三秋 1507、金种子馥合香、金种子年份酒、种子酒柔和大师；其中醉三秋 1507：定位区域性高端文化白酒，金种子馥合香系列：定位次高端差异化香型领导品牌；金种子年份酒系列：定位中档年份酒品类优势品牌；种子酒柔和大师系列：定位中低档大众白酒实力品牌。

表 9：金种子产品品牌组合定位广泛

产品定位	系列	核心产品	推出时间	度数	目前零售价-元	产品展示
高端/次 高端	醉三秋	醉三秋 1507	2019	50	998	
	馥合香	馥 20		52	888	
		馥 9	2023	50	368	
		馥 7		40.8/50	188	
中低端	金种子年份	柔和大师宗师级		40.8/50	168	
		柔和大师大师级	2005	40.8/50	128	
		柔和红经典		40.8/50	98	
						
柔和种子	头号种子	2023	42/50	68		
祥和种子	祥和种子	1996	40	50		

资料来源：天猫，金种子酒业，信达证券研发中心

4.2.底盘：“头号种子”具备成为全国性大单品的潜质

我们认为头号种子具备成为全国性大单品的潜质，主要原因有三：第一，目前 60 元以上光瓶酒行业内暂无标杆性产品，头号种子与全国化名酒、徽酒均形成错位竞争；第二，光瓶酒具备快消品属性，其渠道与啤酒终端重合率约 90%，华润全国 1 万多家经销商、200 多万家餐饮终端为头号种子助力；第三，头号种子兼具品牌、渠道优势，安徽市场作为重要产销大省具备成长土壤。

产品定位：“头号种子”为高线光瓶酒，定位年轻消费人群。1) 2023 年 3 月 27 日金种子酒发布了光瓶酒战略新品“头号种子”，价格为 68 元/瓶，包括 42°、50°。2) 据知酒报道，金种子酒业质量管理部副总监吴宏萍表示，头号种子在金种子总工杨红文领衔的研发团队聚力研究下，进行了 50 多次酒体设计，完成内部测试、专家测评和 3600 名消费者品饮测试后，最终确定了头号种子的酒体，并对此进行升级。头号种子虽然为光瓶酒，却有着“4243”的品质密码，即以 40% 馥合香+20% 浓香+40% 清香基酒比例勾调而成，所有基酒均采取 3 年以上恒温贮存，形成了“香气浓郁、酒体柔和、协调纯净、尾净余长”的独特品质特点。3) 从产品定位看，头号种子定位年轻消费群体，产品整体设计也偏年轻化，具有较强的品牌辨识度。

图 43 2023 年 3 月推出新品“头号种子”定位年轻消费人群



资料来源：京东，信达证券研发中心

竞争优势：具备渠道、品牌优势，省内可实现错位竞争。从安徽省内看，百元以下白酒市场规模约 100 亿左右，在省内市场占比约 30%。主要参与者包括宣酒、文王等地产酒，以及牛栏山、老村长、玻汾等全国性名酒品牌，不是徽酒的主要战场。头号种子定位高线光瓶酒，主要竞品为玻汾这类全国性名酒和省内百元左右的盒装酒。与玻汾相对比，头号种子可以借助华润旗下的渠道，形成推力；与省内百元盒装酒相比，头号种子可以借助华润的品牌以及金种子的地产名酒基因。

表 10：安徽光瓶酒产品梳理

产品分类	度数/净含量	规格	香型	零售价 格	上市时 间	图片
------	--------	----	----	----------	----------	----

