



厉兵秣马蓄力量，扭转乾坤开新局 ——金种子酒（600199.SH）首次覆盖报告

核心观点

品牌历史悠久，集中精力聚焦白酒业务。金种子作为安徽四杰之一的名酒，公司现有“金种子”、“种子”、“和泰”、“醉三秋”和“颍州”五大品牌，现行产品主要包括醉三秋1507、地蕴醉三秋、金种子馥合香、柔和经典种子酒、徽蕴金种子等，公司产品具有较强知名度。经过多年发展，白酒业务已成为营收主要贡献点。2012年以来，公司营收持续下滑，直到2020年公司营收实现两位数正增长，2021年公司延续2020年稳增长趋势，实现营收12.11亿元，同比增加16.67%。

中高档酒成主力，盈利能力改善空间大。2021年公司酒类业务实现营收7.38亿元，其中普通白酒营收3.95亿元，中高档酒营收3.43亿元，同比分别增加18.62%、34.23%。长期来看，中高档酒有望助力公司业绩持续提升。2012-2021年，公司毛利率由64.88%下滑至28.80%，与徽酒其他三家上市公司相比，公司盈利能力明显落后，具备很大的改善空间。

持续创新品类，品牌形象不断升级。前有醉三秋开启绵柔口感味道白酒，现有馥合香区别于浓香型、酱香型和清香型白酒类别，金种子于2020年推出“一口三香”的馥合香系列产品。馥合香涵盖浓、酱、芝三种香型，独创白酒新口味，满足消费者日益丰富的多层次口感需求。建设“线上+线下”一体化营销体系，持续进行品牌传播，品牌形象处于不断升级中。

徽酒空间广阔，公司积极入局次高端。白酒行业历经多轮更迭，当前迈入量减价增新局面，人均收入和高净值人群增加助力白酒高端化。安徽省综合实力较强，白酒消费具备经济与人口基础，省内白酒市场容量持续提升，徽酒占据主导地位。金种子积极入局次高端，打造馥合香系列产品，定位次高端差异化香型领导品牌，深受消费者喜爱，公司有望实现业绩提振。

引入华润战投，公司长远可期。华润系高管参与一线经营，内部管理架构搭建完善。全新经营班子搭建有助于金种子内部管理体系建设，华润系高管参与一线经营有望实现股转后的加速整合。基于金种子良好的品牌传播方式，叠加华润渠道可助力公司全国化布局。作为头部啤酒品牌华润经销商资源丰富，对于中低端白酒而言渠道对于产品销售具备更强的推动作用，金种子中低端产品有望依赖华润渠道快速打开通道。中高端产品本身产品力和品牌力较强，叠加华润渠道赋能，有望实现产品全国化铺设。

投资建议

白酒消费升级趋势下，金种子积极布局次高端并引入华润战投成为公司第二大股东。华润系高管参与公司一线经营，将有效整合内部管理体系，叠加华润啤酒优秀渠道赋能，金种子有望迎来第三次辉煌期。我们预计公司2022-2024年营收分别为12.49/17.00/23.96亿元，同比增长分别为3.14%/36.08%/40.94%；归母净利润为-0.90/0.62/3.06亿元，同比增长分别为46.04%/169.40%/391.74%，EPS分别为-0.14/0.09/0.47元/股。对应11月8日股价，公司2022-2024年PE分别为—/252.28X/51.30X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

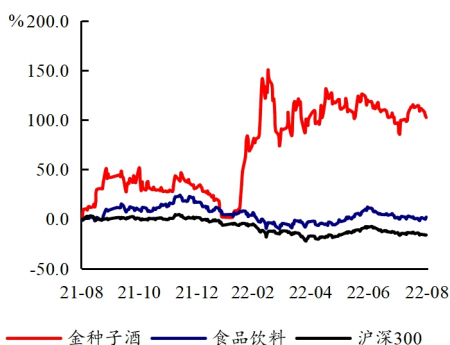
宏观经济不景气风险；市场竞争加剧风险；内部改革不及预期风险；疫情反复风险。

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	657.80
流通A股/B股(百万股)	657.80/0.00
资产负债率(%)	23.68
每股净资产(元)	4.25
市净率(倍)	6.13
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	32.27/12.89

相关研究

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1211.29	1249.33	1700.05	2396.02
增长率 (%)	16.70	3.14	36.08	40.94
归母净利润	-166.41	-89.79	62.32	306.44
增长率 (%)	-339.76	46.04	169.40	391.74
EPS (元/股)	-0.25	-0.14	0.09	0.47
市盈率 (P/E)	—	—	252.28	51.30
市净率 (P/B)	4.07	5.93	5.78	5.18

资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所预测, 股价基准为 2022 年 11 月 8 日收盘价 23.90 元/股

正文目录

1. 品牌历史悠久，聚焦白酒业务.....	5
1.1. 公司业务多元，白酒成长为核心业务.....	5
1.2. 中高档酒成主力，盈利能力改善空间大.....	5
1.3. 聚焦省内市场，公司产能充裕.....	6
1.4. 品牌基础雄厚，品牌形象持续升级.....	7
1.5. 酿酒工艺优秀，持续创新品类.....	8
2. 历史复盘：安徽名酒，发展历经波折.....	10
2.1. 两段辉煌期，起起伏伏.....	10
2.2. 新阶段：华润战投成第二大股东.....	12
3. 行业优质赛道，徽酒市场空间广阔.....	12
3.1. 消费升级助力白酒走向高端化.....	12
3.2. 安徽省白酒规模大，徽酒占主导地位.....	14
3.3. 省内白酒升级趋势明显，次高端成重点战场.....	15
4. 华润战投入股，金种子长远可期.....	16
4.1. 华润系高管参与，内部管理有望改善.....	16
4.2. 借助华润渠道，下沉空间有望快速打开.....	17
5. 盈利预测.....	18
6. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1. 公司营收及归母净利润情况.....	5
图表 2. 白酒成为公司核心业务.....	5
图表 3. 中高端酒有望成为公司业绩核心驱动力.....	6
图表 4. 2012 年以来公司利润率有所下滑.....	6
图表 5. 安徽上市酒企 2021 年盈利能力对比.....	6
图表 6. 公司白酒当前以安徽省内为主要市场.....	7
图表 7. 公司省内外经销商数量逐年减少.....	7
图表 8. 公司产能充裕.....	7
图表 9. 金种子目前主推产品情况统计表.....	9
图表 10. 金种子酒历史复盘情况图.....	10
图表 11. 2007 年聚焦白酒业务后公司业绩显著提升.....	11
图表 12. 2013-2019 年金种子营收明显落后于其他徽酒公司（营收：亿元）.....	11
图表 13. 金种子酒股权架构图（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	12
图表 14. 白酒步入量减价增新阶段.....	13
图表 15. 我国城镇居民家庭人均可支配收入增加.....	14
图表 16. 我国高净值人群数量增长快.....	14
图表 17. 2018 年以来白酒行业规模以上企业销售收入仍增长.....	14
图表 18. 历年食品烟酒消费支出持续上升.....	14
图表 19. 安徽省 2021 年人均 GDP 排名第十三.....	14
图表 20. 安徽省城镇居民人均可支配收入持续增长.....	14
图表 21. 安徽省常住人口从 2010 年开始持续增加.....	15
图表 22. 安徽省 15-64 岁人口占比稳定在 67% 以上.....	15
图表 23. 安徽省白酒市场容量增长快.....	15
图表 24. 2021 年省内各地白酒大致市场容量.....	15
图表 25. 近年来安徽省白酒产量稳定步入成熟期.....	16
图表 26. 安徽省白酒品牌逐步升级.....	16

图表 27. 金种子现任高管情况.....	17
图表 28. 华润在大消费领域具备广阔的销售渠道网络.....	18
图表 29. 公司收入及毛利预测.....	19

