

## 白酒专题报告：

### 国企改革视角看华润助力金种子酒破局

投资建议： 强于大市(维持评级)

上次建议： 强于大市

#### 投资要点：

##### ➤ 巅峰时期曾是安徽第一阵营酒企，具备品牌与市场基础

公司旗下具有金种子、种子、醉三秋等多个白酒品牌。96年公司销售收入排名白酒行业全国第六、安徽第二，此后连续4年位居全国白酒利税前十。05年起凭借柔和系列与深度协销的差异化打法，在大众酒市场广受认可，逐步回归皖酒头部阵营。13-19年在行业调整及结构升级中营收持续下降。22年华润入股创造全新破局机遇。

##### ➤ 知往鉴今：从华润入驻汾酒看央企入局央地改革成果

华润作为央企巨头，华润雪花啤酒为集团一级利润中心，兼具先进的经营管理能力、丰富的资本运作经验以及酒业运营特长和产业资源，正向白酒领域拓展，目前已投资汾酒、景芝、金种子、金沙。华润入股汾酒后，管理上，派驻高管、赋能团队、发布股权激励；经营上，青花引领升级，毛利率提升、费用率下降，经销商拓展、渠道模式革新、省外市场布局全面突破。国企改革在相当程度上成就了汾酒速度。

##### ➤ 知往鉴今：从复星入驻舍得和金徽看大型民企入局改制

复星定位为全球家庭消费产业集团，作为具备丰富混改经验的民营企业，于2020年8月和12月入股金徽酒和舍得酒业成为大股东。在复星带领下，舍得、金徽经营管理进一步提升，并积极融入复星生态圈。舍得开始大众酒与中高端并重，全面恢复大众酒市场影响力，中高端产品增速也高达60%，21年营收增速大幅提升至84%。金徽酒结构升级、全国化进程均有起势，21年高档产品占比升至62%，省外营收占比升至22%。

##### ➤ 华润入驻助力金种子破局，静候改革推进后切入快车道

2022年2月，华润战略投资金种子成为二股东，主导国企改革；7月，管理层正式进驻，点燃了变革三把火，先是在渠道覆盖和价格体系上强基增效，对营销团队以战养兵；再又推进了营销组织和机制的重设，强化了团队人员能力与激励力度；最后是经营方面对产品、渠道、营销的全面梳理，充分结合华润自身管理禀赋、渠道资源和品牌背书来推进各项工作，从而形成内外部变革的更强势能。后续在管理升级、产品研发、渠道嫁接、消费者转化、股权激励、资本运作等方面均值得期待。

##### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司22-24年营收分别为12.66/20.27/31.52亿元，3年CAGR达37.56%；归母净利分别为0.1/3.59/8.58亿元；EPS分别为0.02/0.55/1.30元/股，对应23/24年当前股价为49/21x。考虑到公司原本体量较小且为亏损状态，虽然华润入驻后对其经营管理边际改善巨大，但整体改革节奏稳健，预计23年上半年仍处变革之中，因此选取24年公司EPS水平给予33倍PE，目标价43.32元，维持买入评级。同时推荐青花引领升级、渠道精耕细作的山西汾酒，全国化初获进展、老股东二次创业的金徽酒。

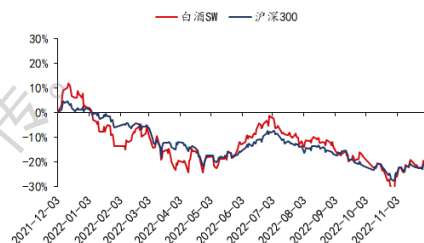
##### ➤ 风险提示：

经济不及预期；疫情冲击；政策影响；食品安全。

简称	EPS			PE			CAGR	评级
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
金种子酒	0.02	0.55	1.30	1787.0	49.2	20.6	不适用	买入
山西汾酒	6.24	7.95	10.12	41.5	32.6	25.6	32.40%	买入
金徽酒	0.75	1.10	1.50	31.8	21.6	15.9	32.83%	买入

数据来源：公司公告，iFind，国联证券研究所预测，股价取2022年12月2日收盘价

#### 相对大盘走势



分析师：陈梦瑶  
执业证书编号：S0590521040005  
邮箱：cmym@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 《食品饮料周报 221121-221125 食品饮料坚守景气回归，猪企盈利修复可期食品饮料》2022.11.27
- 《白酒把握稳健大众品困境反转，猪肉消费旺季将至食品饮料》2022.11.20
- 《糖酒会反馈：行业遇冷预期筑底，场景修复有望开启食品饮料》2022.11.15

## 正文目录

1. 公司品牌基础尚在，开创“鑫”局 .....	5
1.1 公司曾为徽酒顶流，历经盛衰 .....	5
1.2 以中低端“柔和”为基，以“馥合香”向上延伸 .....	7
1.3 以深度协销为主，初步尝试多元渠道模式 .....	10
2. 国企改革知往鉴今——华润入驻山西汾酒 .....	13
2.1 央企华润酒类版图向白酒领域扩张 .....	13
2.2 汾酒酒魂匠心传承，国改开启复兴征程 .....	14
2.3 国企改革激发内生动能，经营指标全面向好 .....	15
2.4 青花引领，渠道精耕 .....	19
3. 国企改革知往鉴今——复星入驻金徽酒和舍得酒业 .....	23
3.1 复星属大型民营全球性产业集团，混改经验丰富 .....	23
3.2 舍得：大众酒与中高端并举，老酒战略树品牌特色 .....	24
3.3 金徽酒：股权变革增活力，产品渠道市场均有突破 .....	28
4. 华润入驻为金种子带来破局变量 .....	30
4.1 第一把火：高管替换彰显态度，强基增效以战养兵 .....	30
4.2 第二把火：营销组织架构重建，体系运作机制重构 .....	31
4.3 第三把火：产品矩阵推陈出新，渠道势能云泥之别 .....	32
5. 投资建议 .....	34
5.1 金种子酒：华润入驻三把火，凤凰涅槃获新生 .....	34
5.2 山西汾酒：十四五趋势而上，开启复兴新篇章 .....	34
5.3 金徽酒：老股东再续前缘，高起点二次创业 .....	35
6. 风险提示 .....	36

## 图表目录

图表 1: 公司白酒历史文化源远流长 .....	5
图表 2: 公司白酒营收变动情况 .....	6
图表 3: 公司归母净利润变动情况 .....	6
图表 4: 22 年公司引入华润战投作为战略投资者 .....	6
图表 5: 2007 年金种子柔和种子酒与竞品的终端价 .....	7
图表 6: 目前公司产品矩阵完善 .....	8
图表 7: 21 及 22 年 Q1-2 公司营收由中高端白酒驱动 .....	9
图表 8: 21 年出厂价在 100 元/斤以上的产品增长显著 .....	9
图表 9: 21 年至今中高端白酒占比提升 .....	9
图表 10: 21 年公司中高端白酒吨价上升至 17 万元/吨 .....	9
图表 11: 21 年直接材料占营业成本比例上升至 85% .....	10
图表 12: 21 年金种子白酒毛利率将至 42% .....	10
图表 13: 馥合香系列以团购渠道为主 .....	11
图表 14: 公司以经销为主, 直销为辅 .....	11
图表 15: 公司营收主要集中于省内, 近年占比约 90% .....	11
图表 16: 21 年公司共省外经销商 75 个, 占比 18% .....	11
图表 17: 金种子馥合香冠名节目“跟着冠军去滑雪” .....	12
图表 18: 19 年后公司销售费用率呈下降趋势 .....	12
图表 19: 22H1 促销及广告费占销售费用的 56% .....	12
图表 20: 22 年 Q1-2 公司销售回款能力增强 .....	12
图表 21: 华润集团组织架构 .....	13
图表 22: 华润系入股后, 企业前后营收及股价对比 .....	13
图表 23: 山西汾酒发展历程 .....	14
图表 24: 山西汾酒国企三年改革进程 .....	15
图表 25: 责任书考核指标 .....	15
图表 26: 管理层考核指标 .....	16
图表 27: 山西汾酒股权结构 (截至 2022H1) .....	16
图表 28: 华润派驻部分精英任山西汾酒高管 .....	17
图表 29: 山西汾酒股权激励考核目标 .....	17
图表 30: 改革后汾酒营收与净利润快速增长 .....	18
图表 31: 改革后汾酒省外市场份额逐步扩大 .....	18
图表 32: 汾酒费用率下降, 净利率上升 .....	18
图表 33: 汾酒净利率高于行业平均水平 (2021 年) .....	18
图表 34: 汾酒固定资产周转率名列行业前茅 (2021 年) .....	19
图表 35: 汾酒 ROIC 稳步提升 (%) .....	19
图表 36: 青花系列产品升级迭代 .....	20
图表 37: 山西汾酒主要产品系列 .....	20
图表 38: 销售人员数量和人均创收保持增长 .....	21
图表 39: 销售人员年薪实现增长 (万元) .....	21
图表 40: 公司经销商数量显著增加 .....	22
图表 41: 单个经销商平均销售额 (万元) .....	22
图表 42: 前五大经销商收入占比逐年降低 .....	22
图表 43: 合同负债较快增长 .....	22
图表 44: 17 年起广宣费增速快于营收 .....	23
图表 45: 电商渠道营收占比较快提升 .....	23

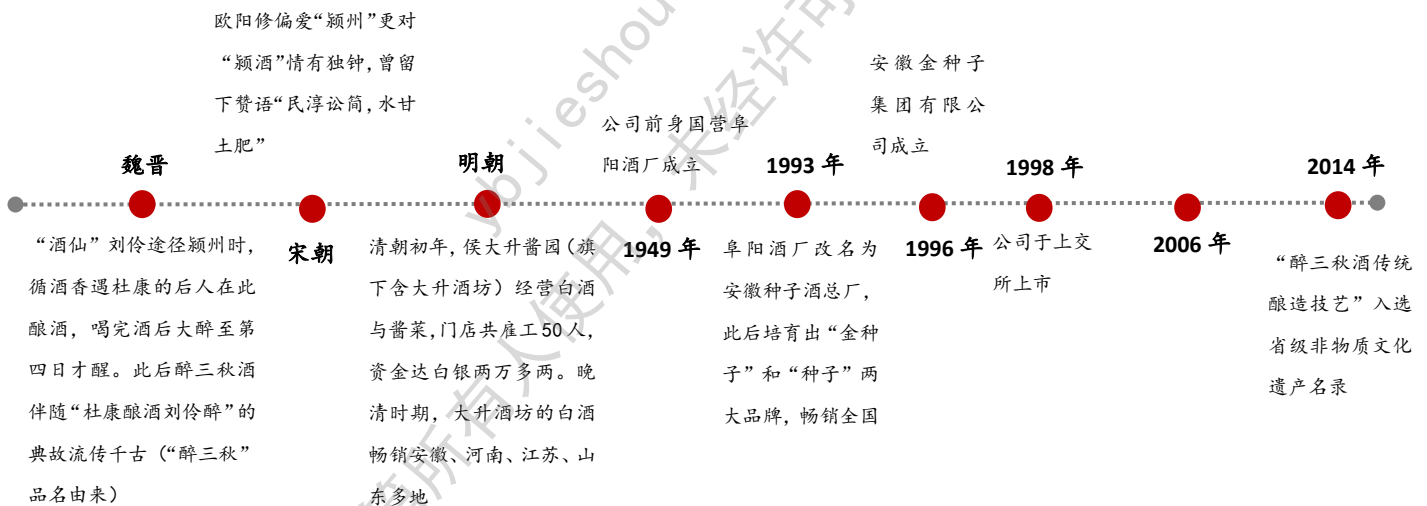
图表 46: 复星集团部分业务领域框架 .....	24
图表 47: 20 年复星入驻, 21 年舍得营收利润实现高增 .....	25
图表 48: 近年舍得累积涨跌幅超过白酒 (申万) 指数 .....	25
图表 49: 21 年舍得和沱牌系列销量均高增 .....	25
图表 50: 16-19 年公司整体吨价持续提升 .....	25
图表 51: 2021 年舍得总经销商净增长 491 个 .....	26
图表 52: 复星一家 (川渝) 生态联盟企业启动会 .....	26
图表 53: 高净值人群购买高端/次高端老酒的心理期许 .....	27
图表 54: 舍得创新产品包装, 率先采用双年份标注 .....	27
图表 55: 舍得·成都复星艺术中心新馆建成 .....	27
图表 56: 21 年“舍得+沱牌”双品牌价值超 1100 亿元 .....	27
图表 57: 20 年复星入驻, 21 年金徽实现营收 16.34 亿 .....	28
图表 58: 近年金徽累积涨跌幅低于白酒 (申万) 指数 .....	28
图表 59: 世纪金徽和柔和金徽为金徽酒主打系列 .....	28
图表 60: 20 年高档产品占比 51%, 超过中档产品占比 .....	28
图表 61: 金徽酒携手南钢集团推出定制酒“钢之韵” .....	29
图表 62: 21 年公司省外营收占比上升至 22% .....	29
图表 63: 华润派驻金种子的核心高管人员履历 .....	30
图表 64: 8 月 1 日“业务大练兵”活动启动 .....	31
图表 65: 发布会明确聚焦馥合香打造次高端领军品牌 .....	31
图表 66: 徽酒头部企业人均薪酬水平对比 .....	32
图表 67: 金种子各职能人员数量占比 .....	32
图表 68: 馥合香推出两年来, 名酒进名企 200 余家 .....	33
图表 69: 何总在华鼎会中秋会议中介绍金种子 .....	33
图表 70: 何总在雪花渠道伙伴大会推介金种子 .....	33
图表 71: 华润解读啤白双向赋能 .....	33
图表 72: 金种子酒 (600199.SH) 盈利预测 .....	34
图表 73: 山西汾酒 (600809.SH) 盈利预测 .....	35
图表 74: 金徽酒 (603919.SH) 盈利预测 .....	36