金种子-柔和经典(红经典)	40.8 度/50 度 500ML	1*4/1*6	浓香 型	98 元/瓶	2013 年	
迎驾-迎驾之星 (金星)	42 度/52 度 520ML	1*6	浓香 型	95(98)元 /瓶	2003 年	
古井-献礼版	40.6 度/50 度/55 度 425ML/500ML/50 0ML	1*4/1*2/ 1*6	浓香 型	92.5(104 .5) (98)元/ 瓶	2022 年 5 月 18 日	
宣酒 6	40 度 425ML	1*4	浓香 型	90 元/瓶	2018 年 6 月 26 日	
皖酒-臻香 15	41 度 500ML	1*4	浓香 型	89 元/瓶		
迎驾-迎驾之星 (银星)	42 度/52 度 520ML	1*6	浓香 型	72(75)元 /瓶	2003 年	
高炉家	42 度/50 度/55 度 500ML	1*4	浓香 型	70(80)(9 0) 元/瓶	2001 年	
皖酒-皖酒王	46 度 500ML	1*6	浓香 型	68 元/瓶	2009 年	
迎驾-三星级	42 度 450ML	1*6	浓香 型	68 元/瓶	2002 年	
金种子-头号种子	40 度/50 度 500ML	1*8	馥合 香	68 元/瓶	2023 年 3 月 27 日	
宣酒	40 度 425ML/500ML	1*4	浓香 型	60(65)元 /瓶	2018 年 6 月	
文王贡-鱼头酒	40.8 度/42 度 450ML/490ML	1*4	浓香 型	60(40)元 /瓶		
皖酒-特曲	42 度,	1*4	浓香 型	48 元/瓶	2020 年 4 月 15 日	

文王贡-正一品

 42度,
 490ML

1*4

 浓香
 型

40元/瓶



资料来源：天猫，信达证券研发中心

渠道建设：1) “头号种子”经销商一部分为啤酒经销商，这类经销商具备优势。1) 跟随华润啤酒发展多年，具备一定的资金实力和公司文化认同感，学习能力较强。2) 部分有实力的啤酒经销商兼顾白酒业务，经销商的整体接受度较高。3) 啤酒销售存在季节性，夏季为旺季、冬季为淡季，有利于缓解现金流压力；白酒渠道利润相较啤酒更高，增厚经销商利润。2) 从渠道建设的进展看，去年7月以来累计增加近10万终端，餐饮火爆街区加速“啤白融合”。1) 终端拓展情况：截止5月终端覆盖14万家，相比2022年7月华润进驻时累计增加9.5万家。2) 从渠道看，华润从餐饮火爆街区开始加速“啤白融合”。我们认为这种做法一方面可以借助啤酒渠道，加速“啤白融合”，另一方面可以通过营销事件，提升消费者的认知度，有利于提升口碑。

区域战略：立足安徽，布局全国。省内重点布局阜阳、合肥、安庆等；省外市场主要聚焦江苏、浙江、河南、江西九江等。省外市场重点城市基本完成渠道布局，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。“头号种子”上市一个半月以来，目标市场基本完成渠道布局，大部分市场按计划推动餐饮终端的覆盖，目前已经覆盖市场，正在推动动销活动的落地执行，反馈不错。具体来看，“头号种子”中秋节前完成餐饮市场目标终端覆盖及动销活动，有望根据市场情况在中秋前启动非现饮覆盖。

全国化战略：华润全国1万多家经销商、200多万家餐饮终端助力头号种子走向全国。根据蓝鲸财经报道，“头号种子”是金种子酒“一体两翼”战略下推出的大单品，是华润“啤白融合”模式赋能下，助力金种子酒走向全国的产品。“华润全国1万多家经销商、200多万家餐饮终端都将成为头号种子走向全国的助力。头号种子将优先选择具备餐饮渠道能力、具备专业团队能力、服从标准化市场操作、认同光瓶酒发展理念的经销商进行合作。”金种子酒总经理何秀侠表示，光瓶酒的渠道和啤酒终端融合度高达90%，通过“厂家品推助力、商家精耕终端”的分工合作，将“头号种子”打造成为“携手共赢，富商强商”的增长引擎。