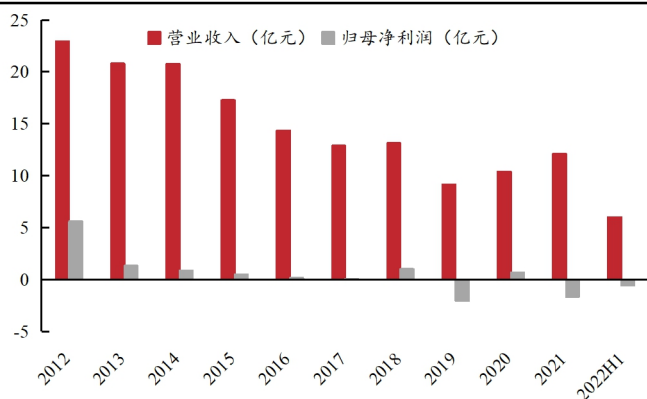
1. 品牌历史悠久，聚焦白酒业务

1.1. 公司业务多元，白酒成长为核心业务

安徽名酒，品牌具有知名度。金种子发源于1949年，前身为安徽阜阳县酒厂，公司历史悠久，以“徽酒四杰”（古井贡酒/迎驾贡酒/口子窖/金种子酒）之一闻名。目前公司白酒主要包括“金种子”、“种子”、“和泰”、“醉三秋”和“颍州”五大品牌，其中“金种子”、“醉三秋”获得中国驰名商标，“颍州”为中华老字号品牌。现行产品主要包括醉三秋1507、地蕴醉三秋、金种子馥合香、柔和经典种子酒、徽蕴金种子等，公司产品具有较强知名度。

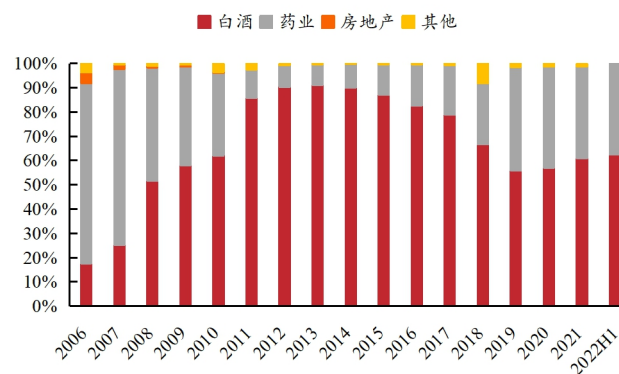
经过多年发展，白酒业务已成为营收主要贡献点。2012年以来，公司营收持续下滑，直到2020年公司营收实现两位数正增长，2021年公司延续2020年稳增长趋势，实现营收12.11亿元，同比增加16.67%。从业务构成来看，自2008年以来白酒业务营收占比均超过50%，2013年白酒营收占比达到高点为91.20%，白酒业务成为公司业绩增长的主要驱动力。2019-2021年公司出现两次净亏损，2021年实现归母净利润-1.66亿元，同比下滑340.58%，主要系白酒行业市场竞争加剧，叠加公司中高端产品尚在培育期导致市占率较低，而原来的中低端产品毛利率本身较低，从而综合毛利率低。

图表 1. 公司营收及归母净利润情况



资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

图表 2. 白酒成为公司核心业务

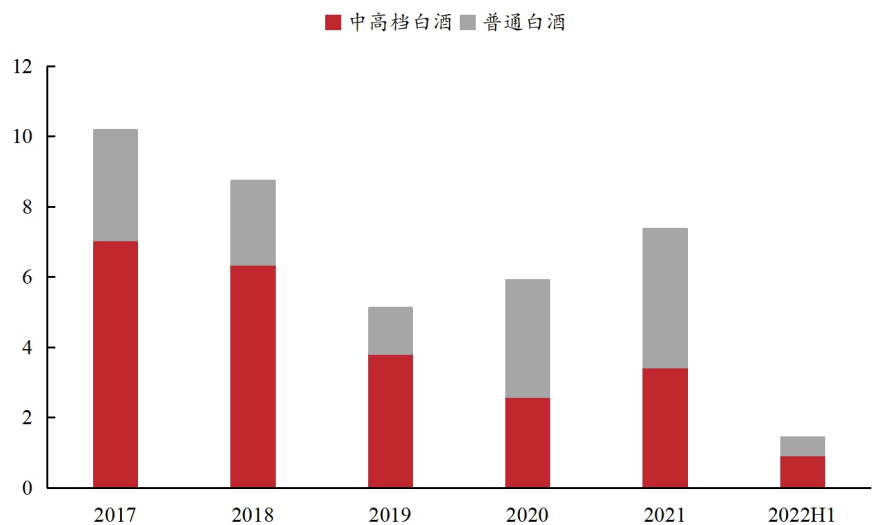


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.2. 中高档酒成主力，盈利能力改善空间大

中高档酒未来将成为公司业绩的核心驱动力。2021年公司酒类业务实现营收7.38亿元，其中普通白酒营收3.95亿元，中高档酒营收3.43亿元，同比分别增加18.62%、34.23%。2020年以前，公司白酒以中高档酒为主；2020年可能因疫情原因影响白酒消费市场，普通白酒占比迅速提升；2021年随着疫情逐渐得到控制，公司中高档酒的增速超过普通白酒，长远来看中高档酒有望助力公司业绩持续提升。

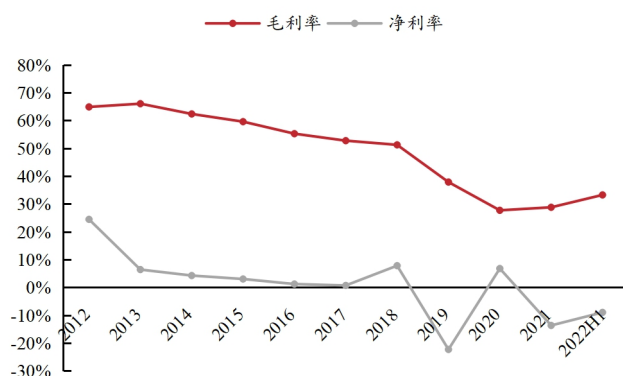
图表 3. 中高端酒有望成为公司业绩核心驱动力



资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所

公司近年来利润率有所下滑, 盈利能力改善空间大。2012-2021 年, 公司毛利率由 64.88% 下滑至 28.80%, 净利率在 2012 年达到最高点为 24.47%, 随后断崖式下滑成为亏损状态, 2021 年净利率为 -13.66%, 2022 年上半年公司净利率有所提升为 -8.97%。2021 年口子窖、迎驾贡酒与古井贡酒的净利率分别为 34.35%/30.30%/17.89%, 与徽酒这三家上市公司相比公司盈利能力明显落后, 具备很大的改善空间。

图表 4. 2012 年以来公司利润率有所下滑



资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所

图表 5. 安徽上市酒企 2021 年盈利能力对比

公司	毛利率	净利率	加权 ROE
金种子酒	28.80%	-13.66%	-5.92%
古井贡酒	75.10%	17.89%	21.25%
迎驾贡酒	67.54%	30.30%	24.89%
口子窖	73.90%	34.35%	22.48%

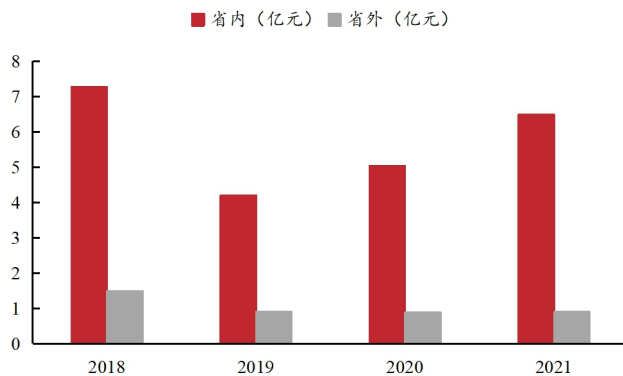
资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所