## 1. 公司品牌基础尚在，开创“鑫”局

### 1.1 公司曾为徽酒顶流，历经盛衰

金种子深耕白酒行业多年，为最早一批白酒上市公司。金种子酒所在地为安徽阜阳，此地已有千年酿酒历史。1949年，政府在明代大升酒坊和民国蕴泰酒坊的基础上建立了公司前身阜阳市酒厂，并于1993年培育“金种子”和“种子”两大品牌后，更名为安徽种子酒总厂，并于1998年上市。目前公司具有7口明清古窖池，且旗下含有“金种子”、“种子”、“醉三秋”、“和泰”和“颍州”五大白酒品牌，其中“金种子”、“醉三秋”获中国驰名商标；“颍州佳酿”被评为中华老字号称号。

图表 1：公司白酒历史文化源远流长



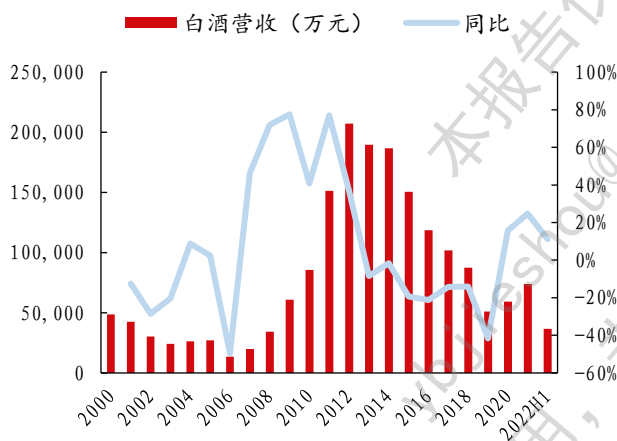
资料来源：公司官网，公司年报，阜阳市人民政府官网，《金种子七分钟》，百度百科，酒志网，国联证券研究所整理

公司发展可分为5个阶段，历经盛衰。第一阶段1993-1999年，根据《中国糖酒年鉴》数据，凭借“金种子”和“种子”系列白酒的畅销，公司1996-1999年连续四年全国白酒利税排名前十。金种子属于自1992年党的十四大提出建立社会主义市场经济体制以来，较早响应时代浪潮，进行国企改革的酒厂之一。93年后在时任厂长锁炳勋先生的带领下，公司进行了“人岗匹配、岗薪匹配、薪绩匹配”等一系列内部改革，激发公司活力，并成功培育“金种子”和“种子”两大品牌。在此背景下，公司业绩进入快速增长期。根据中国糖酒年鉴数据，96年公司实现销售收入7.82亿元，全国酒厂排名第六，安徽省内排名第二，仅次于古井。

第二阶段2000-2004年，受白酒复合计税与公司盲目多元化影响，公司业绩连续下滑。白酒营收从4.86亿下降至2.63亿元，CAGR为-14%；利润从0.82亿元下降至-1.87亿元。

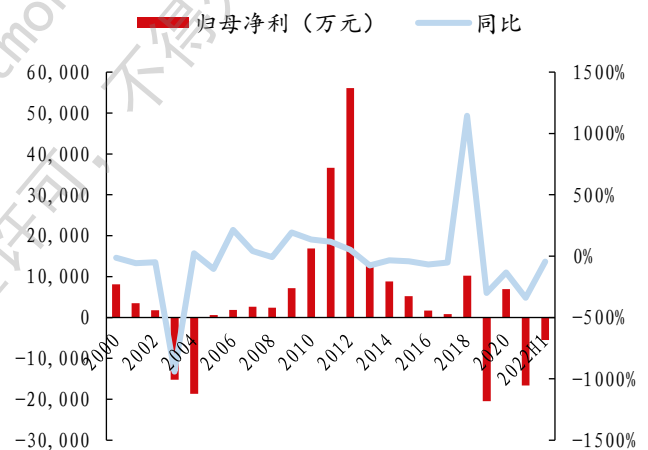
第三阶段 2005-2012 年，公司剥离其他业务，聚焦白酒行业，通过在产品品类及价格及渠道多方面与竞品形成差异化优势，公司坐稳徽酒四杰的位子。产品方面，05 年公司首创柔和型白酒，制定首部《柔和型白酒》技术标准，发明物理恒温藏法，开创了柔和种子酒，定位大众酒且实现品类创新。渠道方面，公司审时度势，采取农村包围城市策略，通过厂商 1+1 主攻乡镇市场。白酒营收从 2.70 亿元上升至 20.72 亿元，CAGR 为 34%；利润从 0.06 亿元上升至 5.61 亿元，CAGR 为 92%。

图表 2：公司白酒营收变动情况



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

图表 3：公司归母净利润变动情况

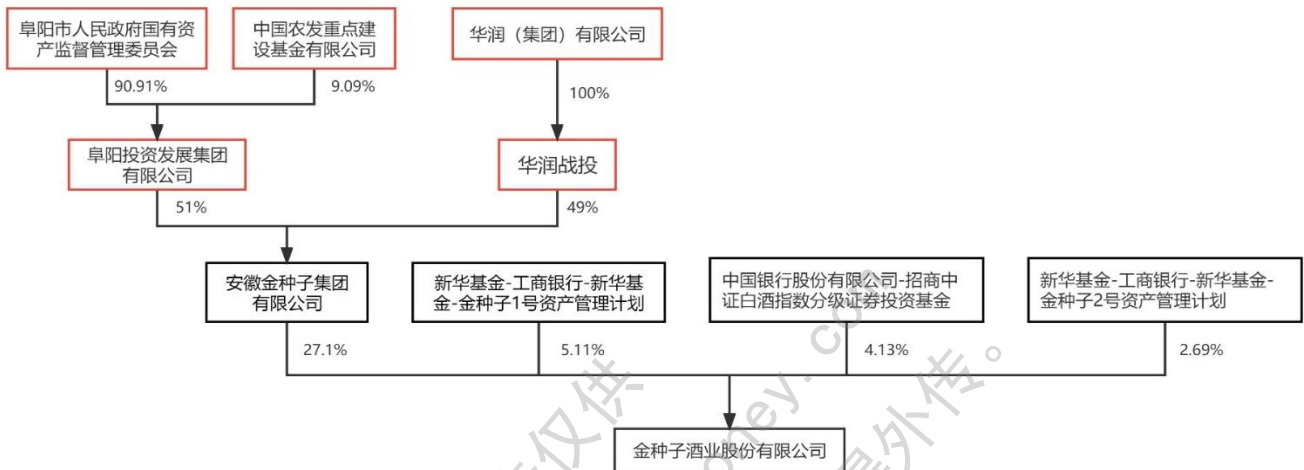


资料来源：iFind，国联证券研究所整理

第四阶段 2013-2019 年，受货币政策收紧、三公消费限制、塑化剂事件等一系列事件催化，行业积累问题暴露导致市场萎缩，公司前期战略也逐渐失效，业绩再次连续下滑。公司 2010 年推出金种子年份酒系列等中高端白酒，但因粗放经营，市场窜货现象严重，百元以上价位的产品经 1-2 年，价格又会下滑至百元以下。在中低端白酒市场向次高端升级和竞品公司渠道下沉的双重冲击下，公司白酒营收从 18.97 亿元下降至 5.11 亿元，CAGR 为-20%；利润从 1.33 亿元下降至-2.04 亿元。

第五阶段 2020 年至今，公司推出全新次高端馥合香系列，经营出现好转迹象，2022 年华润战略投资成为第二大股东。20-21 年公司白酒营收从 5.91 亿元上升至 7.38 亿元，同比+24.75%；20 年由于公司部分土地被政府收储获资产处置收益 2.05 亿，实现利润 0.69 亿元；而 21 年利润-1.66 亿元，相较 19 年也有所减亏。2022 年公司启动国企改革，华润战投入股。阜阳投发将其持有金种子股份的 49%以非公开协议的方式转让给华润战投，华润持股 13.28%，此举为金种子带来了难得的破局机遇。

图表 4：22 年公司引入华润战投作为战略投资者



资料来源：iFind，公司公告，国联证券研究所整理

## 1.2 以中低端“柔和”为基，以“馥合香”向上延伸

2005 年公司抓住食品“绿色、健康”的发展趋势，以“柔和取代浓烈”的标语，推出柔和种子酒，精准定位 60 元价格带，一举成为标志性单品。推出后多年作为核心产品，根据糖酒快讯数据，2013 年柔和种子酒占公司白酒销售额的 50% 以上。柔和种子酒与当时主流产品定位中高端的古井和口子窖差异化定位，且避开同样定位大众酒的迎驾金/银星系列价格。在价格和口味的差异化竞争中取得佳绩，根据白酒经销商学院的数据，2014 年在安徽省内柔和种子酒约占大众白酒市场份额的 25%。

图表 5：2007 年金种子柔和种子酒与竞品的终端价

品牌	产品	终端价格（元）
口子窖	口 20	280-328
	口 10	160
	口 5	90
古井	特醇五年陈酿古井贡	118
	铁盒五年陈酿古井贡	98
迎驾	迎驾金星	97
	迎驾银星	80
金种子	柔和种子酒	65
	祥和种子酒	45

资料来源：《中国酒》，国联证券研究所整理

备注：价格为《中国酒》2007，第 9 期中文章《相山混战徽酒包围、反包围——从口子窖大本营市场看皖系品牌竞争力》样本市场调研平均取得，由于古井年份原浆系列 2008 年推出，故未列示古井年份原浆系列产品。

2010 年前后，金种子加速布局中高端产品，相继推出金种子年份酒、和泰、老窖池醉三秋龙/凤窖、金/红柔和等系列产品，却未能在次高端立足，而错失次高端升级机遇的金种子于 13-19 年业绩直线下滑。究其原因，一方面公司产品和渠道策略导致品牌偏向中低端定位，也缺乏中高端运作经验；另一方面公司内部销售组织僵化、管理机制粗放，缺乏对渠道和终端的监督管控，中高端产品市场价格难以坚挺于百元以上。因此，虽然公司不断推出新品，但产品价格体系始终混乱，中高端产品推广阻力很大，进展缓慢。2016 年还曾推出两款健康白酒，提出做省内健康白酒的领航者。

经过产品系列的清理和优化，目前公司产品矩阵相对清晰。中低端仍以年份酒系列和种子系列为主，次高端的金种子馥合香系列与高端的醉三秋 1507 则均为 2020 年推出。其中，高端价格带上，醉三秋 1507 产品名取自“杜康酿酒刘伶醉”的典故，出自金种子的明代古窖池，传承被纳入安徽省非物质文化遗产的醉三秋传统酿造技艺；次高端价格带上，2019 年公司携手江南大学制定《馥合香型白酒》技术标准，次年推出馥合香鑫系列，馥合香突破了传统的中国白酒 12 香型，在口感上呈芝头、浓韵、酱尾的特点，并获得中国酒类新品最高奖——“青酌奖”。鑫系列布局 300-800 元次高端价格带，并实现香型创新。

**图表 6：目前公司产品矩阵完善**

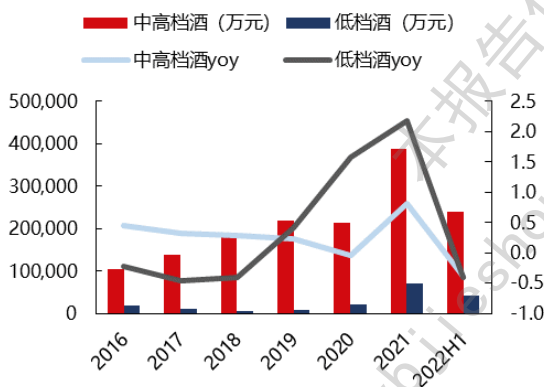
系列	产品	终端价格(元/瓶)	推出时间(年)	产品图片
醉三秋系列	醉三秋 1507	998	2020	
	地蕴醉三秋	72	2005	
金种子馥合香系列	鑫 20	698	2020	
	鑫 15	468	2020	
	鑫 9	368	2020	
金种子年份系列	金种子 20	1280	2010	
	金种子 16	508	2010	
	金种子 12	288	2010	
	金种子 10	278	2010	
	金种子 8	208	2010	
	金种子 6	158	2010	
种子系列	柔和大师	168	2021	
	柔和经典	160	2012	
	红柔和	87	2013	
	金柔和	75	2013	
	柔和种子酒	62	2005	
祥和系列	祥和种子酒	49	2005	
光瓶酒	种子清纯	55	2020	

