



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

安徽好酒，馥合飘香

—金种子酒(600199)公司首次覆盖报告

2022 年 8 月 12 日

马铮 食品饮料首席分析师
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

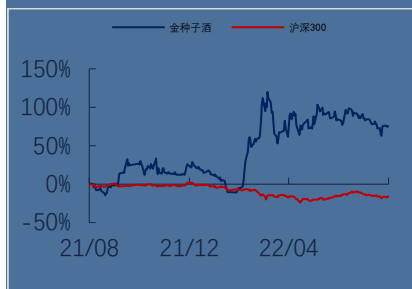
公司研究

公司首次覆盖报告

金种子酒 (600199)

投资评级

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	26.66
52 周内股价波动区间(元)	32.27-12.55
最近一月涨跌幅(%)	-5.33%
总股本(亿股)	6.58
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	175.37

资料来源：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

安徽好酒，馥合飘香

2022 年 08 月 12 日

本期内容提要:

◆**投资建议:**市场对于华润入驻后的管理和渠道赋能的效果存在疑虑，我们认为华润对于金种子经营提升的决心较强，2022 年 7 月华润系强管理团队全面入驻金种子。其次华润具备体系化的管理赋能能力，2006 年华润全面接管赋能东阿阿胶，助力阿胶实现了十年的快速发展，由此可见一斑。白酒和啤酒渠道在中低端白酒市场具备一定共用，金种子历史上曾在百元以下价位带打造柔和大单品，产品和品牌具备一定的市场基础，管理和渠道理顺的情况下，中低端产品快速放量可期。次高端价位 20 年推出馥合香产品，浓酱芝一口三香口感独具特色，长期配合品牌培育亦有望突围，十四五销售收入 50 亿的战略目标有望顺利达成。我们预计公司 22-24 年 EPS 为 0.05、0.48、1.12 元，考虑到公司盈利能力处于快速提升当中，使用 PEG 估值，而金种子 PEG 远低于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**产品和品牌具备基础，基酒储备足。**金种子 2012 年业绩顶峰的时候营收曾突破 20 亿元，成功打造柔和大单品，产品和品牌在安徽省内市场具备基础。后续由于产品升级失败，老产品渠道价格透明，推力不足，导致业绩一路下滑。华润具备强管理赋能能力，华润系高管入驻金种子后，内部管理和渠道问题有望理顺。公司拥有七口古窖池，21 年基酒体量超过 4 万吨，产品酒质有保障。

◆**中低端产品渠道理顺推力足，中高端产品香型差异化竞争，有望突围。**安徽省内百元价位以下的白酒市场规模近百亿，该市场的竞争核心为渠道推力，金种子、迎驾、口子窖、古井均在百元以下价位带做过老大，品牌壁垒相对有限，渠道理顺后，公司有望在中低端市场加速提升市场份额。中高端市场，公司于 20 年推出馥合香产品，具备差异化香型竞争优势，配合营销理顺，长期亦有望突围。

◆**阜阳白酒消费大市，安徽省内大有可为，全国布局亦有望加快。**阜阳为安徽省内白酒消费大市，21 年白酒消费市场规模超 50 亿元，市场体量仅次于省会合肥，阜阳为金种子大本营，当地对于金种子品牌和产品认可度高，消费氛围浓厚，市场份额有望持续提升。全省来看，金种子百元以下核心大单品柔和在省内具备消费基础，渠道理顺后，金种子有望在省内持续扩大市场版图。华润具备全国销售渠道网络，拥有约 2 万多家经销商资源，渠道赋能下，金种子或能加速全国化布局。

◆**股价催化剂:**管理赋能超预期、渠道共用超预期、次高端产品发展超预期。

◆**风险因素:**内部管理调整不及预期、省内竞争加剧、馥合香产品培育不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,038	1,211	1,549	2,408	3,682
增长率 YoY %	13.5%	16.7%	27.9%	55.5%	52.9%
归属母公司净利润 (百万元)	69	-166	30	318	738
增长率 YoY%	133.9%	-339.8%	118.2%	951.2%	131.8%
毛利率%	27.7%	28.8%	40.2%	52.4%	57.6%
净资产收益率 ROE%	2.4%	-6.1%	1.1%	10.6%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	0.11	-0.25	0.05	0.48	1.12
市盈率 P/E(倍)	176.45	—	578.83	55.06	23.76
市净率 P/B(倍)	4.41	4.07	6.34	5.81	4.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 08 月 11 日收盘价

目录

投资逻辑	5
1. 徽酒金花，陷入调整	6
1.1. 历经沉浮，打造柔和大单品	6
1.2. 全面调整，未能力挽狂澜	8
1.3. 馥合飘香，华润入驻赋能	8
2. 产品品牌存基础，基酒储备足	9
2.1. 金种子具备品牌基础，馥合香差异化竞争	9
2.2. 基酒储备充足，古窖池酒质有保障	10
2.3. 聚焦安徽省内，渠道略有萎缩	10
3. 管理渠道理顺可期，省内放量大有可为	11
3.1. 华润高决心，管理有望边际改善	11
3.2. 省内及全国提升空间大，十四五目标有望达成	12
4. 估值与投资评级	13
5. 风险因素	14

表目录

表 1: 金种子相继剥离多元化业务，重新聚焦白酒核心主业	6
表 2: 金种子产品矩阵，目前体量较大的主要为柔和、金种子 6 年、光瓶酒等产品	9
表 3: 核心管理团队调整成华润系	11
表 4: 分品类盈利预测	13
表 5: 可比公司估值对比	14