1.3. 聚焦省内市场, 公司产能充裕

安徽省内成当前主战场, 放眼全国市场广阔。2021 年白酒省内营收为 6.49 亿元, 省外营收为 8949.31 万元, 占比分别为 87.88%、12.12%。从经销商数量来看, 2018-2021 年省内外经销商数量均呈递减趋势 (省内由 388

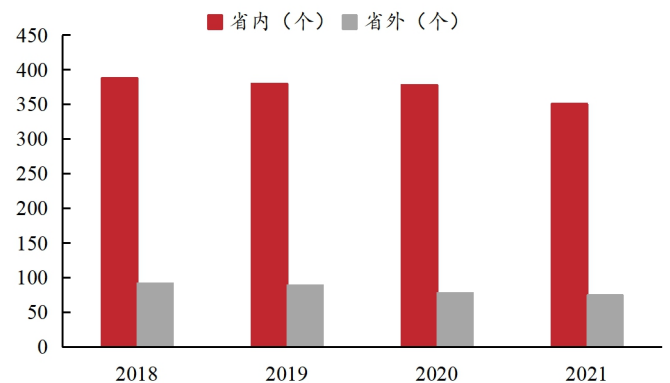
个减少为 351 个，省外由 92 个减少至 75 个），这说明公司渠道存在一定萎缩。主要系公司近几年积极培育中高端市场，而产品升级需要时间、尚未能一蹴而就，同时公司内部管理存在问题，造成渠道推力不足。从长远来看，随着华润入股及相关人员加入，公司内部管理有望得到全面改善，叠加全国市场广阔，渠道具备较大的提升空间。

图表 6. 公司白酒当前以安徽省内为主要市场



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 7. 公司省内外经销商数量逐年减少



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司成品酒产能富裕，充分满足未来扩张需求。2021 年年报披露公司现有成品酒设计产能 40000 千升，实际产能 9227.17 千升，产能利用率仅为 23.07%。2017-2021 年公司实际产能变化较大，但产销率较为稳定，基本达到平衡状态。未来若消费者需求增多，公司能迅速增加产能、提高产能利用率，满足终端需求。

图表 8. 公司产能充裕

年度	设计产能 (千升)	实际产能 (千升)	产量 (千升)	销量 (千升)	产销率
2021	40000	9227.17	9227.17	8927.75	96.76%
2020	40000	9876.88	9876.88	10324.17	104.53%
2019	40000	6115.68	6115.68	5948.86	97.27%
2018	40000	10823.96	10823.96	10510.64	97.11%
2017	40000	13728.60	13728.60	14242.61	103.74%

资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

1.4. 品牌基础雄厚，品牌形象持续升级

古往今来，老窖传承奠定金种子酒产品力。金种子明代古窖池传承历史悠久，也是黄淮地区现存窖龄最老、连续沿用时间最长、保存最完整的大曲酒发酵窖池之一，老窖传承是金种子酒发展的基石。窖池中的微生物对酒的品质有相当大的影响，窖泥中的有益微生物与香味物质越多，酒香就愈浓。据测定，金种子古窖中的微生物种群多达数百种，这些微生物发

醇酿造的金种子美酒，其品质和口感令消费者赞不绝口。2012年金种子古窖池被安徽省政府列为“安徽省重点文物保护单位”，目前古窖池成为金种子酿酒窖泥微生物培养的范本。

产品价格带覆盖齐全。目前公司白酒产品从低端到高端都有覆盖，普通白酒主要包括祥和种子酒、种子酒系列和颍州佳酿，中高档酒涵盖金种子馥合香系列、柔和系列、徽蕴系列。产品价格带齐全，满足消费者多样化需求，同时公司产品消费者触及广、有利于促进公司品牌认知和消费者培育。

醉三秋 1507 定位区域高端文化白酒，企业实现品牌升级。醉三秋绵柔白酒经典之作，历史积淀久。醉三秋酿造历史可追溯至魏晋时期，相传“刘伶一醉三秋”，文化源远流长，迄今已有 1700 多年，品牌具备深厚的文化底蕴。公司生产的醉三秋主打绵柔口感，使用金种子明代古窖池群酿造，具有窖香浓郁、干绵适口的特色，符合消费者对于好酒的认知需求，受到了消费者的好评。董事长贾光明上任后，公司积极调研消费市场，明确以次高端为发展战略方向，2020 年推出醉三秋 1507，定价 798 元/瓶，标志着金种子实现品牌升级。在产品包装上，将刘伶的形象印在瓶身，加深经典 IP 印象，叠加产品优良品质，品牌价值进一步提升，醉三秋 1507 在高端商务宴请中处于较强的竞争地位。

1.5. 酿酒工艺优秀，持续创新品类

技术团队架构完善，产学研助力创新。目前公司技术团队核心人才聚焦囊括维度，包括国家级白酒评委、一级酿造师、一级品酒师、省级白酒评委及核心技术骨干，加上享受国务院津贴的总工程师共 80 位优秀人才。在产学研体系方面，公司积极与江南大学、安徽农业大学等高校合作，在白酒研发、质量、智能制造及绿色发展方面展开深入研究。同时，公司通过组建实验室、研究中心等研发平台促进公司产品创新。

独创馥合香系列，打造差异化口味。区别于浓香型、酱香型和清香型白酒类别，金种子于 2020 年推出“一口三香”的馥合香系列产品。馥合香涵盖浓、酱、芝三种香型，独创白酒新口味，满足消费者日益丰富的多层次口感需求。同时，金种子馥合香得到了行业内认可，馥合香 20 荣获“第三届黄淮流域白酒核心产区典型风格产品”奖、“第 2 届酒业青云奖年度十大新名酒”奖等。