资料来源：京东金种子旗舰店，公司年报，公开资料，国联证券研究所整理



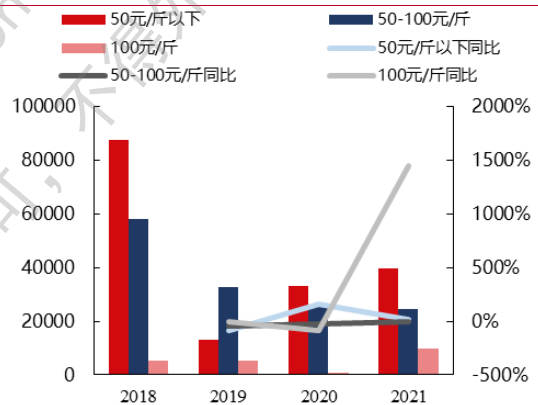
公司定期报告以出厂价(含税) 50 元/斤为界限划分中高端白酒和普通白酒。其中中高端酒包括柔和系列、年份酒系列、馥合香系列、醉三秋 1507; 普通白酒包括种子酒系列、祥和系列、颍州系列。2021-2022 年上半年, 公司营收增长主要由中高端白酒驱动。2021 年中高端白酒实现营收 3.43 亿元, 同比+32.43%; 普通白酒实现营收 3.95 亿元, 同比+19%; 2022 年中报显示, 中高端白酒营收 2.27 亿元, 同比+119%; 普通白酒 1.39 亿元, 同比-38%。

图表 7: 21 及 22 年 Q1-2 公司营收由中高端白酒驱动



资料来源: iFind, 公司年报, 国联证券研究所整理  
备注: 50 元/斤以下为普通白酒, 50 元/斤以上为中高端白酒

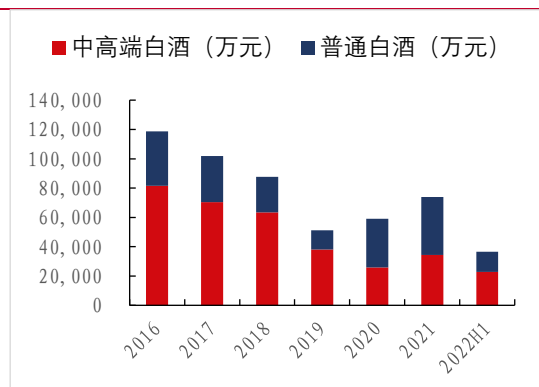
图表 8: 21 年出厂价在 100 元/斤以上的产品增长显著



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所整理  
备注: 50 元/斤以下为普通白酒, 50 元/斤以上为中高端白酒

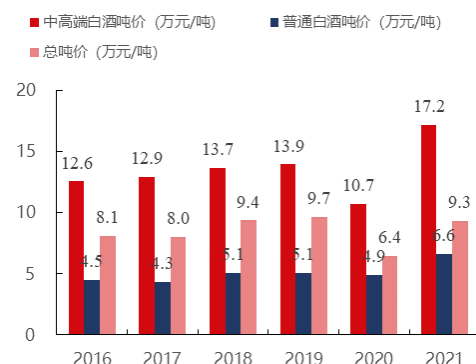
2021 年随着中高端白酒占比的提升, 白酒整体吨价 9.3 万元/吨, 基本恢复至 2019 年水平。其中, 2021 年公司中高端白酒吨价上升至 17.2 万元/吨, 同比增加 60%; 普通白酒吨价上升至 6.6 万元/吨, 同比增长 35%。但 2020 年公司白酒吨价仅为 6.4 万元/吨, 原因为中高端与普通白酒销量比从 19 年的 1.07 降至 0.36, 中高端白酒营收同比下降 32%, 而普通白酒大卖特卖, 同比增长 157%, 其中 100 元/斤以上产品营收从 0.53 亿元下降至 0.06 亿元, 下降明显, 为近年来最低水平。而 21 年随着馥合香系列的推广, 100 元/斤以上产品营收恢复增长。

图表 9: 21 年至今中高端白酒占比提升



资料来源: iFind, 公司年报, 国联证券研究所整理

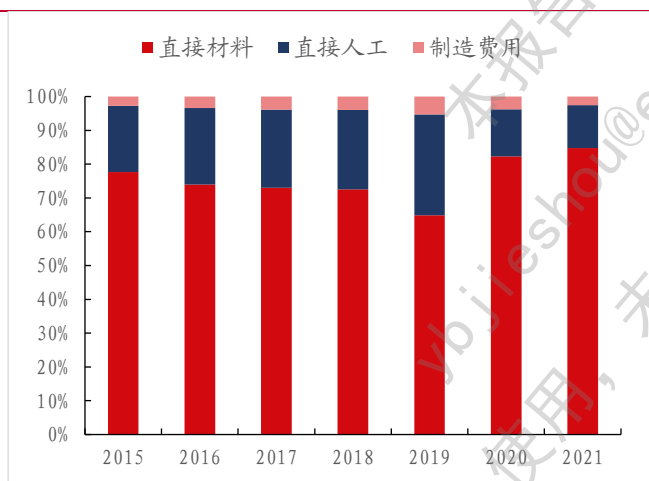
图表 10: 21 年公司中高端白酒吨价上升至 17 万元/吨



资料来源: iFind, 公司年报, 国联证券研究所整理  
备注: 销量按 65 度白酒折算成吨

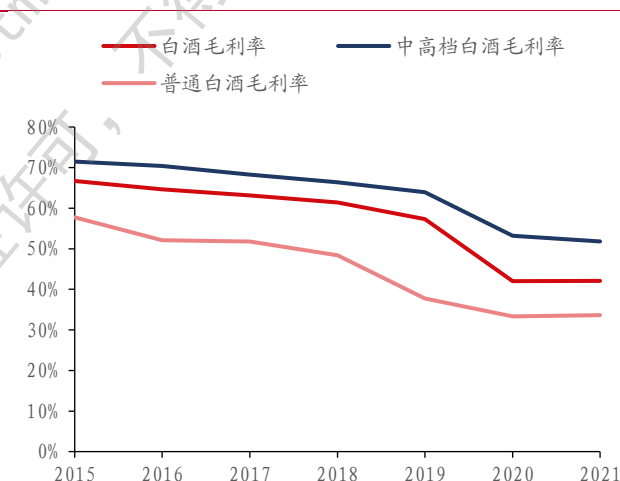
公司品牌升级困难导致公司白酒毛利率持续下降，2021 年次高端有所表现后逐渐维稳。但 2021 年公司白酒毛利率、中高档白酒毛利率、普通白酒毛利率也仅为 42%、52%、34%，在行业内排名靠后。15-19 年公司营收下滑速度过快，产量随之下降，导致固定成本无法有效摊薄，直接人工和制造费用合计占营业成本比例从 41% 上升至 62%。20-21 年虽然营收有所回升，但受包材成本上升影响，直接材料单位成本从 20 年的 27.35 元/升上升至 40.58 元/升，21 年直接材料占营业成本比例上升至 85%，不过吨价的上升也有效对冲了成本的抬升。

图表 11：21 年直接材料占营业成本比例上升至 85%



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

图表 12：21 年金种子白酒毛利率将至 42%



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

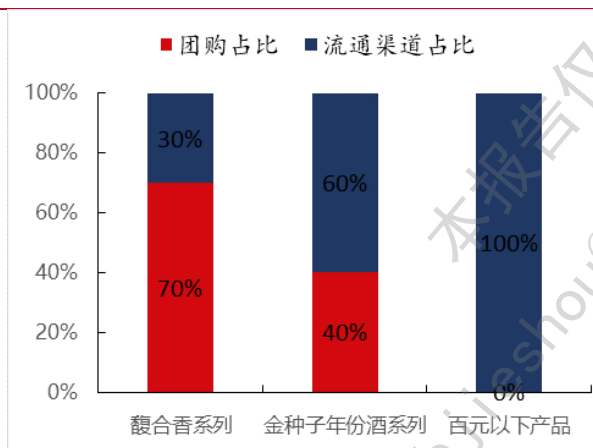
### 1.3 以深度协销为主，初步尝试多元渠道模式

渠道方面，金种子较早采用深度协销，并主攻竞争相对宽松的乡镇市场，通过烟酒店和餐饮店等大面积陈列铺货构建流通基本盘。2005 年，金种子创新厂商合作模式，推行办事处+经销商的厂商“1+1”深度协销模式，精耕市场下沉至村级。同时，公司要求经销商进行单品牌专销运作，即经销商只能销售金种子品牌产品。根据白酒经销商学院和酒业家数据，通过乡镇区域深度协销，金种子巅峰时期在安徽 18 个县销售额均超 1 亿元，其中宿州年销售额破 3 亿，餐饮终端覆盖率超 80%。

2016 年，公司领导班子换届，进行“分销+直销”和“线上+线下”的复合渠道模式变革。公司为此构建“1+4”销售体系，分别为核心产品运营体系、健康酒运营体系、大众酒运营体系、定制酒运营体系和电商运营体系。同时，公司通过嵌入式管理构建厂商一体化，扶优扶强并淘汰弱小经销商；在重点市场采取厂家直营模式，占整体比例较低。且由于公司营收自 13 年后持续下滑，公司为提高产品销量，提前抢占市场，为常年合作且信用较好的经销商提供一些赊销额度和信用期，但此举也削弱了渠道掌控力。

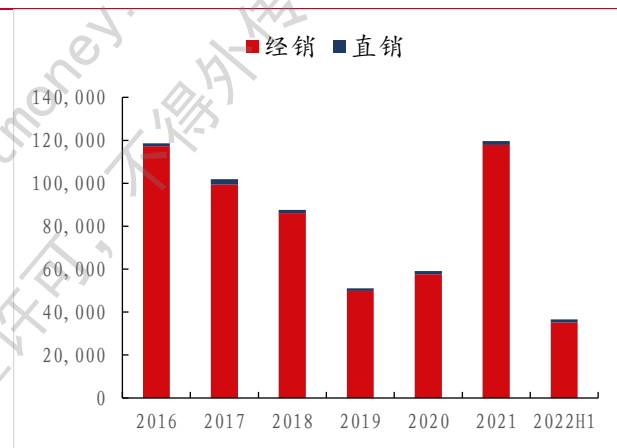
2020年，对于新品馥合香系列先在阜阳大本营选取大商突破核心市场，通过打造样板市场再向周边地区扩散，形成联动效应，且目前以团购为主。2020年金种子与大商天韵集团战略签约，合力推广馥合香系列。根据调研数据，馥合香系列营收中团购占比70%，餐饮店占比30%；金种子年份系列营收中团购占比40%，流通占比60%；其他百元以下价位产品营收基本全部由烟酒店和餐饮店等流通渠道贡献。

图表 13：馥合香系列以团购渠道为主



资料来源：调研，国联证券研究所整理

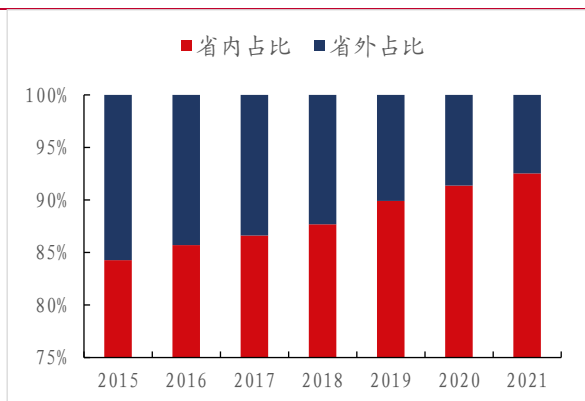
图表 14：公司以经销为主，直销为辅



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理  
备注：21年直销&经销口径为主营业务（白酒+医药）；其他年份直销&经销口径仅为白酒

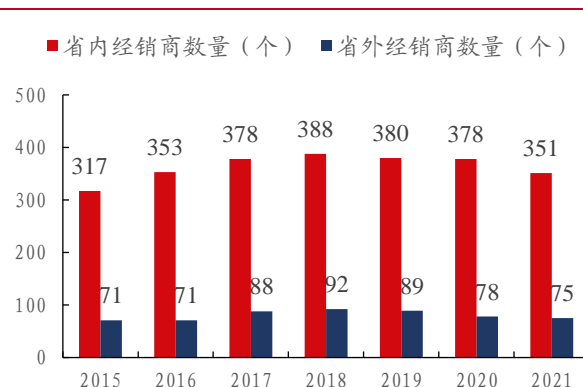
公司营收主要集中于省内，且较长时期经营不善导致品牌力下降影响，省外营收占比从15年的16%进一步降至21年的7%。省外营收主要分布在河南、江苏、江西、湖北和浙江多省。经销商方面，15-18年，尽管公司省外经销商数量增加了21个，但省外营收对于总营收的贡献逐年下降，省外营收占比从16%下降至12%。根据公司公告，2017年新增的19家省外经销商，仅实现销售额0.19亿元，占当年销售额的1.88%。此后19-21年公司省内外经销商数量逐年减少，其中省内经销商减少29个，省外经销商减少14个。