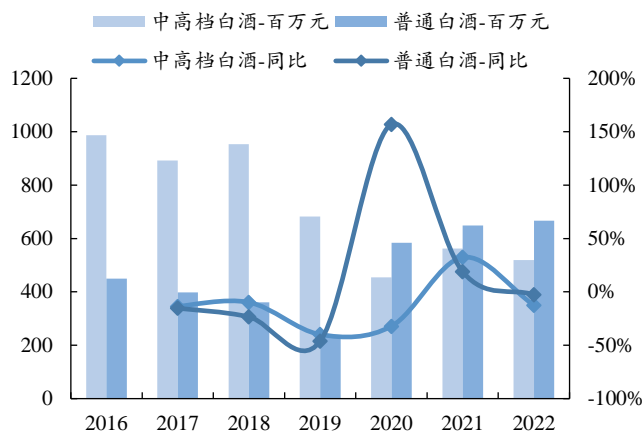
4.3. 馥合香：发力阜阳/合肥，打造标杆市场

我们认为，馥合香对于金种子的品牌重塑、盈利提升具备重要意义，有望成为公司中长期发展重要的盈利来源。徽酒相较于全国化名酒，品牌力较弱，主要依靠渠道推力，因而在营销渠道层面的竞争尤为激烈。馥合香发力阜阳、合肥重点市场，力图打造样板市场形成复制。我们认为阜阳作为金种子的大本营，具备市场资源的天然优势，有望实现快速发展；合肥作为“兵家必争之地”竞争较为激烈，需要加大营销投入，不断提升品牌价值，从而拉升价格带，实现次高端的突破。

公司在4月推出馥合香品牌发布会，推出馥合香7/9/20三款产品。根据徽酒世纪报道，2023年4月20日，安徽金种子酒业股份有限公司在合肥举办了主题为“雨润百谷生馥启新征程”的金种子馥合香品牌焕新升级战略发布会。会上，金种子酒业在品牌内涵、品牌形象、产品矩阵、营销服务等层面进行了全面升级——从新内涵、新体验和新视觉等多个层次全方位升级了馥合香系列——金种子馥合香馥7、金种子馥合香馥9、金种子馥合香馥20三款产品。金种子馥合香馥7零售价188元/瓶，金种子馥合香馥9零售价368元/瓶，金种子馥合香馥20零售价888元/瓶。

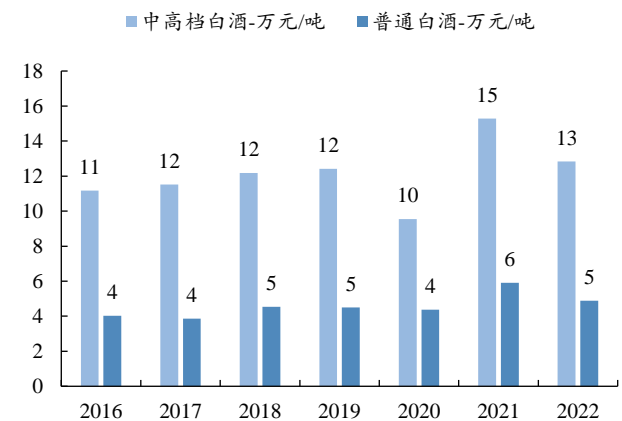
从定位看，馥合香作为公司“一体两翼”战略的核心产品，是公司品牌重塑、提升盈利能力的重要抓手。1) 金种子馥合香的品牌重塑，一是源于深入一线获取的来自市场和业内的声音，这些真实声音反映实际问题，实际问题为品牌重塑明确方向；二是金种子馥合香品牌重塑的自身动力，通过品牌重塑，力争“三个成为”：即探索酒类新世界的坚定旗手、金种子复兴使命的第一担当、“一体两翼”聚势突破的核心产品。2) 在2020年老版馥合香推出之后，公司2021年中高档白酒营收、吨价均有显著提升，随着馥合香产品进一步放量，公司的产品结构优化，有利于提升盈利能力。