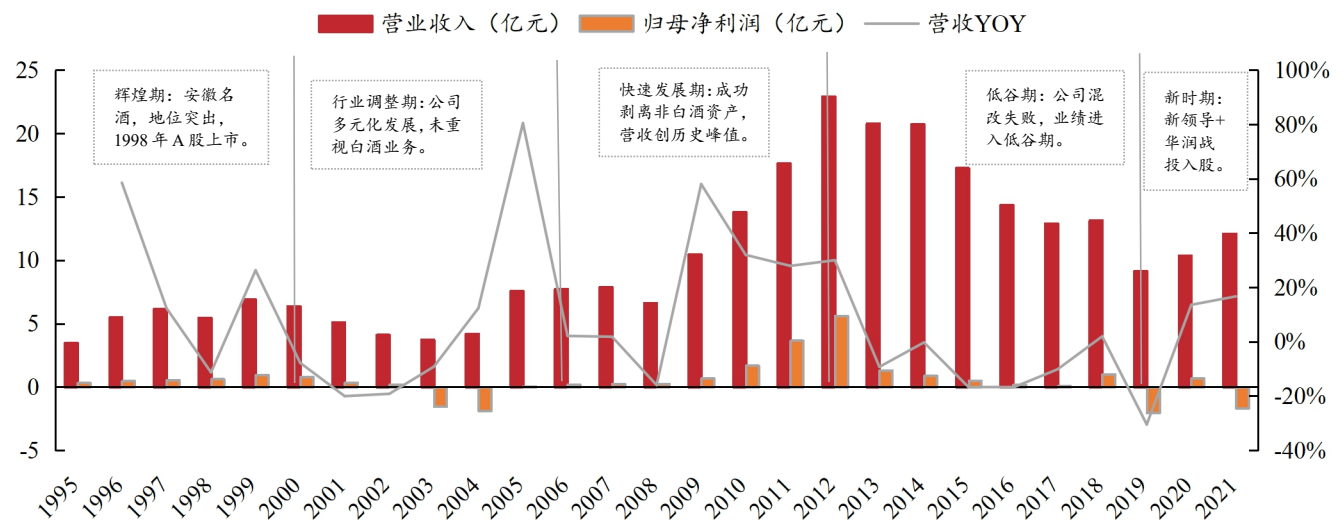
图表 9. 金种子目前主推产品情况统计表

系列	产品定位	产品	规格	目前零售价 (元/瓶)	产品示意图
馥合香	次高端	鑫 20	50 度/500ml	698	
		鑫 15	50 度/500ml	498	
		鑫 9	50 度/500ml	398	
徽蕴	高端	金种子 20 年	50 度/500ml	1280	
	中高端	金种子 10 年	52 度/500ml	214.20	
		金种子 6 年	50 度/460ml	115.20	
柔和	中高端	柔和大师	40.8 度/460ml	128	
	中低端	金柔和	41.8 度/460ml	65.03	
	中低端	柔和经典	40 度/460ml	75.60	
	中低端	柔和种子酒	40 度/460ml	67.05	
醉三秋	高端	醉三秋 1507	50 度/500ml	998	
	中低端	地蕴醉三秋	40 度/460ml	58.05	
祥和	中低端	祥和种子酒	40 度/460ml	44.10	

资料来源：公司公告，金种子天猫旗舰店（10 月 25 日价格，已包含折扣），东亚前海证券研究所

2. 历史复盘：安徽名酒，发展历经波折

图表 10. 金种子酒历史复盘情况图



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

2.1. 两段辉煌期，起起伏伏

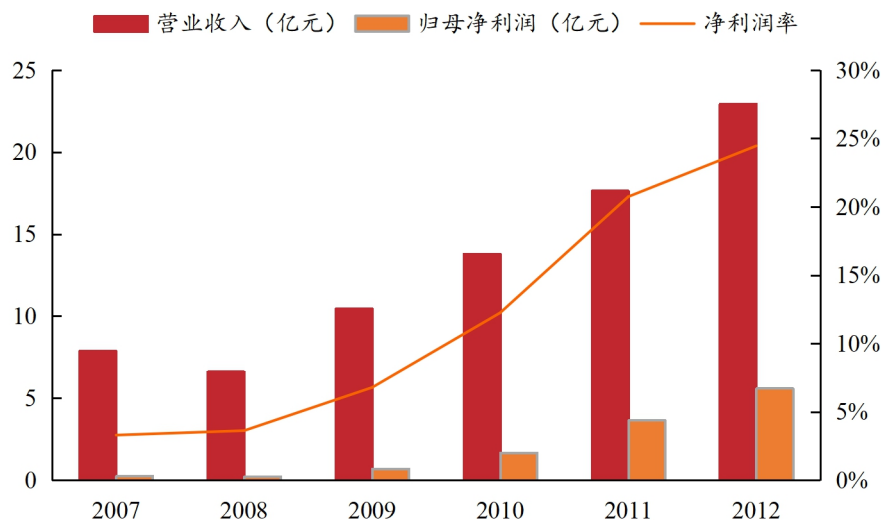
2000 年前辉煌期：安徽名酒，地位突出。1996 年安徽国企改革领军人物锁炳勋组建安徽金种子集团有限公司，并进行大刀阔斧改革、开创了国企改革的新局面。在锁炳勋的带领下，金种子进入辉煌期，1997 年公司利税总额位列全国大型白酒企业第四，省内品牌知名度持续提升，“徽酒四杰”地位进一步巩固，1998 年锁董发起设立安徽金种子酒业股份有限公司并成功上市。

2001-2006 年：行业进入调整期、叠加公司多元化发展，白酒业务未受重视。2001 年白酒消费税出台新政策，白酒计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合，加大了白酒行业的消费税负担，一定程度加速了行业的调整。而金种子上市后实施多元化发展战略，募集资金投向非白酒（包括牛羊肉类、奶油项目）业务，并未重视前期业绩贡献突出的白酒，白酒业务逐渐萎缩。多元化经营不善导致公司 2003 年和 2004 年连续出现亏损，2005 年扭亏为盈主要系剥离亏损啤酒业务及房地产业务贡献利润。公司白酒业务收入由 2005 年 2.7 亿元下滑至 2006 年的 1.36 亿元，白酒业务处于低迷阶段。

2007-2012 年快速发展期：成功剥离非白酒资产，营收创历史峰值。2007 年起公司陆续剥离包装、黄牛、房地产等业务，持续优化产品结构，开始聚焦白酒业务。产品上，聚焦资源打造柔和种子酒、祥和种子酒及醉三秋系列，顺应徽酒主流价位。渠道上，公司差异化竞争，主攻口子窖、古井贡比较薄弱的县级市场进行渠道下沉。该阶段公司迎来快速发展，营收与归母净利润均创历史佳绩，2007-2012 年金种子营业收入由 7.88 亿元增至

22.94 亿元，CAGR 为 23.83%，其中白酒营业收入由 1.99 亿元增至 20.72 亿元，CAGR 高达 59.77%，归母净利率由 3.30%提升至 24.46%，公司业绩显著改善，成功跻身徽酒第一梯队。

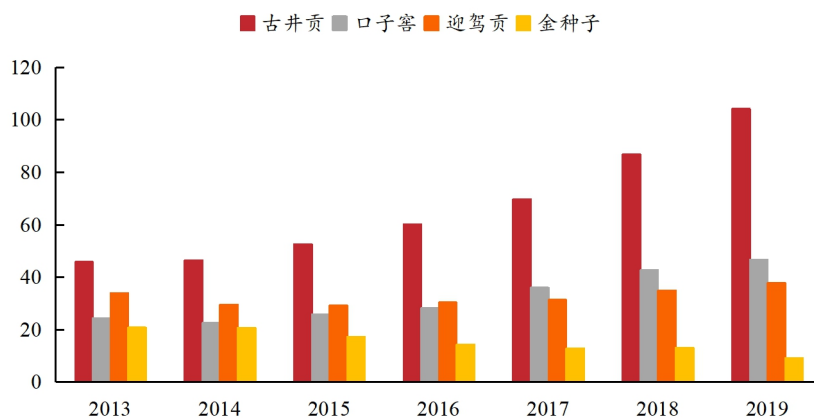
图表 11. 2007 年聚焦白酒业务后公司业绩显著提升



资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

2013-2019 年：行业再次调整，公司混改失败，业绩陷入低谷期。2012 年塑化剂事件及政府出台限制三公消费的规定，行业进入深度调整期，高端白酒最先受到重创，阜阳名酒金种子也未能幸免。2013-2019 年，公司营收持续缩水，由高峰期的 22.94 亿元下降至 9.14 亿元，此后几年公司营收情况仍未迎来好转。同期徽酒其他三家企业营收呈现增长趋势（营收表现最好的古井贡酒由 45.81 亿元增长至 104.17 亿元），而金种子营收不断萎缩（营收由 20.81 亿元持续下滑至 9.14 亿元），且与其他三家的差距持续扩大。

图表 12. 2013-2019 年金种子营收明显落后于其他徽酒公司(营收:亿元)