图表 15：公司营收主要集中于省内，近年占比约 90%



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

图表 16：21年公司共省外经销商 75 个，占比 18%



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

公司不断通过公益和广告投放等方式进行营销并提升知名度，根据艾媒金榜发布的《2019 新春白酒品牌排行榜 TOP20》，金种子全国品牌排名 Top19。时任董事长锁炳勋先生创立徽酒公益营销的先河，公司先后于 2011 年和 2018 年两次获得“中华慈善奖”，并于 2014 年获得“第二届中华慈善突出贡献奖”。截至 2022 年，公司已累计捐款捐物 1 亿元以上，并连续 17 年举办金种子爱心助学圆梦行动，根据公司官方公众号报道，金种子集团已在全国范围内资助了 7600 多名优秀贫困学子圆梦大学。

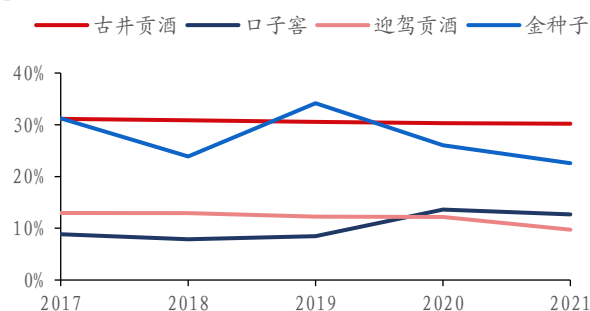
近两年，公司广告投放主要用于新品馥合香系列的推广。其中《金种子馥合香品牌篇》和《金种子馥合香大师篇》在央视和卫视进行了广告投放，并以“金种子·馥合香”独家冠名冬奥会主题节目《跟着冠军去滑雪》。同时，通过举办馥合香开窖节，打造金种子文化活动 IP。

图表 17：金种子馥合香冠名节目“跟着冠军去滑雪”



资料来源：云酒头条，国联证券研究所整理

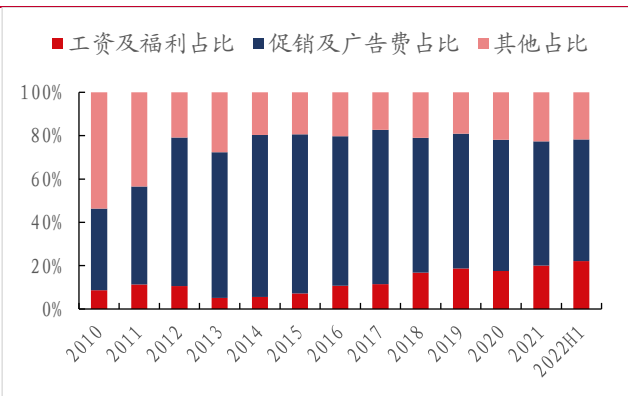
图表 18：19 年后公司销售费用率呈下降趋势



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

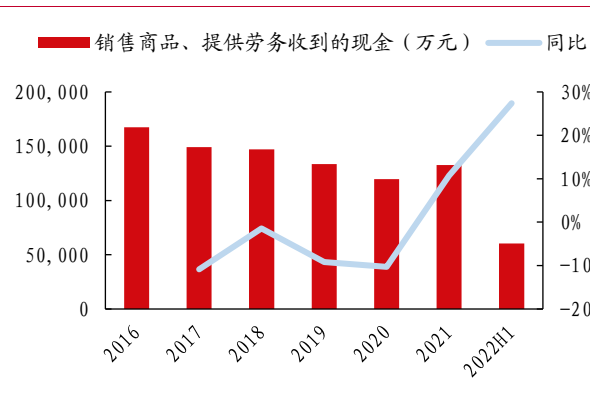
销售费用方面，公司销售费用率高于其他徽酒企业，侵蚀公司利润。13 年白酒行业步入调整期，且安徽酒企竞争尤其激烈，公司为了维护中低端白酒市场份额，同时开拓中高端白酒市场，持续投入大量促销及广告费。但 2020 年起销售费用率呈现下降趋势，2022 年中报公司销售费用率降至约 22%。且销售回款能力增强，销售商品、提供劳务收到的现金为 6.04 亿元，同比增加 27.4%。

图表 19：22H1 促销及广告费占销售费用的 56%



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

图表 20：22 年 Q1-2 公司销售回款能力增强



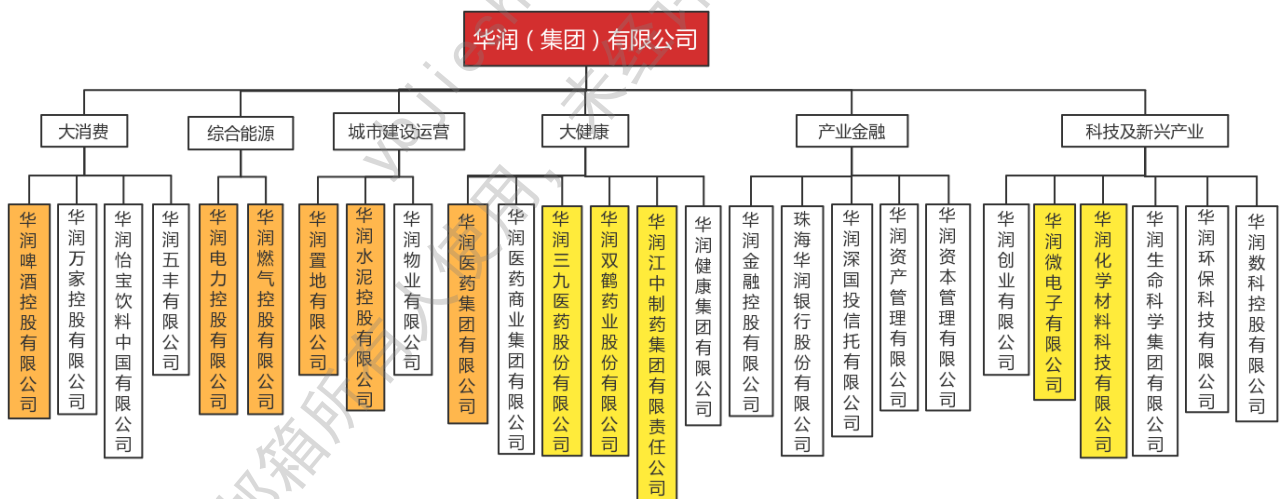
资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

## 2. 国企改革知往鉴今——华润入驻山西汾酒

### 2.1 央企华润酒类版图向白酒领域扩张

华润(集团)有限公司属于国务院国有资产监督管理委员会领导下的中央企业, 2021年集团实现营收7692亿元, 同比增长12.1%, 实现净利润601亿元, 2022年《财富》全球500强中排名第70。集团旗下业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融和科技及新兴产业6大领域, 直接或间接控股华润啤酒、华润电力、华润燃气、华润置地、华润水泥、华润医药、华润医疗和华润万象生活在内的8家香港上市公司, 以及华润三九、华润双鹤、华润江中、华润微电子、华润化学材料、博雅生物、迪瑞医疗、昆药集团、东阿阿胶等多家A股上市公司。

图表 21: 华润集团组织架构



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所整理  
备注: 橙色为香港上市公司; 黄色为内地上市公司

“央地合作”可以为地方国企在战略规划、经营管理、产业链资源、品牌力等多方面提供支持、辅助调整甚至主导变革。自2013年以来, 十八届三中全会确定发展混合所有制为国企改革的重要方向。此后在国企改革的进程中, 央企与地方国企合作、重组和整合的程度不断深化。而作为我国四大央企之一的华润集团有许多与国企战略入股、并购或重组整合的成功案例, 颇具经验。

图表 22: 华润系入股后, 企业前后营收及股价对比

企业名称	华润系持股企业名称	持股比例	华润进入时间	入股前一年营收(亿元)	2021年营收(亿元)	营收CAGR	入股前一年股价(元)	22年Q3末股价(元)
华润三九	华润医药控股	63.07%	2007年	29.32	153.2	12.54%	7.71	38.41
江中药业	华润江中制药集团	43.03%	2019年	17.55	28.74	27.97%	12.53	14.42
东阿阿胶	华润东阿阿胶 华润医药投资	23.14% 8.86%	2005年	8.81	38.49	9.65%	8.10	32.29

山西汾酒	华创鑫睿 (香港)	11.38%	2018 年	60.37	199.71	49.00%	56.99	302.89
------	-----------	--------	--------	-------	--------	--------	-------	--------

资料来源: iFind, 公司公告, 国联证券研究所整理

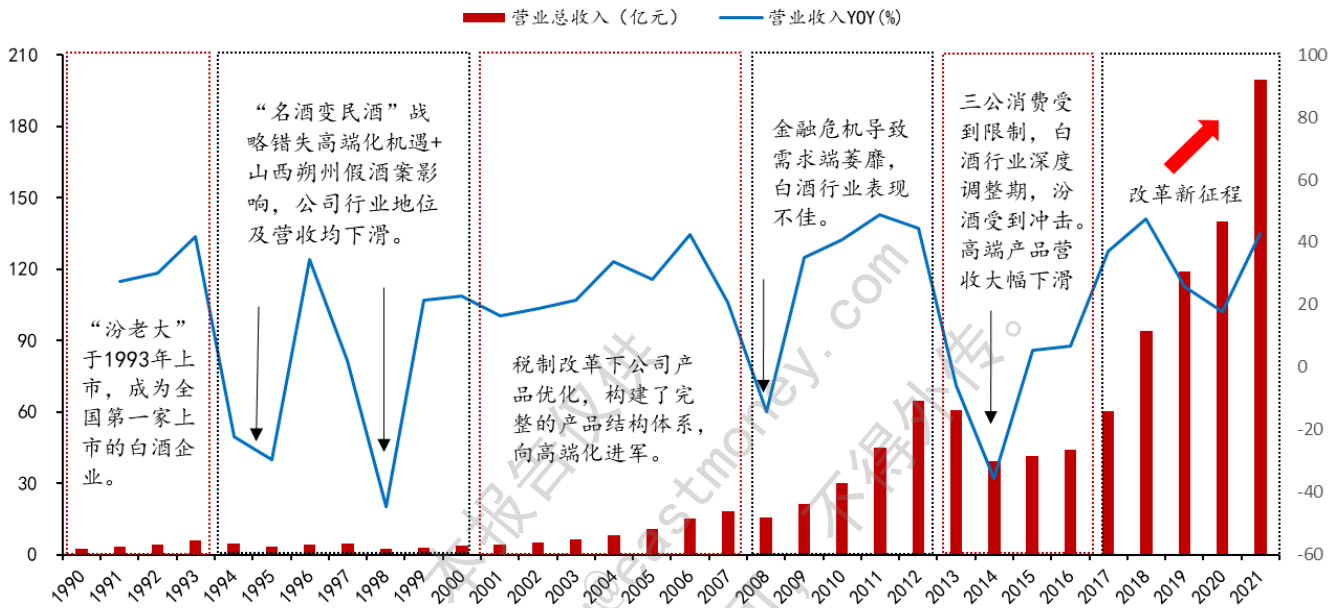
华润雪花啤酒是华润集团的一级利润中心, 近年来华润集团酒类版图从啤酒延伸至白酒领域, 并在 2020 年于海南成立华润酒业控股有限公司。2018 年华润旗下华创鑫睿收购山西汾酒 11.45% 股份, 成为第二大股东。2021 年华润旗下华创饮品获得山东景芝白酒 40% 股份, 持股比例与原第一大股东山东景芝酒业并列。山东景芝白酒前身为 1948 年政府基于 72 家酿酒作坊成立的“山东景芝酒厂”, 是最大的芝麻香型白酒生产企业; 其 18-20 年三年分别实现营收 9.99、12.22、11.25 亿元, 实现利润 0.52、0.56、0.75 亿元。2022 年华润旗下华润战略投资有限公司获得金种子 13.28% 股份, 成为第二大股东。2022 年 10 月 25 日, 华润啤酒全资子公司华润酒业发布公告签订购股及增资协议, 完成后将持有贵州金沙窖酒酒业有限公司共计 55.19% 股份; 2020 年至 2022 年上半年, 金沙酒业分别实现净利 6.15、13.15、6.7 亿元。

## 2.2 汾酒酒魂匠心传承, 国改开启复兴征程

山西汾酒地处山西省杏花村, 是我国清香型白酒的典型代表, 有着六千年之久的酿造史, 拥有“汾”“竹叶青”“杏花村”三大知名品牌。早在南北朝时, 汾酒就因被列为宫廷御酒并载入二十四史而一举成名。晚唐诗人杜牧“借问酒家何处有? 牧童遥指杏花村”的千古绝唱再度使得汾酒闻名天下。