图 44 2021 年中高档白酒营收有所提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

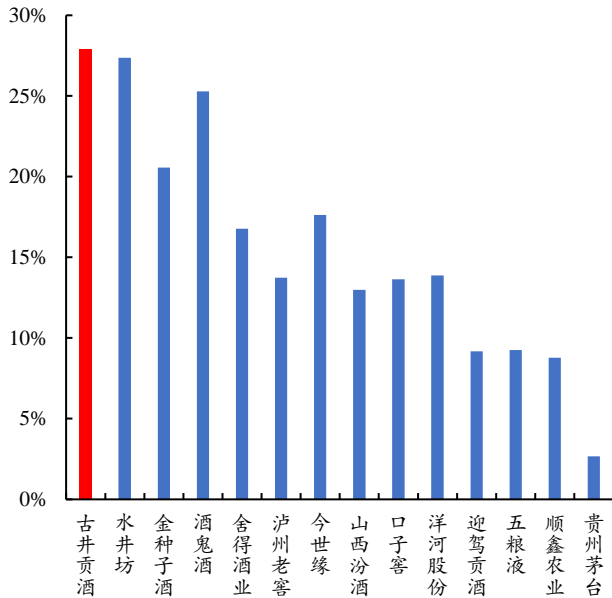
图 45 2021 年中高档白酒吨价提升



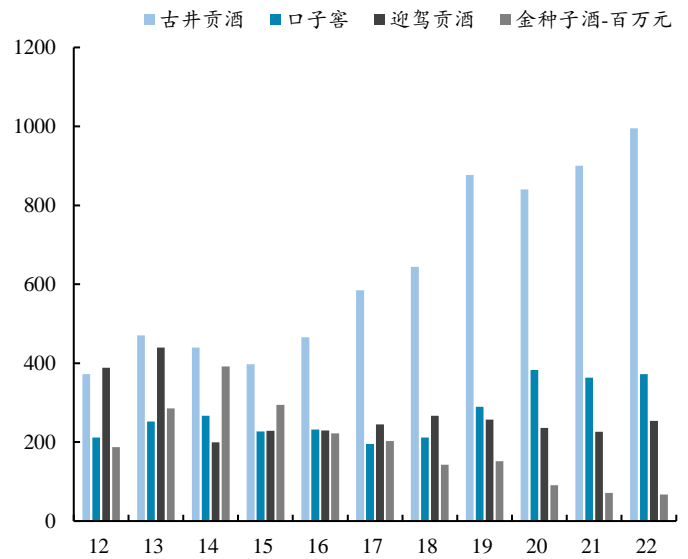
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从馥合香的产品系列来看，馥7、馥9或将成为公司未来发展主要的来源。古井、口子窖战略层面更加注重次高端，因此在该价位带，馥7、馥9主要对标产品为洞6、洞9，古5、古8等产品。回顾徽酒发展历史，我们认为其显著特点在于，高强度的营销投入、深度的渠道改革，以此提升品牌力和渠道推力。

以古井为例，销售费用位居行业前列，品牌价值提升显著。古井采用高举高打的营销模式，自2009年起就大幅提升营销费用，与同行进行对比，公司的销售费用率位居行业前列。具体在广告形式，古井自2016年至今已连续六年赞助春晚，并在行业内开启高铁车身广告先河，同时连续四届冠名世博会等等，广告的高举高打可见一斑。经过十余年品牌的大力运作，古井高端名酒的品牌形象持续深入消费者心智，品牌价值持续提升。在2021年“华樽杯”品牌价值评选中，古井贡酒位列白酒品牌第四，仅次于茅台、五粮液、泸州老窖，营销的高举高打铸就了品牌的高墙。对于目前的古井而言，地位虽不能与90年代巅峰时期相比，但品牌底蕴犹在，品牌知名度在高举高打中持续提升，品牌仍具备较高势能。