图目录

图 1: 金种子近三十余年发展浮沉	6
图 2: 2007 年-2012 年，金种子业绩快速提升	7
图 3: 金种子 2013 年后营收逐步落后其他三家	7
图 4: 产品升级失败，2013 年起金种子白酒业务下滑严重	7
图 5: 2013 年起促销费用投放明显提升	7
图 6: 华润收购上市主体控股股东 49% 的股权	8
图 7: 20 年推出馥合香系列后中高档白酒营收有所提升	10
图 8: 馥合香产品放量显著提振吨价	10
图 9: 金种子拥有七口明代古窖池	10
图 10: 金种子基酒储备充足	10
图 11: 金种子销售区域集中在安徽省内	11
图 12: 2018 年后，经销商数量有所减少	11
图 13: 2006 年后华润全面接管后，阿胶业绩迎来十年快速增长	12
图 14: 阜阳地区白酒市场体量大	12
图 15: 安徽省内 100-300 元中高端价位带市场规模超 100 亿元	12

投资逻辑

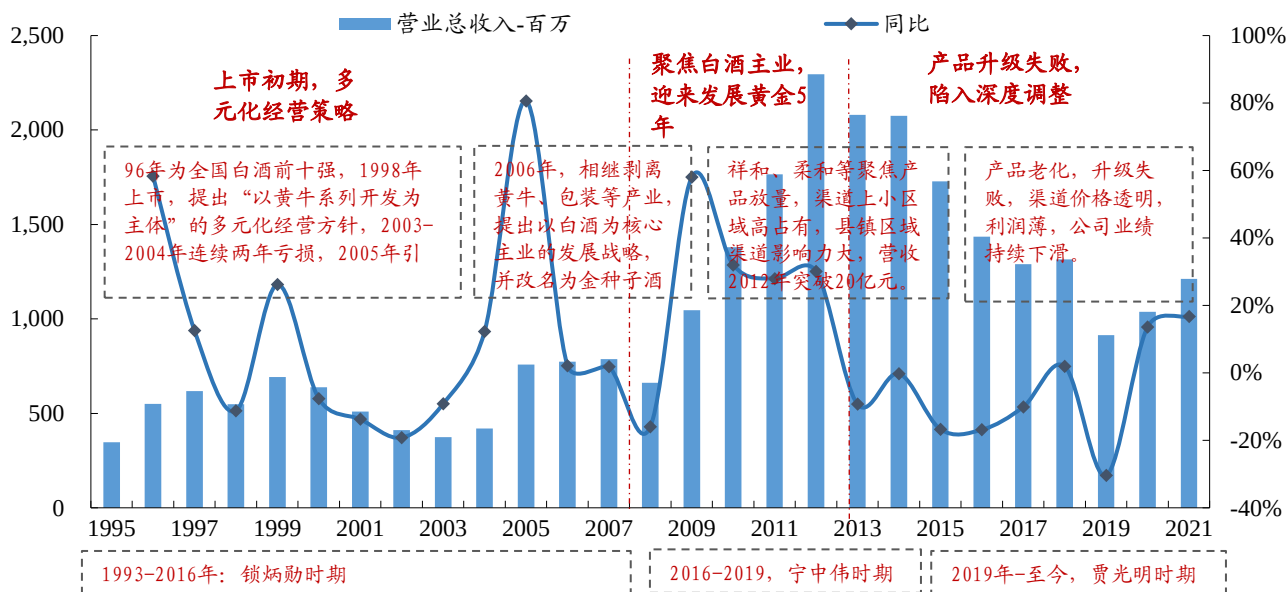
市场核心质疑点在于：

- 1) 华润对于金种子的定位。我们认为金种子作为华润旗下重要的白酒战略布局，华润对其业绩改善的决心预计较强，从目前华润任命强管理能力的团队全面入驻金种子，并立马着手内部调整和理顺可见一斑。
- 2) 华润在管理上对于金种子的改善力度。复盘公司过去的发展历史，其从 2013 年业绩一路下滑核心原因为内部管理和产品升级失败。他山之石，可以攻玉，分析华润之前对于东阿阿胶的管理赋能情况，华润从人事安排、人员激励、内部流程制度设计、以及产品梳理和打造等方面理顺其内部管理，奠定了阿胶后续近十余年的高速发展基础。那么对于金种子而言，管理改善下，我们预计业绩有望持续向上。
- 3) 市场对于华润能否在渠道上对金种子赋能存在疑问。我们认为中低端白酒渠道和啤酒渠道终端消费场景有重合，其次华润啤酒不乏优秀的经销商资源，可以嫁接进白酒业务，渠道存在部分共用。华润具备全国的销售网络渠道，或将加速金种子在全国的布局进程。
- 4) 白酒竞争环境是否仍留给金种子大发展机遇。我们认为，金种子 2012 年曾在省内达到近 20 亿的收入体量，并且成功打造核心大单品柔和，在省内具备产品和品牌基础。其次，在中低端化白酒市场，渠道价值量合理分配往往驱动力更强，品牌整体不存在极强的壁垒，啤酒和白酒渠道在中低端消费市场共用效率预计较高，金种子百元以下产品的市场份额有望快速提升。
- 5) 中高端产品金种子长期有望逐步突围。公司于 20 年推出馥合香产品，价位定位 200-700 元，馥合香具备浓酱芝一口三香的独特口感，和竞品形成差异化竞争。公司酿造硬件强，具备七口明代古窖池，基酒储备丰富，酒质有保障。长期品牌培育下，中高端产品亦有望实现突围。

1. 徽酒金花，陷入调整

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。

图1：金种子近三十余年发展浮沉



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.1. 历经沉浮，打造柔和大单品

上市初期-2006年：多元化策略下，白酒业务收入一度下滑。锁炳勋于1993年进入种子酒厂担任厂长，是90年代安徽国企改革的风云人物，在其带领下酒厂短时间内扭亏为盈。1996年，金种子集团正式成立，锁炳勋担任董事长，当年进入全国行业全十强。并于1998年登陆上交所。上市之初，公司提出“以黄牛系列开发为主体”的多元化经营方针，上市募集资金也主要投入到黄牛、饲料、奶油等产业当中，贡献主要收入和利润的白酒产业未得到资源聚焦和培育，导致白酒业务体量持续走低。多元化发展策略下，公司在2003-2004年连续两年亏损，2005年被警示退市风险，通过引入房地产业务才于当年扭亏为盈。2006年，白酒业务体量进一步下滑至1.36亿元。