1994 年 1 月 6 日公开发行上市后, 山西汾酒发展过程一波三折, 遭遇三次较大的外部冲击。自 2017 年起, 汾酒开始一系列大刀阔斧的改革, “剜肉去腐、刮骨疗毒”, 逐渐走出低谷, 实现业绩突围, 21 年营收达到 199.7 亿元, 位列行业第五, 2017-2021 年, 营收 CAGR 达到 34.86%。22 年三季度实现营收 221.44 亿元, 同比+28.32%; 归母净利润 71.08 亿元, 同比+45.70%, 业绩强劲, 延续高增长。

图表 23: 山西汾酒发展历程



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

### 2.3 国企改革激发内生动能，经营指标全面向好

#### ➤ 国改三年三部曲，释放机制活力

图表 24：山西汾酒国企三年改革进程



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

**第一步：2017年2月汾酒集团与国资委签订《2017年度经营目标考核责任书》和《三年任期经营目标考核责任书》。**汾酒成为山西省省属国资国企目标责任考核改革首个试点企业。对于管理层奖惩分明，超过净利目标奖励超额利润，低于目标则扣减工资总额。

图表 25：责任书考核指标

责任书	考核项目	完成情况
《2017 年度经营目标考核责任书》	(1) 2017 年酒类营业收入目标为 66.5 亿元，同比增长 30%	(1) 2017 年酒类营业收入为 70.8 亿元，同比增长 41.2%
	(2) 2017 年酒类利润总额目标为 10.5 亿元，同比增长 25%	(2) 2017 年酒类利润总额为 14.7 亿元，同比增长 68%
	(3) 行业地位（酒类收入排名）不低于第 7 名	(3) 2017 年公司营业收入在上市白酒企业中排名第 6
《三年任期经营目标考核责任书》	(1) 2017/2018/2019 年酒类收入增长目标为 30%/30%/20%；利润增长目标为 25%/25%/25%	(1) 2017/2018/2019 年酒类收入同比增速为 37%/47%/26%；利润总额同比增速为 50%/56%/27%
	(2) 到 2019 年 12 月 31 日要实现国有资本保值增值率 107.6%，酒类营业收入达到 103.74 亿元，酒类利润总额达到 16.38 亿元	(2) 截至 2017/2018/2019 年 12 月 31 日，净资产 53.38/64.82/76.25 亿元，2018 年国有资本保值增值率为 121.4%，2019 年国有资本保值增值率为 117.6%，2019 年酒类营业收入达到 118.8 亿元，酒类利润总额达到 28.45 亿元

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表 26：管理层考核指标

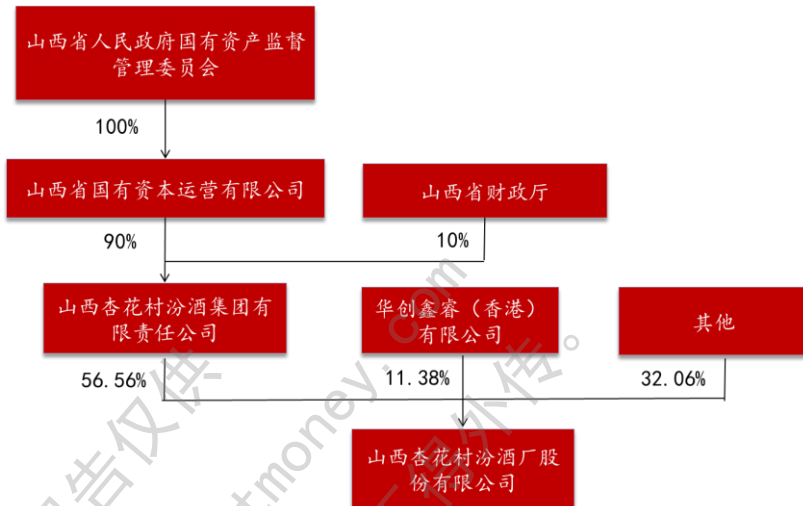
净利目标值	奖惩措施
超过目标 50%	奖励超额利润 20%
超过目标 30%-50%	奖励超额利润 15%
超过目标 30%以内	奖励超额利润 10%
低于目标 1%-5%	扣减工资总额 5%
低于目标 6%-10%	扣减工资总额 10%
低于目标 10%以上	扣减工资总额 15%-30%

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

**第二步：引入华润战略资本推进混改，高业绩目标激发活力。**2018 年 2 月，汾酒引入华润战投，以非公开协议转让的方式成功引进资金 51.6 亿元。目前，国有股份背景的山西杏花村汾酒集团有限责任公司持有山西杏花村汾酒厂 56.56%的股份，处于绝对的控股地位。华润战投旗下的华创鑫睿持有公司 11.38%的股份，为公司第二大股东。股权结构清晰明了，多方决策相互制衡，促使公司治理更加合理化、市场化、高效化。

图表 27：山西汾酒股权结构（截至 2022H1）





资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

华润逐渐推进完备一系列对山西汾酒治理结构、资产梳理、产品结构、营销管理、市场布局的阶段性任务。华润入主后，派任山西汾酒人事主要包括四个层级：第一层级是参与汾酒最高决策的副董事长，第二层级是董事，第三层次是参与经营特别是营销方面的管理者，第四是营销、市场、财务方面骨干团队大量人员。华润在董事会 15 个人员中，有两个董事席位及一个独立董事提名席位，日常经营管理则由山西汾酒团队运营。

图表 28：华润派驻部分精英任山西汾酒高管

姓名	职务	高管履历
陈鹰	副董事长	曾任华润集团助理总经理，华润创业首席执行官，华润怡宝董事长
余忠良	董事	曾任华润集团战略管理部高级管理专家（总经理级）
张远堂	独立董事	曾任华润雪花啤酒法律部总经理
杨翔	总经理助理	曾任华润雪花啤酒营销总监，国际业务部总监，战略管理部副总监

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

第三步：实行股权激励政策，激发企业内生动力。2019 年 3 月，汾酒开展股权激励计划，实施对象包括关键岗位人员、核心技术人员和业务骨干在内的 395 名人员，授予不超过 650 万股限制性股票，成为全省首家实施股权激励的国有企业。

图表 29：山西汾酒股权激励考核目标

解除限售期	业绩考核目标		
	净资产收益率	营业收入增长率	主营业务收入占比

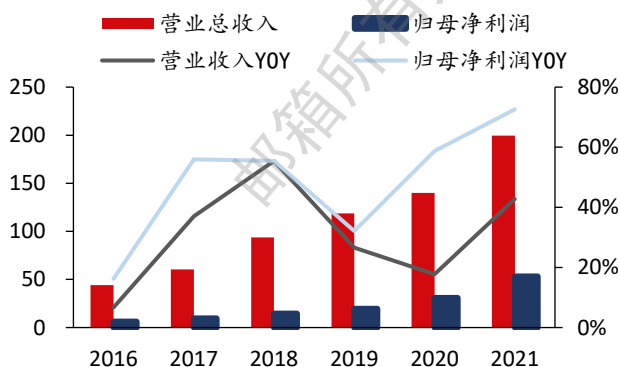
2019	不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水	以 2017 年业绩为基数，2019 年营业收入增长率不低于 90%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平	不低于 90%
2020	不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水	以 2017 年业绩为基数，2020 年营业收入增长率不低于 120%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平	不低于 90%
2021	不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水	以 2017 年业绩为基数，2020 年营业收入增长率不低于 150%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平	不低于 90%

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

### 改革动能成就汾酒速度

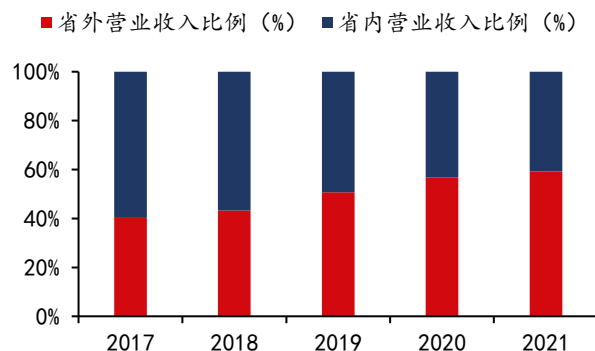
改革目标超预期完成，量利齐升，全国化稳扎稳打。2017/2018/2019 年，山西汾酒实现收入同比增速+37.1%/47.5%/25.8%，归母净利润同比增速+56.0%/54.0%/28.6%，超额完成了连续三年增长 30%/30%/20%的收入目标和每年 25%的利润目标。2016-2021 年营收/归母净利润的 CAGR 分别达到 35.3%/54.4%，营收规模和盈利能力不断提升。2022 年，在疫情反复下公司业绩依然表现强劲，22H1 公司营收和归母净利润分别为 153.3 亿元和 50.1 亿元，同比+26.5%和+41.5%，营收规模仅次于茅台、五粮液、洋河。与此同时，汾酒省外市场拓展取得重大突破，四大板块山西、豫鲁、京津冀和陕蒙营销规划路径明确，3 个 10 亿级省外板块市场成型，2019 年省内外营收占比接近 1:1，全国化布局全面展开。

图表 30：改革后汾酒营收与净利润快速增长



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 31：改革后汾酒省外市场份额逐步扩大

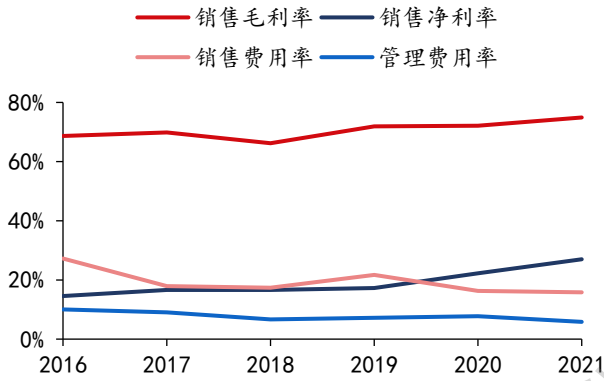


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

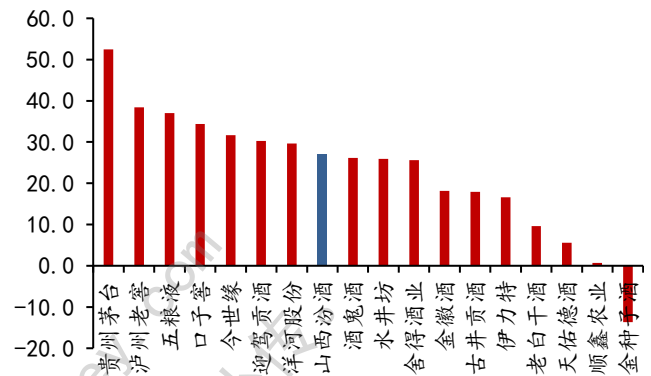
毛利率上行、费用率压缩共同推升盈利能力。自 2017 年改革后，汾酒毛利率、净利率均呈现上升趋势，分别从 2016 年的 68.68%、14.56% 上升至 2021 年的 74.91%、26.99%。而由于规模效应和管理提质，销售费用率、管理费用率同步下降，分别从 2016 年的 27.24%、10.04% 压缩至 2021 年的 15.82%、5.84%。汾酒 2021 年净利率居于行业第五，高于其他次高端标的如酒鬼酒、舍得、水井坊。

图表 32：汾酒费用率下降，净利率上升

图表 33：汾酒净利率高于行业平均水平（2021 年）



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

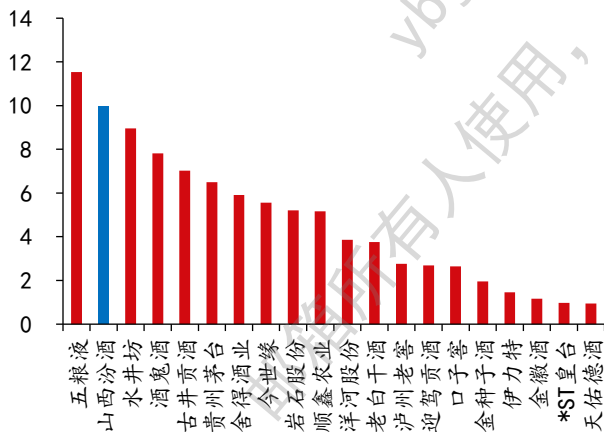


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

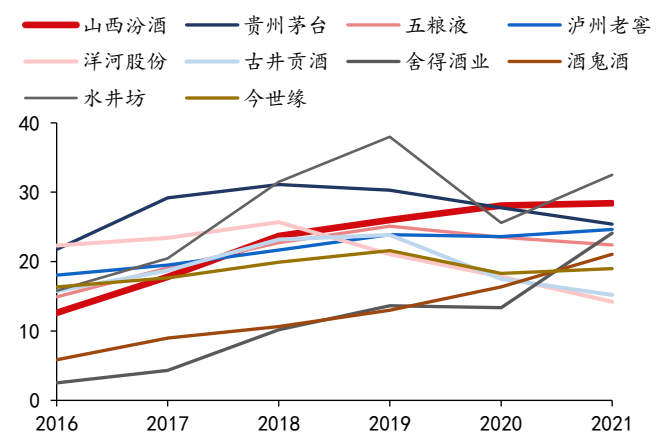
**资产运营与投资回报能力行业领先。**汾酒固定资产周转率从 2016 年的 2.73 次上升至 2021 年的 9.97，仅次于茅台。伴随净利率上升和周转加速，ROIC 从 2016 年的 12.62% 提升至 2021 年的 28.42%，仅次于水井坊。