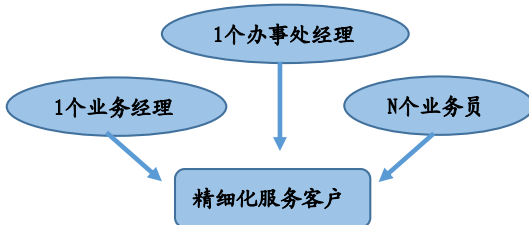
图 46 古井贡酒 2022 年销售费用率位于行业前列


资料来源：Wind，信达证券研发中心

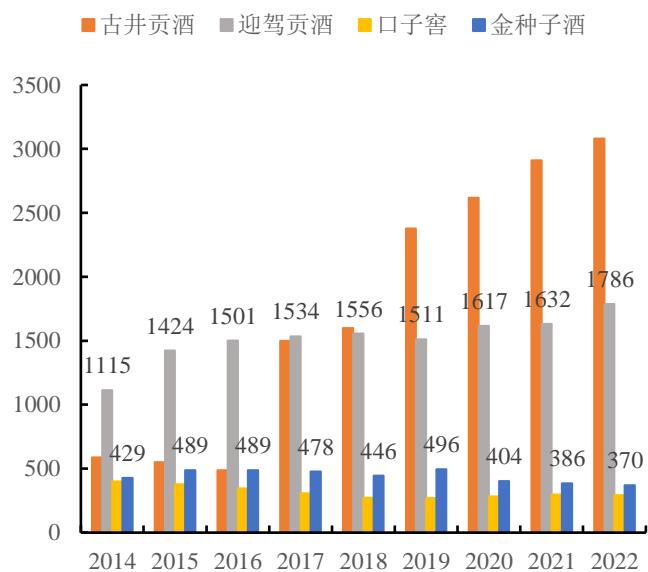
图 47 古井广告费用支出远高于省内竞争上市酒企


资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：单位-百万元

以迎驾为例，提出“1+1+N”深度分销模式推行洞藏产品。为了推行洞藏产品，2017 年左右公司进行渠道改革，提出“1+1+N”深度分销模式，由厂商联合经销商共同进行市场的开拓，厂家对于终端市场的掌控力强，加速了洞藏产品在新市场上的培育。同时对于核心终端网点，迎驾采用包量的考核要求，对于核心终端网点的掌控力度有所增强，加强了洞藏系列在终端市场上的导入。与省内竞争对手对比，迎驾贡的销售人员数量当前仅次于古井贡，远高于口子窖，渠道开拓和终端管控能力强。迎驾员工的平均薪资低于竞品，但销售人员的人均薪资自 15 年呈明显的提升趋势，终端销售人员的积极性有望持续提升。

图 48 迎驾贡酒采用“1+1+N”模式深耕市场


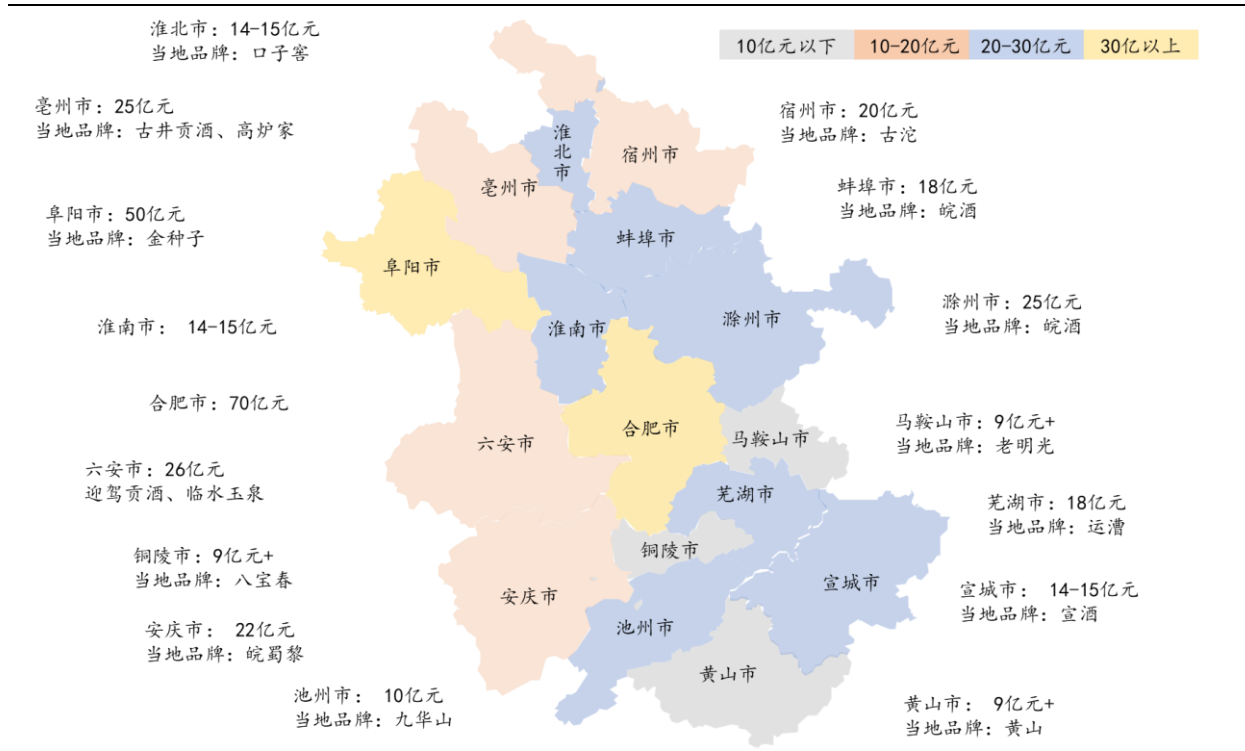
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 49 迎驾贡酒销售人员体量大