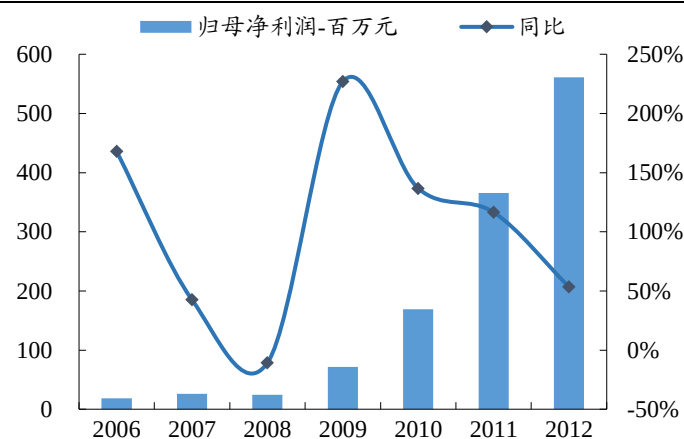
表1：金种子相继剥离多元化业务，重新聚焦白酒核心主业

剥离时间	剥离产业	具体方案	相关文件
2006年 (股权分置改革)	黄牛产业、包装材料、服装、饲料	以低效资产回购母公司金种子集团所持股份85,678,541股，每股价格1.99元	《安徽金牛实业股份有限公司股权分置改革及定向回购方案说明书》
2010年	房地产	向母公司转让金种子房地产98.16%股权，转让款总计8055.83万元	《关于向金种子集团转让金种子房地产98.16%股权的议案》

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

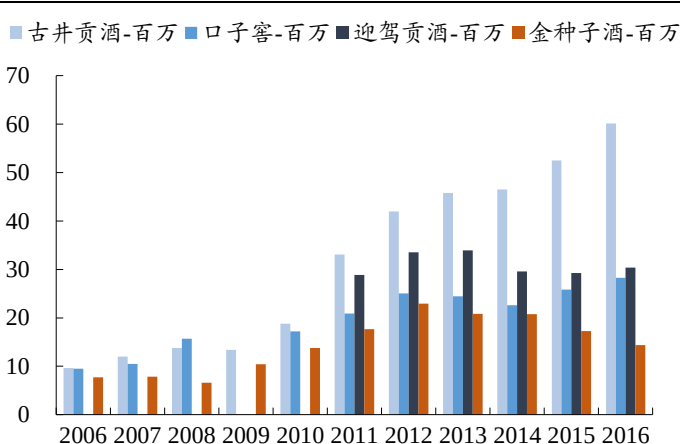
2007-2012 年：聚焦白酒核心业务，迎来黄金发展五年。2007 年，股权分置改革的时机下，公司重新确立了以白酒为核心主业的发展战略，相继剥离黄牛、包装等多元化产业，并于当年更名为“金种子酒”，聚焦资源主推醉三秋地蕴、柔和种子酒、祥和种子酒等产品，卡位当时安徽省内大众消费的主流价位带，避开竞争激烈的商务和政务消费。营销端，公司在 2009 年设立了阜阳酒业销售公司，加强了渠道的体系化运营，区域上强调地区和县级小板块，采用小区域高占有的打法，终端销售队伍庞大，聚焦资源打造核心大单品，对于价盘上提价和稳价相结合，保障渠道商的利润。这一阶段，公司抓住了白酒行业黄金发展末期的五年，产品精准卡位，成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。

图 2：2007 年-2012 年，金种子业绩快速提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

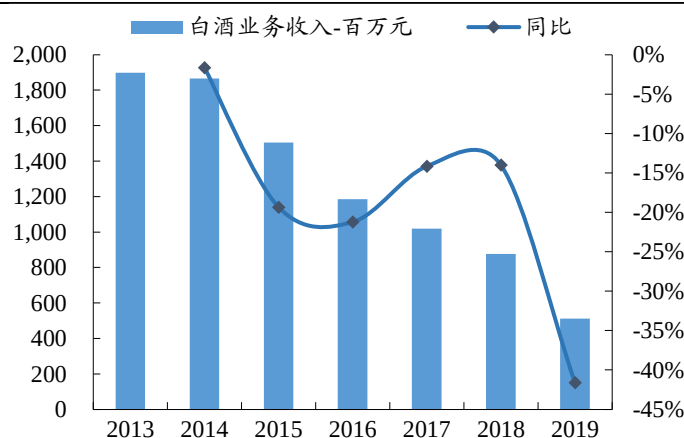
图 3：金种子 2013 年后营收逐步落后其他三家



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

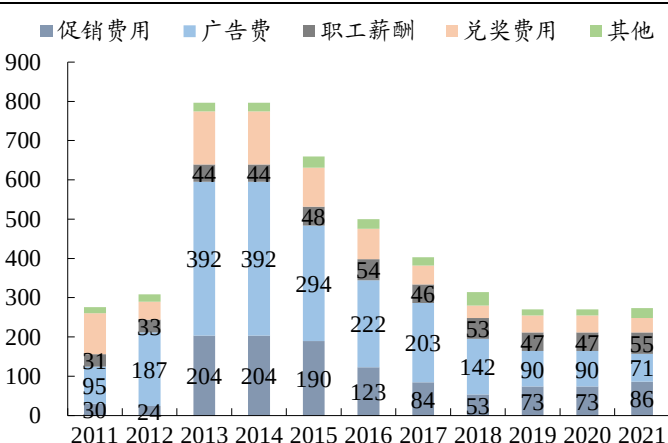
2013-2016 年：产品升级失败，寻求改制未果，金种子深陷调整。2012 年后，受到“塑化剂”和“三公消费”的影响，白酒行业深陷调整，金种子亦受影响，金种子由于老主打产品祥和和柔和运营多年，价格相对透明，渠道推力不足。同时应对行业调整，省内竞争对手古井主打的献礼产品终端下调价格，导致柔和产品的市场空间遭受挤压，2013 年金种子促销费用提升明显，但由于促销过度导致终端价格体系进一步混乱，对于市场和渠道均造成一定伤害。2015 年白酒行业逐步进入上行周期，安徽省内白酒持续消费升级，而卡位 100 元价位带以上的徽蕴系列未能及时起量，产品升级失败下，金种子白酒业务营收下滑严重。锁炳勋时代后期，金种子也在积极寻求股权改制，但均以失败告终。