图表 34: 汾酒固定资产周转率名列行业前茅 (2021 年)

图表 35: 汾酒 ROIC 稳步提升 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

## 2.4 青花引领，渠道精耕

### ➤ 聚力树立青花影响力，抬升产品结构

**确立青花战略地位，带动产品结构逐步上移。**2018 年公司推出超高端青花 50 (5999 元/瓶) 及中国装新品 (2599 元/瓶)，2020 年核心产品青花 20 与 30 分离运作，其中青花 20 注重次高端走量，主攻具备宴席、商务团购资源的终端，青花 30 则主攻高端团购、政商务需求，这一举措使青花系列当年同比增速超过 30%。同年公司发布青花 30 复兴版，定位千元价格带，随着老版青花 30 停产，复兴版逐步实现升级替代。21 年推出超高端产品青花 40 中国龙，建议零售价为 3199 元/瓶，持续推进产品高端化演进。

图表 36：青花系列产品升级迭代














资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

公司产品矩阵清晰，各价位带全面覆盖。目前公司拥有汾酒、竹叶青和杏花村三大品牌，旗下产品主要包括汾酒、系列酒和配制酒，汾酒系列下设青花系列、巴拿马金奖系列、老白汾系列和玻汾系列，系列酒主要为杏花村酒系列，配制酒特指竹叶青酒。各系列产品定位互异，针对不同的消费场景及消费人群，构成了完整丰富的产品矩阵，实现了从低端、中端、次高端、高端到超高端的多价位带覆盖。

- 1) 次高端、高端、超高端——青花系列是公司的主打产品，在公司白酒总收入中占比约 41%，肩负着汾酒品牌复兴的重任；
- 2) 中高端——巴拿马系列和老白汾系列作为公司腰部产品，聚焦中高端市场，在公司白酒总收入中合计占比约 19%；
- 3) 低端——玻汾系列定位高线光瓶酒市场，在公司白酒总收入中占比约 30%，满足消费者培育的需要，是公司实现全国化扩张、开拓市场的重要单品。

图表 37：山西汾酒主要产品系列

产品系列	产品	产品定位	消费场景	终端零售价	图片
青花系列	青花 40·中国龙 55° 500ml	超高端	满足收藏、赠礼、宴请需求	3199 元/瓶	
	青花 30·复兴版 53° 500ml	高端	满足收藏、赠礼、宴请需求	1199 元/瓶	
	青花 20 53° 500ml	次高端	满足商务宴请需求	538 元/瓶	
巴拿马系列	金奖 20 黑坛 53° 475ml	中高端	满足商务、大众宴请需求	408 元/瓶	
	巴拿马 10 53° 475ml	中高端	满足商务、大众宴请需求	328 元/瓶	
老白汾系列	老白汾酒封坛 15 53° 475ml	中端	满足大众宴请、走亲访友、送礼需求	218 元/瓶	

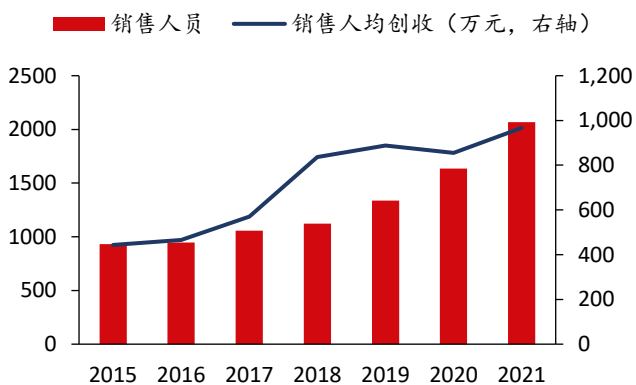
	老白汾酒 10 53° /45° 475ml	中端	满足大众宴请、走亲 访友、送礼需求	158 元/瓶	
玻汾系列	黄盖玻汾 53° 475ml	低端	高线光瓶酒 满足自饮、聚餐需求	67 元/瓶	
	红盖玻汾 42° 475m	低端	高线光瓶酒 满足自饮、聚餐需求	65 元/瓶	
杏花村酒系列	金质 20 53° 500ml	高端	满足收藏、赠礼、宴 请需求	838 元/瓶	
	X18 53° 500ml	次高端	满足商务宴请需求	768 元/瓶	
	鲲鹏 53° 475ml	低端	满足自饮、聚餐需求	76 元/瓶	
	金标杏花村 53° 450ml	低端	高线光瓶酒 满足自饮、聚餐需求	60 元/瓶	
竹叶青系列	竹叶青露酒青瓷 30 45° 500ml	高端	保健酒 满足健康饮酒需求	728 元/瓶	
	竹叶青露酒青瓷 10 38° 500ml	中高端	保健酒 满足健康饮酒需求	358 元/瓶	
	竹叶青露酒金象 38° 500ml	中低端	保健酒 满足健康饮酒需求	124 元/瓶	
	竹叶青露酒玻瓶 38° 475ml	低端	保健酒 满足健康饮酒需求	78 元/瓶	

资料来源：公司官网，京东，国联证券研究所整理

### ➤ 培育两个团队，激发渠道活力

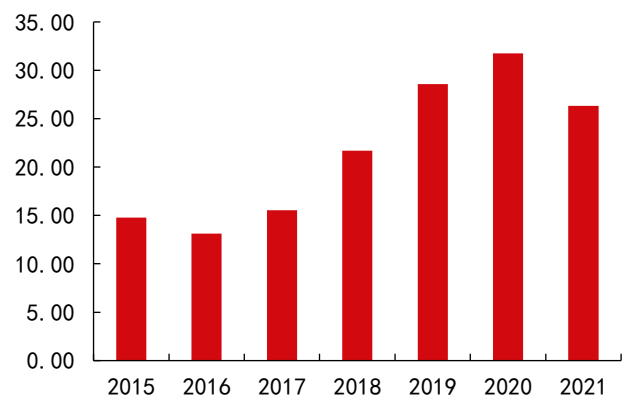
销售人员创收与待遇同步提升，形成良性循环。销售人员数量从 2015 年 931 人增加至 2021 年的 2066 人，人均创造收入也从 2015 年的 466.14 万元增长至 966.65 万元。随着公司业绩高增，2021 年销售人员年薪相比 2016 年实现翻番，达到 26.33 万元，名列行业第五。

图表 38：销售人员数量和人均创收保持增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

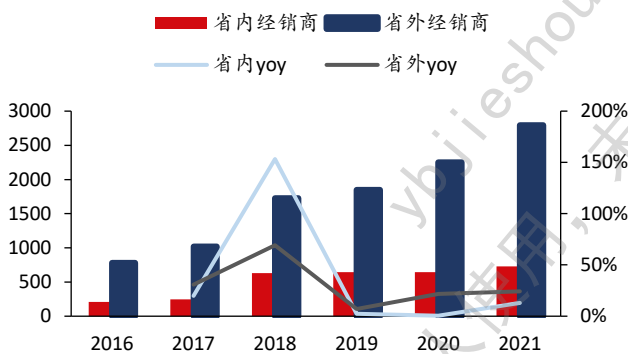
图表 39：销售人员年薪实现增长 (万元)



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

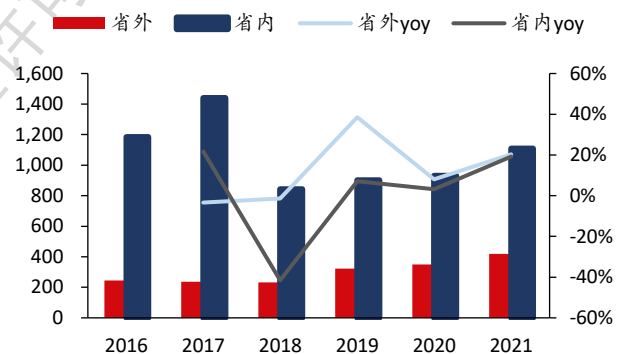
经销商队伍快速扩容，单经销商体量保持增长，省外发展更为亮眼。经销商数量整体从 2016 年的 987 人增加至 2021 年的 3524 人，其中省内从 2016 年的 207 人增至 2021 年的 728 人，CAGR 为 28.60%，省外从 2016 年的 780 人增至 2021 年的 2796 人，CAGR 为 29.09%。其中省内渠道下沉，经销商体系在 2018 年快速裂变，单经销商销售额相应先降后升，保持稳步增长，2021 超过 1000 万元。省外采用厂商 1+1 模式，吸引优质经销商加盟，避免企业自主开发带来的高成本和人员规模过大的问题。公司派出专员对经销商在渠道库存、终端开拓、费用投放等方面进行监督管理，并给予模糊返利等激励政策和打击窜货等惩罚措施，单经销商销售额从 2016 年的 244.44 万元提升至 2021 年的 419.81 万元。

图表 40：公司经销商数量显著增加



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

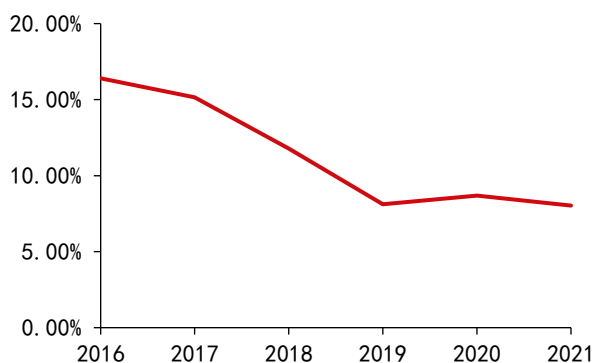
图表 41：单个经销商平均销售额（万元）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

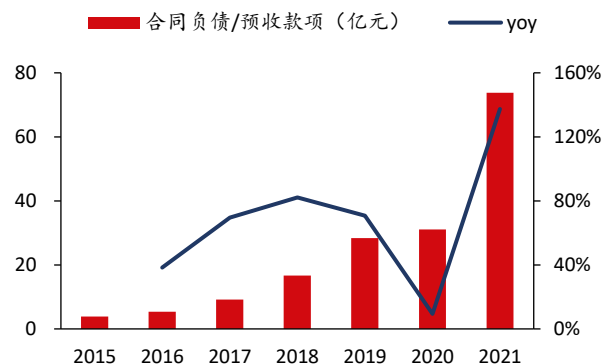
渠道精细化管理收获市场信心，合同负债高速增长。渠道精细化多元化稀释了大商占比过高的经营风险，前五大经销商收入占比 2021 年下降至 8.03%。渠道信心充足、打款积极，山西汾酒的合同负债（预收款项）从 2015 年的 3.89 亿元升至 2021 年的 73.76 亿元，期间 CAGR 超过 60%。

图表 42：前五大经销商收入占比逐年降低



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 43：合同负债较快增长

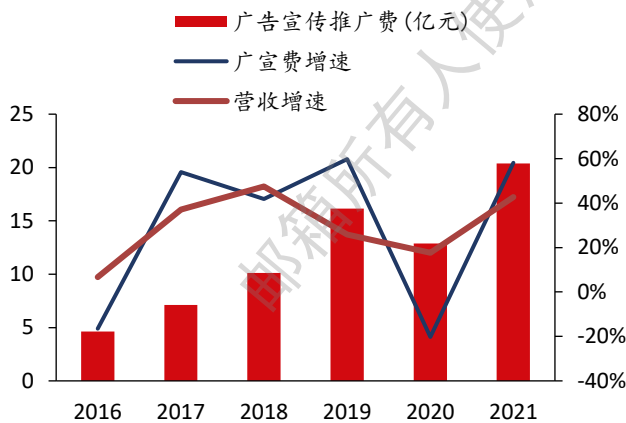


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

**加强营销投入加速清香和汾酒品牌复兴。**公司广告宣传费由 2016 年的 4.63 亿元快速提升至 2021 年的 20.36 亿元。2021 年，公司先后参加 104 届春季糖酒会、105 届秋季糖酒会、首届消博会、中部博览会、国际进口博览会等众多大型展览活动，成功举办“青花汾酒 40 中国龙”上市发布会、“2021 年汾酒封藏大典”，高频展示汾酒形象，高站位、高密度加强品牌宣传，为汾酒文化复兴注入新的活力。