资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：销售人员数量-人

金种子在省内主要聚焦阜阳、合肥市场，力图打造标杆从而快速复制。1) 金种子在安徽省的区域战略，主要聚焦阜阳、合肥。安庆做标杆市场，并打造重点地级市的样板市场。阜阳为金种子的大本营，当地市场资源、经销商资源丰富。安庆曾经为金种子的重点区域，但近年来由于管理不当、渠道受损等原因导致份额下降。2) 洞 6+9 在合肥、六安等强势市场已经培育了一定的消费基础，但在蚌埠、芜湖等皖南市场体量仍小。3) 合肥作为徽酒各大品牌的必争之地，竞争较为激烈，目前该价位带古井仍然占据较大市场份额。

图 50 安徽省各市白酒品牌众多



资料来源：酒食汇，凤凰网酒业，信达证券研发中心

注：为 2021 年不完全统计数据，可能与实际情况有一定偏差

馥合香渠道改造持续推进，百团千企已完成全年 50% 以上目标。根据 2023 年 5 月的金种子股东大会披露，百团截止 5 月签约 146 家，但团购商质量待提升，下一步重点在提升质量与补区域短板上攻关，全年计划总目标 200 家以上。千企截止 5 月签约 1090 家，计划下半年再开展 1000 家，全年总目标 2000 家。

5. 盈利预测

营收预测：维持预测公司 23-25 年实现营业收入分别为 19/33/48 亿元，同比增长 63%/71%/46%。考虑到华润入驻后一系列改革扎实落地，核心单品搭乘渠道、资源优势有望发力全国市场，我们认为公司业绩将会明显改善。维持预测公司 23-25 年实现营业收入分别为 19、33、48 亿元，同比增长 63%、71%、46%。因普通白酒与华润啤酒渠道重合度较高，便于快速铺向市场，走向全国，因此我们预测 23-25 年普通白酒营收 9/17/27 亿元，同比增长 130/95/55%。中高档白酒更加依赖省内资源及品牌认识，需要重构经销体系做好品牌重塑、消费者培育，因此我们预测 23-25 年中高档白酒营收 6/11/16 亿元，同比增长 100/80/50%。

表 11：2023-2025 年营业收入预测

单位--百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1211	1186	1928	3295	4813
同比	17%	-2%	63%	71%	46%
中高档白酒	343	300	600	1080	1619
同比	32%	-13%	100%	80%	50%
占营收比重	46%	44%	40%	38%	38%
普通白酒	395.41	385	885	1726	2675
同比	19%	-3%	130%	95%	55%
占营收比重	54%	56%	60%	62%	62%
药品	458	483	420	462	485
同比	6%	5%	-13%	10%	5%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

利润预测：我们维持预测 23-25 年实现归母净利润 1.03、3.42、6.78 亿元，对应增速为 155%、233%、99%。考虑到公司内部管理和渠道逐步理顺，我们预计 23-25 年毛利率为 39.7%、46.8%、50.4%。中高档白酒毛利率有望持续恢复，假设 23-25 年为 55%、58%、60%，假设 23-25 年普通白酒毛利率为 44%、50%、52%。费用率端，假设 23-25 年销售费用率为 20%、19%、18%，管理费用率为 4%、4%、4%。我们预计 23-25 年实现归母净利润 1.03、3.42、6.78 亿元，对应增速为 155%、233%、99%。