图 4：产品升级失败，2013 年起金种子白酒业务下滑严重



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2013 年起促销费用投放明显提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：单位：百万元

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

1.2. 全面调整，未能力挽狂澜

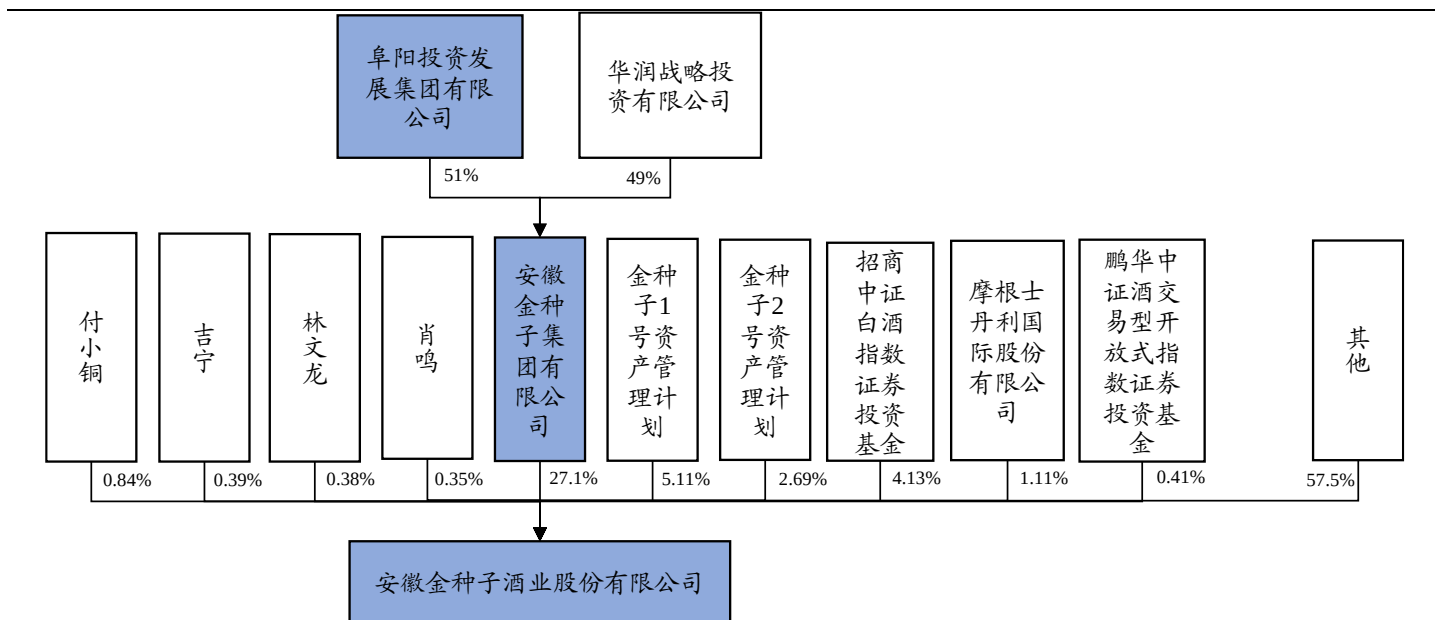
2016-2019 年：推出馥合香和健康酒，未能止住营收进一步下滑。2016 年 4 月，锁炳勋退休，宁中伟、张向阳等管理团队履新。应对内部业务不断下滑，新任管理层谋求变革，2017 年公司通过“金种子 1 号”和“金种子 2 号”资管计划向部分优秀经销商相关人员发行股票，深度绑定经销商，但没有能够实现员工股权激励和引入战略投资者。产品推新端，考虑到公司白酒+医药业务的复合发展背景，金种子开发出健康酒产品，“和泰苦荞酒”和“东方神草”，终端定价 138-158 元，卡位 100-200 元的消费带，但由于健康酒市场相对小众，最终市场反映平淡。公司也在 2016 年推出高端产品馥合香中国力量，主攻 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。

1.3. 馥合飘香，华润入驻赋能

2020-2021 年：推出馥合香系列，差异化竞争。2019 年 12 月，新任董事长贾光明上任，持续推进产品高端化和股权结构改革，2020 年，金种子推出次高端战略新品金种子馥合香，开启“霏”时代，馥合香在口感上具备浓酱芝一口三香的特点，与安徽省内核心竞争对手聚浓香形成产品的差异化竞争，有望成为金种子在次高端市场上布局的敲门砖。

2022 年：华润入驻，改善可期。2022 年 2 月，公司发布公告，华润战投将受让金种子 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，全面入驻金种子，新管理层具备丰富的酒类运营经验，有望持续赋能金种子，开启发展的新篇章。

图 6：华润收购上市主体控股股东 49% 的股权



资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：1.该图根据 2022 年一季报制作，但安徽金种子集团有限公司股权已修正为 6 月 28 日工商变更登记信息。2.金种子 1 号、金种子 2 号资产管理计划于 5 月 10 日宣布减持股份计划，竞价减持期间为 2022 年 5 月 31 日-11 月 30 日，计划减持比例不超过 3.31%和 2.69%，减持理由为“投资策略需要”，目前暂无最新持仓数据。