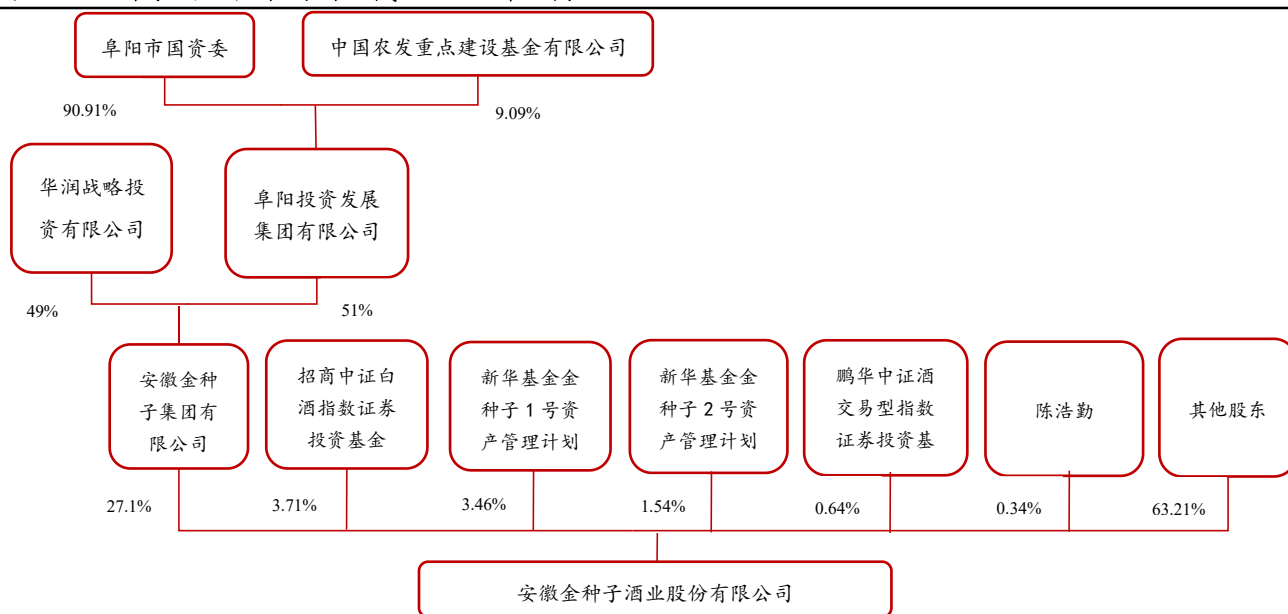


资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

2.2. 新阶段：华润战投成第二大股东

2020 年至今：公司再次换帅，引入华润战投长远可期。2020 年 2 月，贾光明任公司董事长，持续推出新品，包括金种子馥合香、柔和升级产品“柔和大师”等。其中，2021 年金种子馥合香获中国酒类新品最高奖“青酌奖”等多个奖项，进一步提升公司品牌知名度。2022 年阜阳投发将金种子集团有限公司 49% 的股权转让给华润战投，华润战投成为金种子酒第二大股东。华润战投的加入将为金种子带来新的发展机遇，公司长远发展可期。

图表 13. 金种子酒股权架构图（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

全面启动组织重塑，推进组织变革和转型升级。近期公司召开组织重塑项目启动会，并邀请安永咨询进行专题汇报，旨在对标国内一流企业，打造金种子成为质量效益型标杆企业。本次组织重塑会议围绕项目目标任务、如何开展及人员分工进行了指示，同时明确了公司组织变革的指导思想、总体目标。会议指出金种子将在未来半年内建立适合公司自身可持续发展的、具备自身特色的组织架构体系，薪酬体系和组织能力建设体系。待组织体系进一步完善与明确，公司长远发展将大有可为。

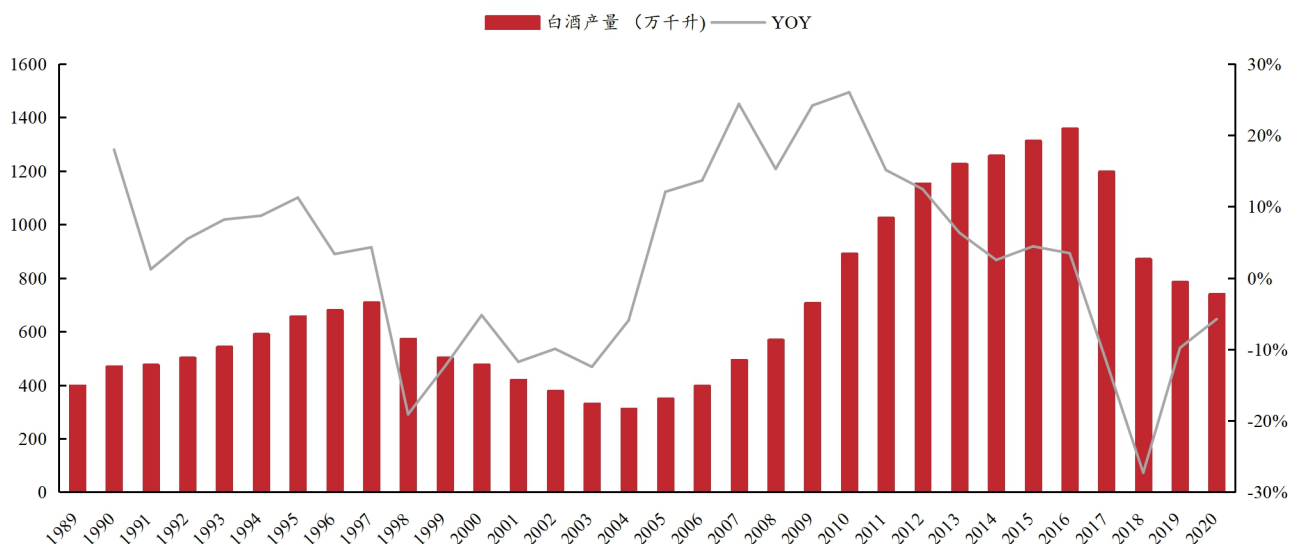
3. 行业优质赛道，徽酒市场空间广阔

3.1. 消费升级助力白酒走向高端化

白酒行业历经多轮更迭，当前迈入量减价增新局面。1989-2003 年：白酒产量在 1997 年到达顶峰，受宏观经济放缓、假酒案等负面事件影响，白酒产量持续下滑至 2003 年。2004-2008 年，得益于固定资产持续投资，白酒行业量价齐升；由于金融危机影响，2008 年虽然白酒指数大幅下跌，但

仍跑赢沪深 300，此后流动性逐步收紧。2012 年，受金融危机的影响叠加限制“三公”消费，白酒行业又一次进入调整期，白酒产量增速变缓并且由增变减；2015 年后，受消费升级驱动，商务和个人消费崛起，白酒产量略有减少但价格增长，整个白酒行业目前处于量减价增的复苏期。

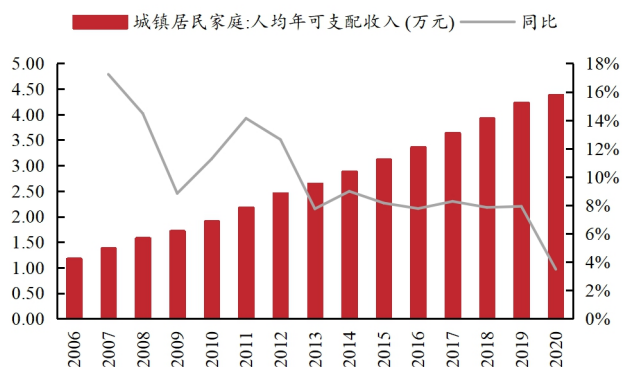
图表 14. 白酒步入量减价增新阶段



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

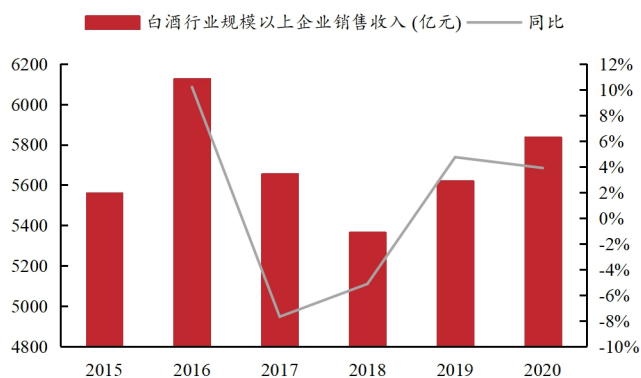
人均收入和高净值人群增加助力白酒高端化。2006-2020 年，我国城镇居民家庭人均收入由 1.18 万元增至 4.38 万元，CAGR 为 9.85%。居民收入的不断提升促进了高净值人群(可投资资产超 1 千万)的壮大，我国高净值人群从 2006 年的 18.10 万人增长到 2020 年的 262 万人，CAGR 高达 21.03%。伴随着我国经济结构的转变，高质量发展和共同富裕成为新的发展主线，我国人均可支配收入和高净值人群均有望持续增加。消费人群的扩大以及收入的增长为消费升级提供了持续发展的土壤，在消费升级的长期趋势下，白酒行业结构性调整有望继续推进。2018 年以来白酒产量下降，但白酒行业规模以上企业销售收入反而有所提升，这是源自白酒行业整体价格带上移，白酒提价带来更多的销售收入和利润。