投资评级：维持“买入”评级。维持预测公司 2023-2025 年 EPS 为 0.16/0.52/1.03 元。

6. 风险因素

产品培育缓慢。徽酒竞争激烈，若长期馥合香产品培育不及预期，则会对金种子在价位带布局和品牌势能产生不利影响。

啤白融合不及预期。华润在白酒行业实操经验不足，在摸索过程中存在试错成本。

业绩恢复不及预期。公司近年来归母净利润均为负值，且 2023 上半年预亏。

附:公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,617	2,114	2,556	3,353	4,428	
货币资金	888	511	450	298	219	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	143	80	132	252	348	
预付账款	26	33	37	59	81	
存货	1,342	1,329	1,738	2,399	3,273	
其他	219	161	198	344	506	
非流动资产	1,248	1,281	1,112	1,026	999	
长期股权投资	4	5	5	5	5	
固定资产(合计)	640	641	487	413	394	
无形资产	262	252	249	246	243	
其他	342	383	370	362	356	
资产总计	3,866	3,395	3,667	4,379	5,427	
流动负债	952	673	843	1,278	1,739	
短期借款	0	29	0	0	0	
应付票据	141	0	32	72	71	
应付账款	511	330	382	576	805	
其他	299	314	429	630	863	
非流动负债	170	166	166	166	166	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	170	166	166	166	166	
负债合计	1,122	840	1,010	1,445	1,905	
少数股东权益	9	10	10	11	13	
归属母公司股东权益	2,735	2,545	2,648	2,924	3,508	
负债和股东权益	3,866	3,395	3,667	4,379	5,427	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,211	1,186	1,928	3,295	4,813	
同比(%)	16.7%	-2.1%	62.6%	70.9%	46.1%	
归属母公司净利润	-166	-187	103	342	678	
同比(%)	-339.8%	-12.4%	154.8%	233.1%	98.5%	
毛利率(%)	28.8%	26.4%	39.7%	46.8%	50.4%	
ROE%	-6.1%	-7.4%	3.9%	11.7%	19.3%	
EPS(摊薄)(元)	-0.25	-0.28	0.16	0.52	1.03	
P/E	—	—	161.96	48.62	24.49	
P/B	4.07	6.91	6.28	5.68	4.74	
EV/EBITDA	-67.18	-124.66	41.34	21.40	12.69	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,211	1,186	1,928	3,295	4,813	
营业成本	862	872	1,162	1,751	2,389	
营业税金及附加	137	126	202	346	505	
销售费用	273	244	386	626	876	
管理费用	114	118	81	132	168	
研发费用	30	25	19	49	53	
财务费用	-23	-15	-15	-11	-9	
减值损失合计	-7	-6	0	0	-5	
投资净收益	10	2	4	7	10	
其他	12	16	29	49	72	
营业利润	-168	-172	125	457	907	
营业外收支	4	6	0	0	0	
利润总额	-163	-166	125	457	907	
所得税	2	20	23	114	227	
净利润	-165	-186	103	343	680	
少数股东损益	1	1	0	1	2	
归属母公司净利润	-166	-187	103	342	678	
EBITDA	-152	-137	391	763	1,286	
EPS(当年)(元)	-0.25	-0.28	0.16	0.52	1.03	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-456	-462	77	139	372	
净利润	-165	-186	103	343	680	
折旧摊销	49	52	281	317	390	
财务费用	-23	-15	0	0	0	
投资损失	-10	-10	-2	-4	-7	
营运资金变动	-318	-314	-303	-514	-693	
其它	12	4	0	0	5	
投资活动现金流	330	52	-108	-225	-352	
资本支出	-63	-68	-115	-235	-365	
长期投资	361	102	5	5	5	
其他	33	19	2	5	8	
筹资活动现金流	-25	72	-29	-66	-99	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	29	-29	0	0	
支付利息或股息	0	0	0	-66	-99	
现金流净增加额	-151	-338	-60	-152	-79	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

娄青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深度研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。