2. 产品品牌存基础，基酒储备足

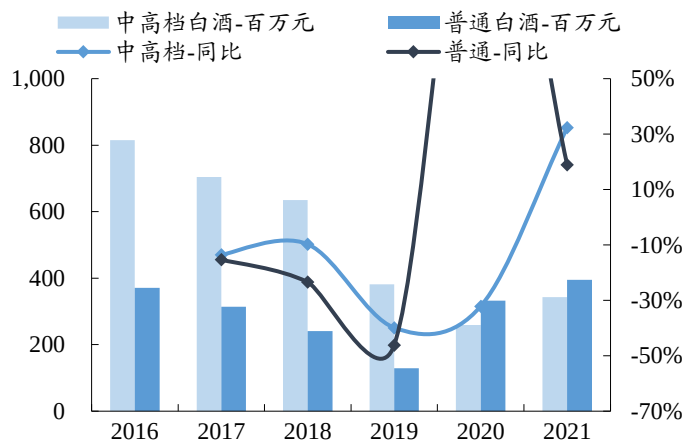
2.1. 金种子具备品牌基础，馥合香差异化竞争

省内具备品牌基础，馥合香型差异化竞争。金种子目前主要贡献收入的产品为柔和、金种子年份酒、光瓶酒、馥合香、祥和等系列，聚焦的主要价格带为 200 元以下。对于次高端和高端价位，公司 20 年推出的馥合香“霏”系列价格卡位 200-700 元，醉三秋 1507 卡位高端，产品口感上主打浓酱芝一口三香。考虑到金种子 12 年白酒业务销售体量超 20 亿元，整体金种子品牌在安徽省内中低端价位带具备一定的消费者基础，尤其是公司之前相对强势的县镇市场，对于中高端产品，品牌势能上稍显不足，但在产品口感上具备差异化竞争优势，增强了突围的可能性。

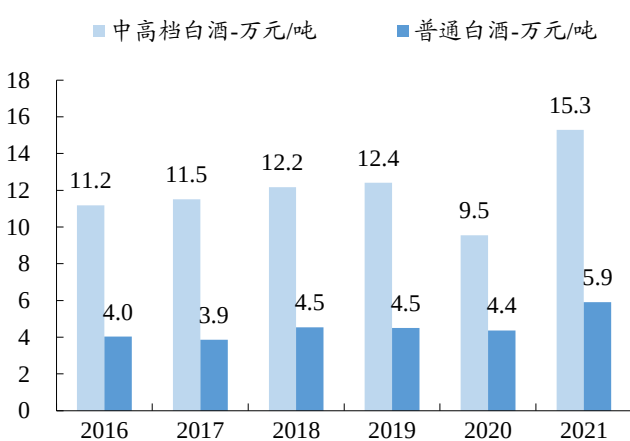
表 2: 金种子产品矩阵，目前体量较大的主要为柔和、金种子 6 年、光瓶酒等产品

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	醉三秋	醉三秋 1507 地蕴醉三秋	2019 2006	50 40	998 58	
	馥合香	霏 20 霏 15 霏 9	2019	50	698 468 468	
中端	金种子年份	金种子十年 金种子六年	2016	40	218 122	
	柔和种子	柔和经典 柔和种子酒	2012 2005	40	118 58	
低端	祥和种子	祥和种子酒	2005	40	48	
	颍州	颍州佳酿	公司上市以前	42	19.8	
养生酒	和泰	和泰苦荞酒 荞小健	2016 2018	40	(已停售) 25.8(100ml)	

资料来源：公司公告，品牌京东旗舰店，信达证券研发中心

图 7：20 年推出馥合香系列后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 备注：普通产品指对外售价 50 元/500ml 以下的产品，主要代表产品有祥和种子酒、种子酒系列、颍州佳酿等；中高档产品指对外售价 50 元/500ml 以上的产品，主要代表产品有柔和大师、金种子年份酒、金种子馥合香、醉三秋 1507 等。

图 8：馥合香产品放量显著提振吨价


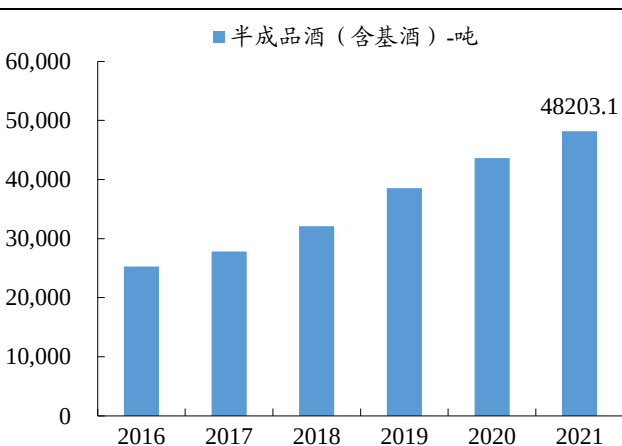
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2. 基酒储备充足，古窖池酒质有保障

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，2021 年半成品酒为 4.8 万吨，具备坚实的基酒基础。

图 9：金种子拥有七口明代古窖池

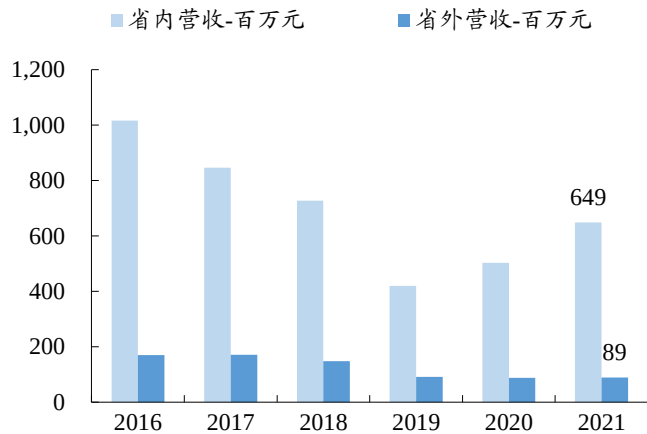

资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

图 10：金种子基酒储备充足


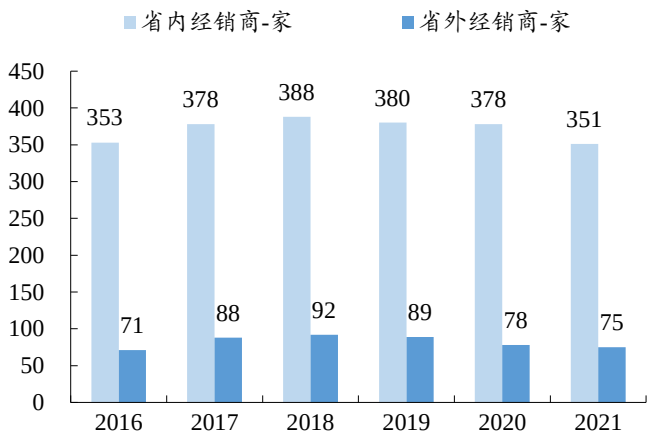
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3. 聚焦安徽省内，渠道略有萎缩