图表 15. 我国城镇居民家庭人均可支配收入增加



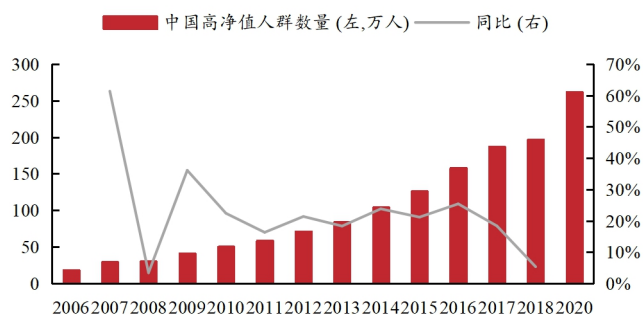
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 17. 2018 年以来白酒行业规模以上企业销售收入仍增长



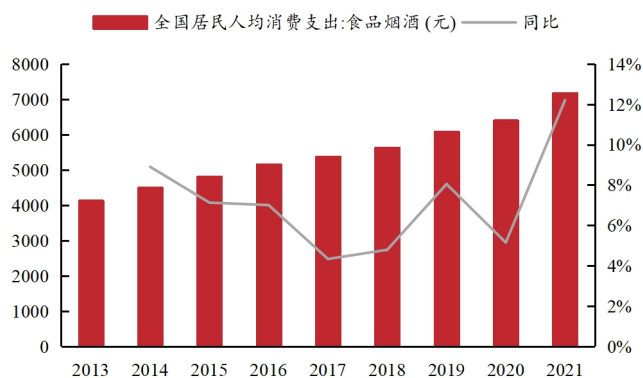
资料来源: 前瞻经济学人, 东亚前海证券研究所

图表 16. 我国高净值人群数量增长快



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 18. 历年食品烟酒消费支出持续上升

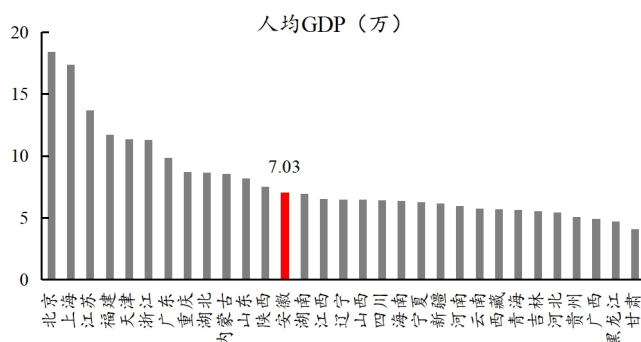


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.2. 安徽省白酒规模大，徽酒占主导地位

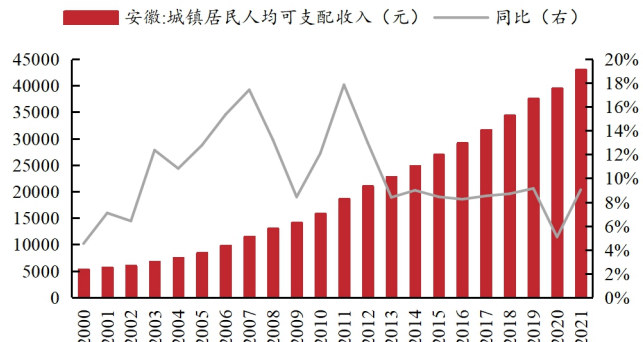
安徽省综合实力较强，白酒消费具备经济与人口基础。2021 年安徽省 GDP 位列全国第十三名，在全国处于中上游位置，整体综合实力较强。1999-2021 年，安徽省城镇居民人均可支配收入持续增长，居民消费力稳步提升。得益于较强的经济实力，安徽省内常住人口在从 2010 年开始逐渐增加，其中 15-64 岁人口占比常年高于 67%，白酒具备消费者基础。

图表 19. 安徽省 2021 年人均 GDP 排名第十三



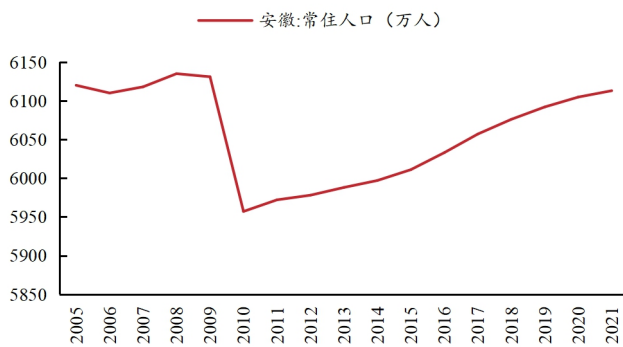
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 20. 安徽省城镇居民人均可支配收入持续增长



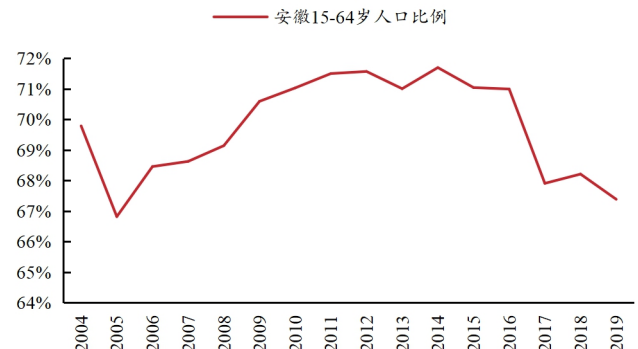
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 21. 安徽省常住人口从 2010 年开始持续增加



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

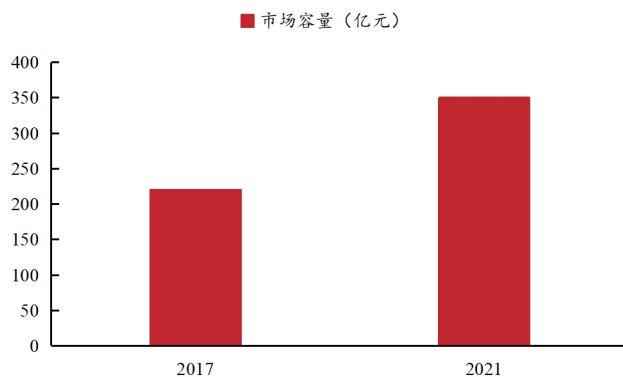
图表 22. 安徽省 15-64 岁人口占比稳定在 67% 以上



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

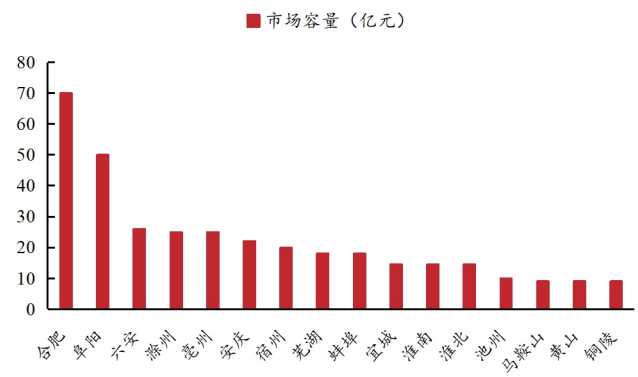
省内白酒市场容量持续提升，徽酒占据主导地位。据统计，2017-2021 年安徽省内白酒市场容量由 220 亿元增长至 350 亿元，4 年 CAGR 为 12.31%，2021 年市场容量在全国排名第五。从全省各地区来看，2021 年省会城市合肥市场容量最大为约 70 亿元，其次为阜阳市（金种子酒的发源地，也是全省唯一人口超 1000 万的城市）为 50 亿元，其余城市也不容小觑，市场空间广阔。同时，2021 年徽酒在安徽白酒市场规模中占比 66%，徽酒在省内占据主导地位。