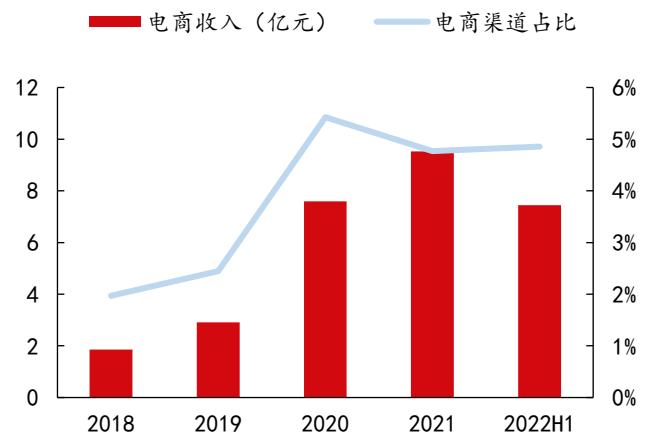
**革新渠道营销模式，发力电商渠道。**随着互联网的发展和新冠疫情的冲击，线上渠道成为公司新的耕耘之地，近年来，公司开始了“直播+电商”的新渠道营销模式。2019 年，公司与京东超市达成战略合作，约定从品牌、市场、服务等多维度开展合作；2020 年，汾酒线上粉丝已经超过百万；2021 年，公司产品在各大电商平台运营水平稳居行业前列，在 618、双 11 等大型活动中，京东汾酒官方旗舰店在白酒品牌旗舰店中排名第一，天猫汾酒官方旗舰店排名第三，实现量价齐升，与实体渠道实现有效融合。2019-2021 年电商渠道营业收入从 2.91 亿元增长至 9.53 亿元，CAGR 为 48.50%，营业收入占比从 2.45% 增长至 4.77%，未来有望持续增加。

图表 44：17 年起广宣费增速快于营收



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 45：电商渠道营收占比较快提升



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

### 3. 国企改革知往鉴今——复星入驻金徽酒和舍得酒业

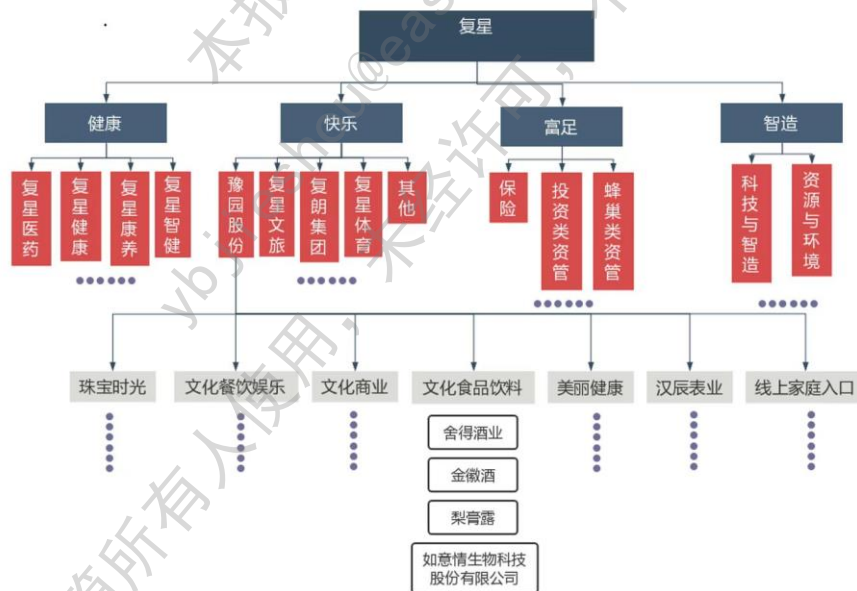
#### 3.1 复星属大型民营全球性产业集团，混改经验丰富

复星定位为**全球家庭消费产业集团**，2021 年实现总营收为 1612.9 亿元，在 2022 福布斯全球上市公司 2000 强榜单位列第 589 位。作为民营企业，公司积极参加国企混改，具有丰富的混改经验。公司成立于 1992 年，以房产、医药等业务起家，此后通过积极参加豫园、南钢、招金等国企混改，成为了一个多产业的综合型企业。目前复星旗下包括健康、快乐、富足和智造四大业务板块，其中快乐板块下的豫园股份旗

下共有 17 个老字号品牌，涉及珠宝时尚、文化餐饮娱乐、文化食品饮料和美丽健康等多个领域，而金徽酒和舍得酒业就属于其文化食品饮料领域的公司。

复星于 2020 年入股金徽酒和舍得酒业，成为两家酒企的第一大股东。2020 年 8 月，金徽酒原控股股东亚特集团将其持有的 30% 金徽酒股份转让给豫园股份，至此豫园股份成为金徽酒第一大股东；12 月豫园股份又通过拍卖间接获得舍得酒业 20.97% 股份，成为第一大股东。2022 年 9 月，豫园股份将其部分股份再次转让给亚特集团。转让后，豫园股份持股 25%，而亚特集团持股 26.57%，重回第一大股东。

图表 46：复星集团部分业务领域框架



资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

### 3.2 舍得：大众酒与中高端并举，老酒战略树品牌特色

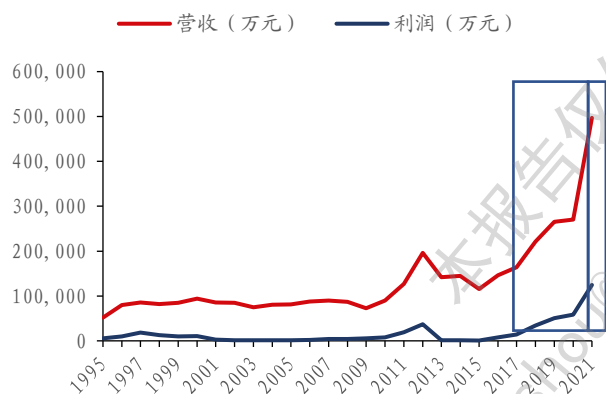
早期产品结构升级过程中，舍得酒业与金种子面临相似的升级难题。90 年代舍得酒业旗下“沱牌”品牌引领大众酒，产品结构以面向乡镇市场的中低档白酒为主，并凭借“沱牌”系列大众酒，1995-1999 年舍得酒业利税全国排名从 17 名上升至第 8 名。舍得酒业于 2001 年推出“舍得”品牌定位中高端，此后 8 年公司将“舍得”作为其主推品牌；但在产品结构升级过程中，舍得与金种子同样遇到了大众酒品牌形象难以打破、中高端市场难以开拓的困境，2001-2009 年舍得营收从 8.58 亿元下降至 7.23 亿元，CAGR 为-2.11%。至 2010 年确立“沱牌+舍得”双品牌战略，开启营销改革后才重获增长。

经过两次股权变动，舍得酒业重获业绩增长。2016 年天洋控股集团入主成为舍得酒业第一大股东，公司正式从国企转为民企。天洋入驻后，2016-2019 年舍得营收



从 14.6 亿元上涨至 26.5 亿元，CAGR 为 22%；利润从 0.80 亿上涨至 5.08 亿元，CAGR 为 85%。2020 年复星接棒天洋控股集团，2021 年舍得实现营收 49.7 亿元，同比增长 84%；实现利润 12.46 亿元，同比增长 114%。且 2022 年上半年实现营收 30.3 亿元，同比增长 27%；实现利润 8.36 亿元，同比增长 14%。

图表 47：20 年复星入驻，21 年舍得营收利润实现高增



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

图表 48：近年舍得累积涨跌幅超过白酒（申万）指数



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

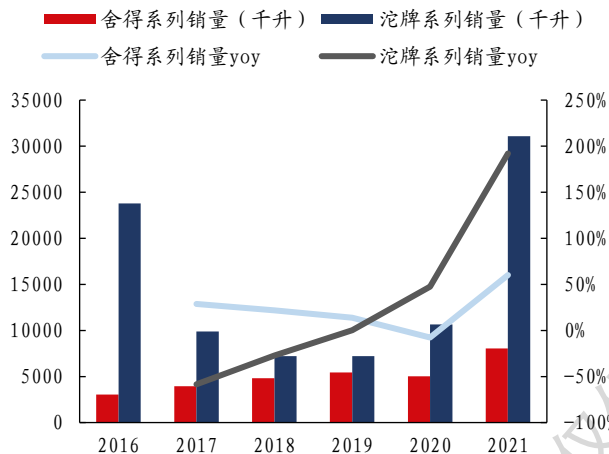
### ➤ 产品：复星运作“舍得+沱牌”双品牌，不同档次齐发力

产品方面，16-19 年天洋控股采取高端化战略，以中高端“舍得”为核心，以中低端“沱牌”为重点。此阶段公司重视“舍得”系列中高端产品，停止定制，并全面更新“沱牌”系列产品，在沱牌系列中新开发天曲、特曲、优曲三大系列。同时，2018 年公司从“沱牌舍得”更名为“舍得酒业”，这也体现出公司对于高端化战略以及将舍得作为核心的决心。在高端化战略下，16-19 年公司白酒整体吨价从 5.2 上涨至 20.6 万元/吨，主要系舍得销量从 3056 上升至 5450 千升，CAGR 为 21%。另外，公司对沱牌降产量、清库存，销量从 23799 下降至 7209 千升，CAGR 为-32.8%。

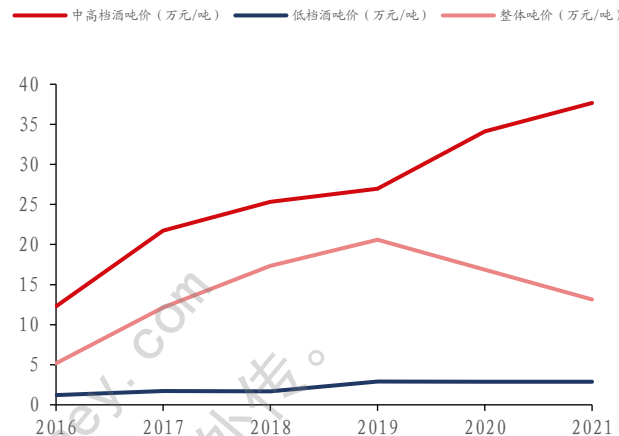
复星入主后采取“舍得”+“沱牌”双品牌运作模式，继续打造“舍得”系列老酒形象，同时全面复兴“沱牌”系列在大众酒市场的影响力。2021 年公司舍得系列提高增速，销量从 5031 上升至 8054 千升，yoy 为 60%。且由于舍得和沱牌系列产品定位不同，消费群体和场景差异较大，2021 年公司专门成立沱牌事业部，实现公司分品牌精准化营销。2021 年沱牌系列销量全面恢复，销量从 10644 上升至 31082 千升，yoy 为 192%。

图表 49：21 年舍得和沱牌系列销量均高增

图表 50：16-19 年公司整体吨价持续提升



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理



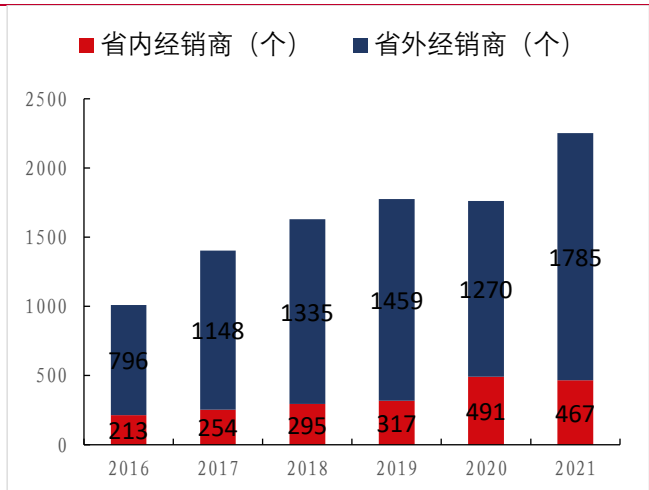
资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

### 渠道及品牌：老酒战略叠加复星生态圈赋能，舍得品牌价值提升

渠道和营销组织方面，复星不断帮助舍得融入自身生态圈。公司以“1游（舍得经销商融入复星之旅）+1平台（舍得经销商与复星体系对接平台）+N产品（舍得专享版复星生态特色产品、服务及权益）”为体系核心，向舍得优质经销商开放复星渠道及客户资源。

同时，公司成立了舍得事业部、沱牌事业部、老酒事业部、要客事业部、互联网事业部和国际业务事业部。其中要客事业部聚焦政企客户，尤其是挖掘复星旗下企业及其产业链的团购资源，例如今年7月要客事业部承办了复星一家（川渝）生态联盟启动会暨走进舍得酒业活动，带领复星一家（川渝）生态联盟企业（复星旗下四川区域的29家企业和重庆区域的11家企业）领略舍得文化，并打造优惠购酒方案以及专享定制酒。在复星对经销商的深度赋能下，舍得酒业对经销商的吸引力增强，2021年总经销商净增长491个。