集中在省内销售，渠道推力不足导致市场份额被侵蚀。目前来看，金种子主要集中在省内销售，2021 年省内销售占比为 88%，省外市场主要为临近的江苏等。经销商数量近年略有萎缩，主要系柔和等传统大单品运营多年，价格相对透明、渠道推力不足、终端价格紊乱，导致终端市场持续被侵蚀。究其本质，核心为产品升级失败和内部管理问题，后续管理和产品理顺后，渠道有望呈现扩张态势。

图 11：金种子销售区域集中在安徽省内


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：2018 年后，经销商数量有所减少


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3. 管理渠道理顺可期，省内放量大有可为

3.1. 华润高决心，管理有望边际改善

华润强管理和渠道能力赋能，金种子内部有望理顺。1) 华润对于金种子重视程度高，股份公司核心管理团队逐步调整成华润系，白酒商业模式好，华润布局金种子具备战略意义。2) 华润具备较强的管理赋能，随着华润系管理层全面入驻金种子，我们预计将有效理顺内部管理问题。从华润过往收购案例来看，比如医药板块的东阿阿胶，收购后通过人员更换、股权激励等多套组合拳，内部管理理顺效果明显。3) 华润具备一定的渠道赋能，对于中低端白酒价位带而言，更为关键的是实现渠道价值链的合理分配，品牌势能影响相对有限，而华润起家的啤酒和矿泉水业务均是深度分销渠道打法的典范，华润入驻之后，中短期对于金种子的中低端产品理顺放量有望会有较为明显的效果。其次华润啤酒渠道遍布全国，其中不乏优秀的经销商资源，渠道嫁接下有望对于金种子赋能明显。对于中高端白酒而言，品牌势能需要时间积淀，但在华润赋能管理理顺之后，品牌势能有望上行，带动次高端产品有所突破。

表 3：核心管理团队调整成华润系

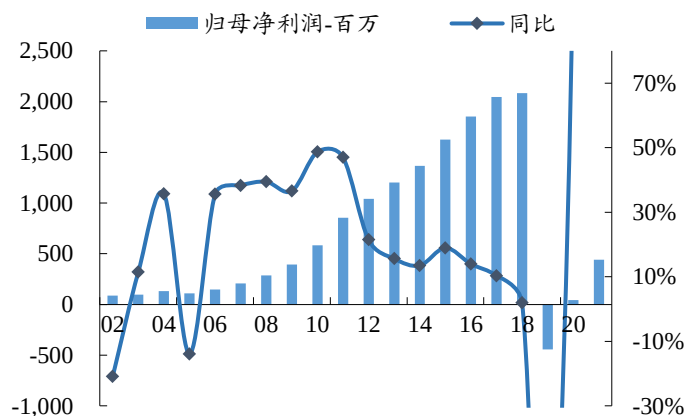
职位	2021 年年报	2022.07 华润入驻后	是否变动
董事长	贾光明	贾光明	否
总经理	张向阳	何秀侠	是
财务总监	刘锡金	金昊	是
董秘	金彪	金彪	否
副总经理	徐三能（董事）	徐三能（董事）	否
副总经理	杜宜平	杜宜平	否
副总经理	陈兴杰	陈兴杰	否
副总经理	-	何武勇	是
董事	陈新华	陈新华	否
董事	杨红文（总工程师）	杨红文（总工程师）	否

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

以史为鉴，华润赋能能力强。华润于 2003 年收购东阿阿胶，于 2006 年对东阿阿胶实现全面控制，此后东阿阿胶经历了长达十余年的业绩快速成长期，直到 2019 年由于人事调整 and 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

市场运作方面的失误，业绩进入深度调整。回顾华润对于东阿阿胶 2006 年前后的调整，主要在于 1) 梳理公司核心业务，相继剥离啤酒、医药器械、印刷等非核心业务，聚焦阿胶主业，定位保健品平台。2) 理顺管理，对于公司人事进行调整，任命原厂长助理秦玉峰作为核心管理人，并在 2007 年、2010 年对原先的激励机制做出调整，完善对管理团队的激励机制。3) 明晰产品定位，阿胶块定位高端阿胶市场，复方阿胶浆定位医药市场，并在 2007 年推出“桃花姬阿胶糕”，聚焦年轻消费群体的培育。4) 渠道赋能，2007 年宣布与东阿阿胶分享商超渠道资源，借助华润医药商业平台，在配送和零售门店上赋能东阿阿胶。复盘来看，华润对于阿胶在管理理顺和渠道上均提供了较强的赋能。