图表 23. 安徽省白酒市场容量增长快



资料来源: 酒食新消费, 东亚前海证券研究所

图表 24. 2021 年省内各地白酒大致市场容量

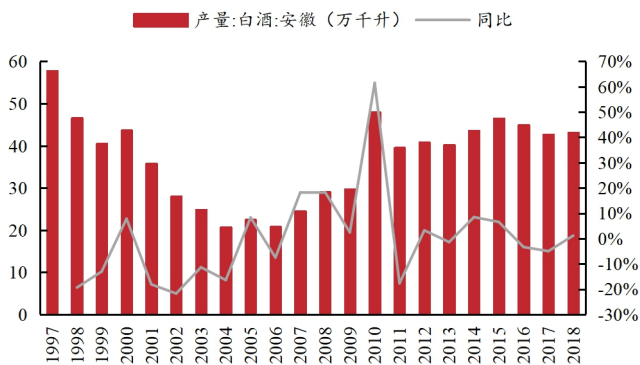


资料来源: 酒食新消费, 东亚前海证券研究所

3.3. 省内白酒升级趋势明显，次高端成重点战场

省内白酒步入成熟期，白酒升级大势所趋。2014 年以来安徽白酒产量基本没有增长，意味着安徽省内白酒产业已经进入成熟期。随着省内消费者收入以及购买力的上升，消费升级将成为白酒行业的重要趋势。当前安徽省内白酒价格带已经出现持续提升，2000 年时安徽省内主流白酒价格带为 40-80 元，如今已经升至 200 元以上，预计随着经济持续发展以及消费升级的深入，安徽省内白酒价格带将继续呈现稳中有升的趋势。

图表 25. 近年来安徽省白酒产量稳定步入成熟期



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 26. 安徽省白酒品牌逐步升级

时间	价格带	代表产品
2000-2006 年	40-80 元	口子窖 5 年, 高炉家酒
2007-2011 年	60-100 元	口子窖 5 年, 迎驾银星
2012-2015 年	80-120 元	口子窖 5/6 年, 古井献礼版
2016-2017 年	90-150 元	口子窖 5/6 年, 古井献礼版/古井 5 年
2018 年-至今	200 元以上	古井 8/16/26 年, 口子窖 10/20/30 年

资料来源: 华经情报网, 东亚前海证券研究所

徽酒四杰纷纷入局次高端市场，次高端成重点战场。2020 年安徽省白酒市场规模合计约 350 亿元，具体可分为高端（40 亿元）、次高端（50 亿元）、中端（140 亿元）、低端（120 亿元），其对应价格带分别为 800+/300-800/100-300/0-100 元，市场份额则以 300 元以下中低端产品为主，占比约 75%。在消费升级的大背景下，叠加人均可支配收入及常住人口增加带来的中产人群扩增，安徽白酒企业持续布局次高端白酒市场，其中代表包括古井贡酒（古 16、古 20 系列）、口子窖（口子窖 20 年、兼香 518）迎驾贡酒（洞 16、洞 20 等）、金种子（醉三秋 1507、馥合香系列）。安徽省食品行业协会酒类流通分会秘书长张奇峰分析认为，在消费持续升级的情况下，假定有 20% 的 100-300 元产品消费升级至 300-500 元，安徽次高端酒的市场容量将提升近一倍，可达 100 亿元。次高端市场将成为安徽白酒行业下一个重点战场。

4. 华润战投入股，金种子长远可期

4.1. 华润系高管参与，内部管理有望改善

华润高举进入白酒领域，战略雄心可见一斑。华润集团业务众多，包括零售、啤酒、食品、饮料、电力、地产、医药、金融等领域，集团于 2018 年正式参与白酒行业经营。2018 年华润参与山西汾酒混改，成为汾酒第二大股东，迈出了集团参与白酒市场的第一步；2021 年华润集团再次收购芝麻香型酒企景芝白酒 40% 的股份，成为其第一大股东；2022 年收购金种子集团 49% 股权，成为金种子酒业第二大股东。华润集团频繁入股白酒企业，体现了其在白酒行业的决心和信心。

华润系高管参与一线经营，内部管理架构搭建完善。2022 年 7 月公司发布管理人员变更的公告，其中原总经理张向阳因工作变动辞去金种子酒总经理职务，由何秀侠担任公司总经理，金昊替代刘锡金成为公司财务总监，同时聘任何武勇为公司副总经理主管公司人力资源与行政工作。新加入的三名高管来源于华润系，何秀侠出身于市场营销，金昊聚焦于财务管

理，何武勇侧重人力资源建设。全新经营班子搭建有助于金种子内部管理体系建设，华润系高管参与一线经营有望实现股转后的加速整合。

图表 27. 金种子现任高管情况

姓名	职务	任职日期	性别	年龄	个人经历
何秀侠	总经理	2022-07-08	女	49	历任华润雪花啤酒安徽区域营销中心总经理、晋陕区域总经理、河南区域总经理
何武勇	副总经理	2022-07-08	男	54	历任华润雪花啤酒安徽区域人力资源经理、晋陕区域总经理助理、苏沪区域副总
徐三能	副总经理	2016-04-08	男	58	1997 年加入安徽金种子酒业，安徽金太阳生化经理、公司副总
陈兴杰	副总经理	2020-02-28	男	58	历任阜阳酿酒总厂全质办主任、金种子总助、公司副总
金昊	财务总监	2022-07-08	男	46	历任华润雪花啤酒甘肃区域、黑吉区域、山东区域公司财务总监
金彪	董事会秘书	2005-05-21	男	49	历任金种子酒业公司证券部经理、社会责任部部长、董事会秘书
杨红文	总工程师	2020-02-28	男	52	历任安徽种子酒厂质量副厂长、公司董事、公司总工程师

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.2. 借助华润渠道，下沉空间有望快速打开

建设“线上+线下”一体化营销体系，持续进行品牌传播。坚持“经销商+厂家的线下销售”营销模式，实现厂商资源优势互补。在线下渠道上，针对新品馥合香系列，公司开展系列化活动，包括徽商奥斯卡、致敬新时代奋斗者、冠名金种子馥合香全景品牌专列等，积极强化与经销商的关系，并实现品牌线下场景最大化传播。在数字化建设上，积极推动“五码关联”和产线改造，有助于解决终端产品流向问题。在线上渠道方面，公司在“两微一抖”平台策划多个热点、潮流文化品牌互动活动，扩大品牌传播。