图 13: 2006 年后华润全面接管后，阿胶业绩迎来十年快速增长

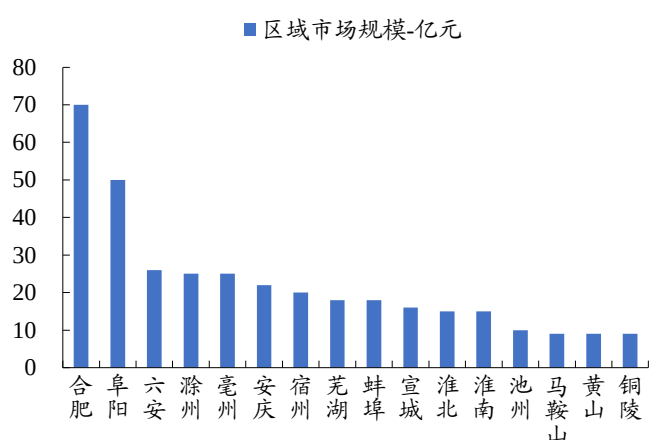


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2. 省内及全国提升空间大，十四五目标有望达成

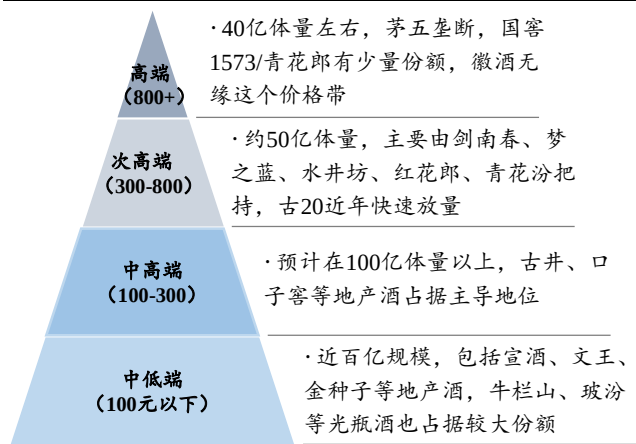
大本营阜阳市市场白酒消费量大，金种子在当地品牌渠道根基深厚。阜阳人口基数大，饮酒文化源远流长，从白酒市场规模上来看，阜阳为仅次于省会合肥的第二大白酒消费市场，2021 年市场规模我们预计超过 50 亿元，金种子在阜阳具备根据地优势，当地对于金种子的品牌和产品认可度高，消费氛围浓厚，随着华润入驻后逐步理顺渠道价值链，大本营市场份额有望快速提升。

图 14: 阜阳地区白酒市场体量大



资料来源：酒食汇，信达证券研发中心 注：2021 年数据

图 15: 安徽省内 100-300 元中高端价位带市场规模超 100 亿元



资料来源：信达证券研发中心整理

具备产品和品牌基础，中低端价位带金种子突围概率大。从 100 元价位带以下省内的竞争格局变迁来看，金种子、迎驾、口子窖、古井先后在这个价位带都曾大放量过。总结来看，

中低端白酒核心在于渠道利润价值量分布，品牌的壁垒相对有限。目前安徽省内 100 元以下价位带约百亿市场规模，主要的参与品牌包括宣酒、文王、金种子等地产酒以及牛栏山、玻汾等光瓶酒，一方面，在 100 元以下价位带，金种子曾经具备大单品柔和，产品和品牌在消费者心智中具备一定基础，随着内部管理和渠道理顺，金种子在省内 100 元以下的价位带体量有望提升。另一方面，若华润后续将啤酒渠道嫁接给金种子，省内实现深度分销，有望进一步提振金种子在该价位带的市场份额。中高端价位来看，金种子于 20 年推出馥合香产品，21 年该系列销售额过亿，差异化香型配合品牌营销，金种子在中高端价位带有望逐步突破。

华润赋能，有望加速推进全国化布局。华润啤酒在全国拥有 2 万多家经销商，作为头部啤酒品牌经销商资源丰富。我们认为对于中低端白酒而言，渠道往往具备更强的推力，白酒和啤酒渠道具备较强的共用，在华润全国渠道资源赋能下，金种子有望加速全国化的布局。整体来看，管理理顺、治理结构优化下，金种子有望圆满达成十四五 50 亿的战略目标。

4. 估值与投资评级

收入端：我们预计公司 22-24 年实现营业收入分别为 15.49、24.08、36.82 亿元，同比增长 27.9%、55.5%、52.9%。考虑到华润入驻之后，公司内部管理和渠道将逐步理顺，而金种子在安徽省内具备产品和品牌基础，中高档和普通白酒有望加速放量，华润渠道赋能之下，全国市场亦有可能获取一定份额。公司在中高档白酒目前具备柔和大单品，渠道理顺之后，有望实现快速增长，馥合香产品亦有望持续贡献增量，普通白酒在渠道理顺，亦有望逐步实现增量，我们预计公司能够实现十四五规划 50 亿元的目标。假设 22-24 年中高档白酒同比增长 80%、100%、80%，普通白酒同比增长 10%、50%、40%，医药业务并非公司拓展核心，假设 22-24 年保持同比 5%、5%、5% 的增长。

表 4: 分品类盈利预测

单位--百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1037.93	1211.29	1548.65	2407.82	3681.85
同比	14%	17%	28%	55%	53%
中高档白酒	258.95	342.70	616.86	1233.72	2220.70
同比	-32%	32%	80%	100%	80%
普通白酒	332.7	395.41	435	652	913
同比	157%	19%	10%	50%	40%
药品	431.78	458.24	481	505	530
同比	11%	6%	5%	5%	5%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

成本费用端：考虑到公司内部管理和渠道逐步理顺，我们预计 22-24 年毛利率为 40.2%、52.4%、57.6%。中高档白酒毛利率有望持续恢复，假设 22-24 年为 63%、70%、71%，假设 22-24 年普通白酒毛利率为 43%、51%、52%。费用率端，假设 22-24 年销售费用率为 20%、17%、14%，管理费用率为 8%、7.8%、7.2%，研发费用率为 2.2%、1.9%、1.5%。我们预计 22-24 年实现归母净利润 0.3、3.18、7.38 亿元，对应归母净利率为 1.96%、13.23%、20.05%。

投资评级：选取同行业 5 家地产酒上市公司进行对比，公司整体业绩改善下，业绩增速较快，PEG 远低于行业平均水平，而华润拥有丰富的消费品运营经历及全国化的销售网络，具备强管理和渠道赋能能力，我们预计在华润的赋能下，中低端白酒有望在省内逐步突破，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

甚至在全国占据一些市场份额，公司今年有望扭亏为盈，23 年公司的盈利能力仍处在逐步释放的过程中，考虑到公司 PEG 远低于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值对比

2022/8/12	总市值 亿元	EPS			CAGR 2021-23	PE			PEG 2023	PS		
		21A	22E	23E		21A	22E	23E		21A	22E	23E
洋河股份	2,637	4.98	6.45	7.76	25%	35	27	23	0.9	10.4	8.7	7.5
今世缘	591	1.62	2.01	2.57	26%	29	23	18	0.7	9.2	7.4	5.9
口子窖	315	2.88	3.32	3.94	17%	18	16	13	0.8	6.3	5.3	4.5
古井贡酒	1,323	4.35	6.02	7.71	33%	58	42	32	1.0	10.0	8.0	6.7
迎驾贡酒	443	1.73	2.23	2.85	28%	32	25	19	0.7	9.7	7.7	6.3
平均					25%	35	27	22	0.8	9.0	7.4	6.2
金种子	175	-0.25	0.05	0.48	394%	—	579	55	0.1	14.5	11.3	7.3

资料来源：Wind，信达证券研发中心注：由于金种子 21 年为亏损，CAGR 为 22-24 年，洋河股份、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、金种子等公司采用信达预测，除此以外的公司 EPS 和 PE 采用 Wind 一致预测，更新于 2022 年 8 月 12 日

市场对于华润入驻后的管理和渠道赋能的效果存在疑虑，我们认为华润对于金种子经营提升的决心强，2022 年 7 月华润系强管理团队已全面入驻金种子。其次华润具备体系化的管理赋能能力，从 2006 年全面接管赋能东阿阿胶助力其未来十年实现快速发展可见一斑。白酒和啤酒渠道在中低端白酒市场具备一定共用，金种子历史上曾在百元以下价位带打造柔和大单品，产品和品牌具备一定的市场基础，管理和渠道理顺的情况下，中低端产品快速放量可期。次高端产品 20 年推出馥合香产品，浓酱芝一口三香口感独具特色，长期配合品牌培育亦有望突围。我们预计公司 22-24 年 EPS 为 0.05、0.48、1.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险因素

内部管理调整不及预期。金种子目前核心问题为内部管理问题，若华润战略重心转移，金种子内部改革的效果可能不够彻底，华润赋能可能不够全面。

省内竞争加剧。金种子目前产品主要聚焦百元以下价位带，该价位带竞争激烈，若竞争进一步加剧，将对金种子产生不利影响。

馥合香产品培育不及预期。馥合香在香型上具备差异化，有望成为金种子在中高端价位带布局的重要产品，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。

附:公司财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,511	2,617	2,751	3,343	4,621
货币资金	1,013	888	857	940	1,323
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	90	143	183	285	436
预付账款	13	26	28	35	47
存货	969	1,342	1,442	1,784	2,429
其他	426	219	241	299	386
非流动资产	1,347	1,248	1,254	1,265	1,280
长期股权投资	0	4	4	4	4
固定资产(合计)	602	640	661	682	706
无形资产	259	262	259	256	253
其他	486	342	330	322	316
资产总计	3,858	3,866	4,005	4,608	5,901
流动负债	787	952	1,061	1,410	2,061
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	59	141	151	187	255
应付账款	392	511	549	680	926
其他	337	299	360	543	880
非流动负债	169	170	170	170	170
长期借款	0	0	0	0	0
其他	169	170	170	170	170
负债合计	956	1,122	1,231	1,580	2,231
少数股东权益	8	9	9	10	12
归属母公司股东权益	2,894	2,735	2,765	3,018	3,658
负债和股东权益	3,858	3,866	4,005	4,608	5,901

重要财务指标

单位:百万					
元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,038	1,211	1,549	2,408	3,682
同比(%)	13.5%	16.7%	27.9%	55.5%	52.9%
归属母公司净利润	69	-166	30	318	738
同比(%)	133.9%	-339.8%	118.2%	951.2%	131.8%
毛利率(%)	27.7%	28.8%	40.2%	52.4%	57.6%
ROE%	2.4%	-6.1%	1.1%	10.6%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	0.11	-0.25	0.05	0.48	1.12
P/E	176.45	—	578.83	55.06	23.76
P/B	4.41	4.07	6.34	5.81	4.79
EV/EBITDA	-76.08	-67.18	204.42	35.54	16.23

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,038	1,211	1,549	2,408	3,682
营业成本	750	862	927	1,147	1,561
营业税金及附加	119	137	178	277	423
销售费用	270	273	310	409	515
管理费用	108	114	124	188	265
研发费用	9	30	34	46	55
财务费用	-27	-23	-26	-27	-34
减值损失合计	-4	-7	0	0	0
投资净收益	5	10	5	10	18
其他	229	12	31	48	74
营业利润	38	-168	38	426	987
营业外收支	7	4	0	0	0
利润总额	45	-163	38	426	987
所得税	-26	2	8	106	247
净利润	71	-165	30	319	740
少数股东损益	1	1	0	1	2
归属母公司净利润	69	-166	30	318	738
EBITDA	-155	-152	82	467	1,023
EPS(当年)(元)	0.11	-0.25	0.05	0.48	1.12

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	-160	-456	40	219	550
净利润	71	-165	30	319	740
折旧摊销	45	49	70	69	72
财务费用	-27	-23	0	0	0
投资损失	-5	-10	-5	-10	-18
营运资金变动	-9	-318	-56	-160	-244
其它	-235	12	0	0	0
投资活动现金流	38	330	-71	-70	-68
资本支出	138	-63	-77	-83	-89
长期投资	-270	361	5	5	5
其他	170	33	1	8	16
筹资活动现金流	-7	-25	0	-66	-99
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	0	0	0	-66	-99
现金流净增加额	-130	-151	-31	83	383



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，7 年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2 年食品饮料研究经验，2 年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（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）等。

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，1 年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

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。