基于金种子良好的品牌传播方式，叠加华润渠道可助力公司全国化布局。公司十四五规划明确提出深耕安徽及环安徽市场，同时推进长三角、珠三角市场开拓打造全国化布局。对于中低端白酒而言渠道对于产品销售具备更强的推动作用，而华润已经形成覆盖全国的产业链（啤酒、矿泉水、超市等业务）经营网络，其营销渠道能够有效与公司中低端白酒渠道形成互补，金种子中低端产品有望依赖华润渠道快速打开通道。中高端产品本身产品力和品牌力较强，叠加华润渠道赋能，有望实现产品全国化铺设。

图表 28. 华润在大消费领域具备广阔的销售渠道网络



资料来源：华润官网，东亚前海证券研究所

5. 盈利预测

华润资源赋能，叠加公司品牌力持续提升，公司产品销量可期，全国化布局有望实现。基于公司各业务的发展情况不同，我们分别做出以下盈利预测：

1) 普通白酒：由于安徽省内中低端白酒竞争激烈，且各品牌壁垒性较强，华润渠道加持有望扩大公司中低端白酒省内市占率，叠加 2022 年疫情及市场环境的影响，我们预计 2022-2024 年公司普通白酒的销量增速分别为 -10%/30%/30%，单价增速分别为 1%/15%/15%，对应收入分别为 3.59/5.37/8.03 亿元，收入同比增速分别为 -9.10%/49.50%/49.50%；

2) 中高档白酒：基于安徽省内白酒消费升级，同时公司积极推动馥合香、醉三秋 1507 等中高端产品的布局，我们预计 2022-2024 年公司中高档白酒的销量增速分别为 10%/30%/30%，单价增速分别为 6%/20%/20%，对应收入分别为 4.00/6.23/9.72 亿元，收入同比增速分别为 16.60%/56.00%/56.00%；

3) 药业：药业非主营业务，但基于历年收入表现较为稳定，我们预计 2022-2024 年公司药业收入分别为 4.90/5.39/6.20 亿元，收入同比增速分别为 7.00%/10.00%/15.00%；

4) 其他业务：其他业务非主营业务，我们预计 2022-2024 年公司其他

业务收入分别为 1553/1615/1680 万元，收入同比增速分别为 4.00%/4.00%/4.00%。

图表 29. 公司收入及毛利预测

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1211.29	1249.33	1700.05	2396.02
YOY	16.70%	3.14%	36.08%	40.94%
其中：普通白酒收入	395.41	359.43	537.35	803.33
中高档白酒收入	342.70	399.59	623.36	972.44
药业收入	458.24	490.32	539.35	620.25
其他业务收入	14.94	15.53	16.15	16.80
毛利润	348.84	398.84	733.73	1270.20
YOY	21.23%	14.33%	83.97%	73.12%
毛利率	28.80%	31.92%	43.16%	53.01%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

综上，我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 -0.90/0.62/3.06 亿元，对应的 EPS 分别为 -0.14/0.09/0.47 元。以 2022 年 11 月 8 日收盘价 23.90 元为基准，对应 PE 分别为—/252.28/51.30 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

提示一：宏观经济不景气风险。宏观经济波动和行业政策等对白酒有一定影响，若宏观经济不景气，居民及政企消费力下降，白酒企业收入可能萎缩。

提示二：市场竞争加剧风险。当前白酒处于消费升级阶段，消费者对品牌和品牌有着高要求，这可能促进白酒行业加速整合。若市场竞争加剧，与头部企业相比公司综合实力尚不足。

提示三：内部变革不及预期风险。若华润入股后内部组织架构变革迟迟不落地，将可能对公司生产经营造成一定影响。

提示四：疫情反复风险。疫情反复对消费场景造成一定影响，可能影响白酒终端需求。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1211.29	1249.33	1700.05	2396.02
%同比增速	16.70%	3.14%	36.08%	40.94%
营业成本	862.45	850.49	966.32	1125.82
毛利	348.84	398.84	733.73	1270.20
%营业收入	28.80%	31.92%	43.16%	53.01%
税金及附加	136.62	143.67	204.01	287.52
%营业收入	11.28%	11.50%	12.00%	12.00%
销售费用	273.42	268.13	383.97	589.83
%营业收入	22.57%	21.46%	22.59%	24.62%
管理费用	113.84	114.74	138.58	172.12
%营业收入	9.40%	9.18%	8.15%	7.18%
研发费用	30.46	32.05	37.01	47.84
%营业收入	2.51%	2.57%	2.18%	2.00%
财务费用	-23.01	-36.06	-41.63	-57.78
%营业收入	-1.90%	-2.89%	-2.45%	-2.41%
资产减值损失	-7.00	-7.00	-7.00	-7.00
信用减值损失	-5.93	0.00	0.00	0.00
其他收益	17.54	26.49	36.05	50.80
投资收益	9.54	9.99	13.60	19.17
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.18	1.19	1.19	1.19
资产处置收益	-0.36	0.00	0.00	0.00
营业利润	-167.53	-93.01	55.61	294.83
%营业收入	-13.83%	-7.45%	3.27%	12.30%
营业外收支	4.30	4.43	6.08	8.57
利润总额	-163.24	-88.58	61.70	303.40
%营业收入	-13.48%	-7.09%	3.63%	12.66%
所得税费用	2.23	1.21	-0.62	-3.03
净利润	-165.47	-89.79	62.32	306.44
%营业收入	-13.66%	-7.19%	3.67%	12.79%
归属于母公司的净利润	-166.41	-89.79	62.32	306.44
%同比增速	-339.76%	46.04%	169.40%	391.74%
少数股东损益	0.94	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	-0.25	-0.14	0.09	0.47

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	-0.25	-0.14	0.09	0.47
BVPS	4.16	4.03	4.14	4.61
PE	—	—	252.28	51.30
PEG	—	—	1.49	0.13
PB	4.07	5.93	5.78	5.18
EV/EBITDA	-67.18	-172.43	234.51	51.56
ROE	-6.08%	-3.39%	2.29%	10.10%
ROIC	-7.42%	-5.08%	0.23%	7.42%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	887.67	883.36	958.03	1195.56
交易性金融资产	102.68	103.86	105.05	106.23
应收账款及应收票据	143.48	203.56	221.45	244.44
存货	1341.85	1256.88	1319.98	1557.11
预付账款	25.99	25.68	29.47	34.45
其他流动资产	115.83	118.80	152.09	201.97
流动资产合计	2617.49	2592.15	2786.08	3339.76
长期股权投资	4.49	4.49	4.49	4.49
投资性房地产	99.24	97.24	95.24	93.24
固定资产合计	640.17	671.97	693.21	704.16
无形资产	261.87	272.87	284.87	297.87
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	6.19	6.19	6.19	6.19
其他非流动资产	236.34	226.34	215.34	203.34
资产总计	3865.78	3871.23	4085.41	4649.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	652.19	727.50	786.41	914.83
预收账款	1.00	1.25	2.55	4.79
应付职工薪酬	27.56	29.77	34.79	41.66
应交税费	45.34	47.47	68.00	100.63
其他流动负债	225.49	233.84	292.94	372.97
流动负债合计	951.58	1039.83	1184.69	1434.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	27.71	27.71	27.71	27.71
其他非流动负债	142.59	142.59	142.59	142.59
负债合计	1121.88	1210.13	1354.99	1605.18
归属于母公司的所有者权益	2735.20	2652.41	2721.72	3035.16
少数股东权益	8.69	8.69	8.69	8.69
股东权益	2743.89	2661.10	2730.42	3043.85
负债及股东权益	3865.78	3871.23	4085.41	4649.04

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-456.11	59.27	131.99	277.78
投资	360.78	-9.19	-19.19	-21.19
资本性支出	-63.32	-65.57	-52.92	-39.43
其他	32.66	11.18	14.79	20.35
投资活动现金流净额	330.12	-63.57	-57.32	-40.26
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-24.90	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-24.90	0.00	0.00	0.00
现金净流量	-150.90	-4.31	74.67	237.53

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>