图表 51：2021 年舍得总经销商净增长 491 个



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

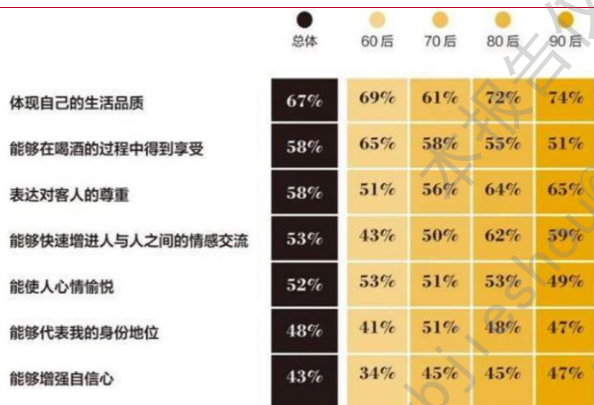
图表 52：复星一家（川渝）生态联盟企业启动会



资料来源：和讯网，国联证券研究所整理

营销和品牌建设方面，公司管理层尤为强调“老酒”战略，建立了颇具特色的老酒高端品牌形象。公司的老酒战略顺应了白酒消费升级趋势，根据《2020年中国老酒白皮书》数据，高净值人群因多元需求而更加偏好老酒。公司创新产品包装形式，采用“双年份”（坛储年份+瓶储年份）标注，解决消费者对老酒年份真假难辨的顾虑。同时设立“动态酒龄”系统，即消费者可通过扫码查看产品的双年份，此举措基于动态可视化直观地向消费者展现产品酒龄，彰显了舍得的老酒形象。

图表 53：高净值人群购买高端/次高端老酒的心理期许



资料来源：《中国老酒白皮书》，国联证券研究所整理

图表 54：舍得创新产品包装，率先采用双年份标注



雪球：酒说

资料来源：酒说，国联证券研究所整理

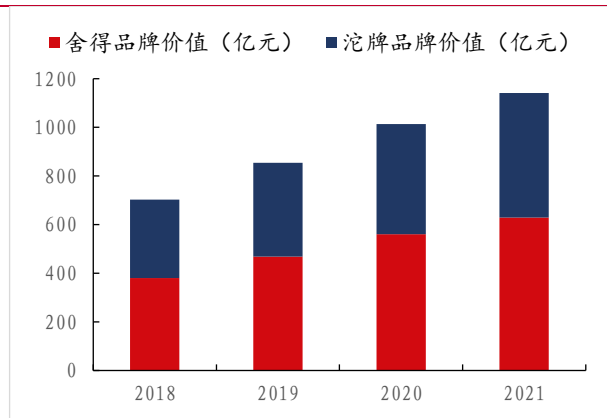
同时复星以“白酒+文化”的形式协助舍得提高品牌形象，且为舍得提供高端营销资源，助推圈层营销。在复星的赋能下，舍得通过打造新型文创产品和建立标志性建筑，例如由舍得酒业全年独家冠名的舍得·成都复星艺术中心新馆于今年建成，成为成都新地标。同时，舍得携手复星参加了博鳌亚洲论坛、达沃斯论坛、国际消费品博览会，以增加品牌曝光，并通过智慧之旅、舍得智慧俱乐部、名酒进名企、老酒鉴赏会等活动，将营销聚焦至中高端政商消费人群。根据世界品牌实验室发布的 2021 年《中国 500 最具价值品牌》，“舍得”+“沱牌”双品牌总价值超 1100 亿元。

图表 55：舍得·成都复星艺术中心新馆建成



资料来源：舍得月刊，国联证券研究所整理

图表 56：21 年“舍得+沱牌”双品牌价值超 1100 亿元



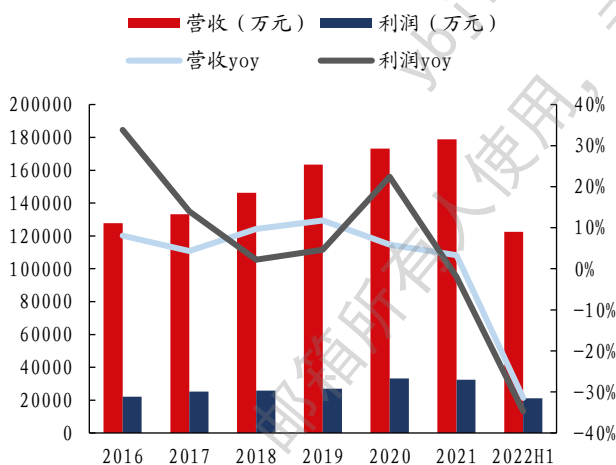
资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

### 3.3 金徽酒：股权变革增活力，产品渠道市场均有突破

金徽酒股份有限公司目前旗下有“金徽”和“陇南春”两大品牌，其前身为甘肃陇南春酒业有限公司，此后经数次控制权变革，由国企转为民企。20世纪90年代，陇酒集团因经营不善陷入困境，2004年宣告破产，并被甘肃金徽酒业集团收购。2006年，甘肃金徽再度无力支撑，亚特投资集团对其完成收购，并着手主导经营管理。2009年，亚特投资出资设立徽县金徽酒业有限公司，收购甘肃金徽与白酒经营相关的资产和业务。公司2012年销售突破10亿，成为甘肃白酒企业龙头，并于2016年上市。

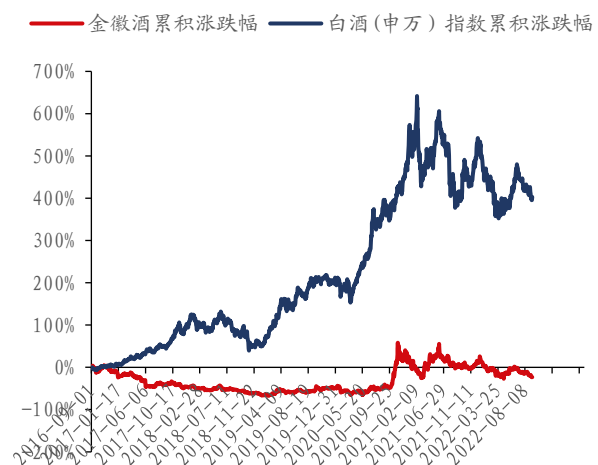
在亚特集团带领下，2016-2019年金徽营收从12.77亿元增至16.34亿元，CAGR为8.57%；利润从2.22亿元增至2.71亿元，CAGR为6.84%。20年复星入驻，2021年实现营收17.88亿元，同比增长3.34%；实现利润3.25亿元，同比下降1.95%。2022年上半年实现营收12.26亿元，同比增长26%；实现利润2.12亿元，同比增长13%。

图表 57：20 年复星入驻，21 年金徽实现营收 16.34 亿



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

图表 58：近年金徽累积涨跌幅低于白酒（申万）指数



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

#### ➤ 产品：推出新品“金徽老窖”，产品矩阵重心上移明显

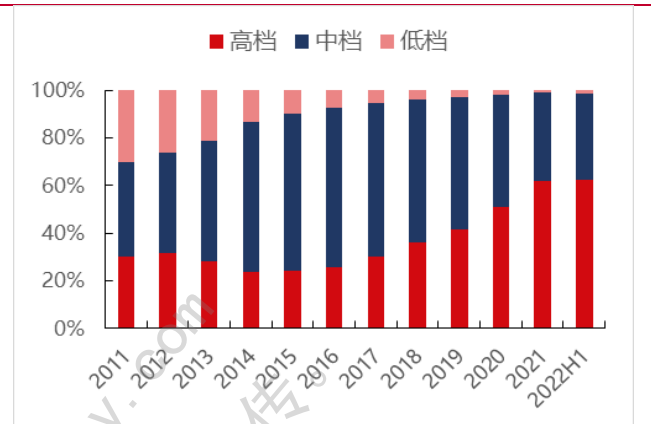
2020年复星入驻后，推动价格带升级，高端产品销售占比提升。目前公司具有7个产品系列：金徽年份、世纪金徽、柔和金徽、金徽正能量、金徽老窖、陈酿和曲酒系列，其中世纪金徽与柔和金徽为主打。2020年公司高档产品占比51%，首次超过中档产品，2021年高档产品占比继续上升至62%。2021年11月公司推出新品金徽老窖，成为公司拓展华东版图战略性产品。

图表 59：世纪金徽和柔和金徽为金徽酒主打系列

图表 60：20 年高档产品占比 51%，超过中档产品占比

档次	出厂价格 (元/500ml)	主要产品
高档	100~500	金徽 28、金徽 18、世纪金徽五星、柔和金徽系列、金徽正能量系列
中档	30~100	世纪金徽三星、世纪金徽四星
低档	30 以下	世纪金徽二星、金徽陈酿

资料来源：2021 年年报，国联证券研究所整理



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

### 渠道及市场：渠道策略及资源纵深加大，全国化战略起步

公司由单一的“深度分销”向复合的“深度分销+大客户运营”转变，并成立大客户部。与舍得类似，金徽酒也积极融入复星生态圈。根据公司年报，金徽酒联合南京钢铁、万邦医药、复地产发等公司拓展复星生态销售，比如今年 4 月复星旗下南钢集团与金徽酒共同推出定制酒“钢之韵”。同时，公司成立大客户部，形成“深度分销+大客户运营”双轮驱动，以金徽 28 为高端主导产品，产品结构重心也由此拔高。

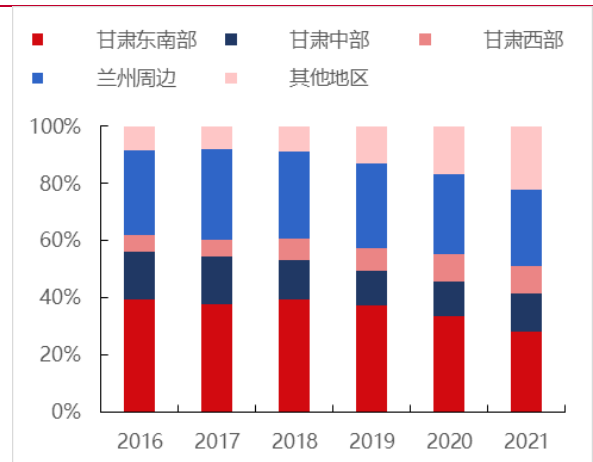
公司针对市场区域制定了“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略，开启全国化进程。公司于 2021 年成立子公司金徽（上海）酒类销售有限公司以及孙公司金徽酒销售江苏有限公司，重点实现华东市场的突破；而在西北市场，则通过在山西、内蒙、新疆等地打造样板市场，以点带面，逐步提高省外市场销售收入。21 年金徽酒实现省外营收 3.92 亿元，同比增长 35.7%，占比提升至 22.24%。

图表 61：金徽酒携手南钢集团推出定制酒“钢之韵”



资料来源：糖酒快讯，国联证券研究所整理

图表 62：21 年公司省外营收占比上升至 22%



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

备注：甘肃东南部为陇南市、天水市等；兰州及周边地区为兰州市及周边市、县；甘肃中部为定西市等；甘肃西部为河西地区；其他地区指除上述市场以外的其他销售区域

## 4. 华润入驻为金种子带来破局变量

2022年2月华润战略投资金种子，至下半年开始全面参与公司经营活动。华润啤酒党委书记、首席执行官侯孝海在金种子干部大会上表示，华润的入驻是推动央地合作、参与地方国企改革发展的必然选择，将给金种子带来三大利好：一是把华润的机制和理念与金种子有效地对接融合，实现优势互补；二是把华润的一些经验、能力、方法与金种子分享交流，实现共同进步；三是把网络管理、终端的深耕、产品的培育、品牌的宣传与金种子进行协同统筹，实现资源整合、互相赋能。我们认为，华润进驻高管后的举措可归纳为“新官上任三把火”，一是更换高管、强基增效，二是营销体系全面重构，三是产品与渠道的梳理及增强。颇有章法，期待改革成果。

### 4.1 第一把火：高管替换彰显态度，强基增效以战养兵

2022年7月经金种子提名委员会审核，华润派驻何秀侠女士、金昊先生和何武勇先生分别担任金种子总经理、财务总监和副总经理职位。诸位高管均来自华润啤酒组织内部，且原本均在当地或邻近区域市场担任较高职位，资历深厚并高度匹配现岗位职权。我们认为，虽然华润在前期曾有入股白酒企业的经历，但是金种子案例是华润首次亲自操盘白酒企业的经营与管理，从派驻高管的动作及人选上可以见得华润对于独立运作金种子酒的重视程度。

图表 63：华润派驻金种子的核心高管人员履历

姓名	年龄	履历
何秀侠	49	1997年6月至2000年11月，曾任安徽圣泉集团营销公司省外部部长。 2000年11月至2022年6月在华润雪花啤酒相关单位工作，曾任华润雪花啤酒安徽区域公司营销中心总经理兼合肥销售大区总经理，总经理助理兼营销中心总经理，副总经理兼营销中心总经理；晋陕区域公司党委书记、总经理、常务副总经理；河南区域公司总经理。 现聘任为公司总经理。
何武勇	44	1998年10月至2004年5月，曾任安徽龙津集团有限公司董事会办公室主管。 2004年5月至2022年6月在华润雪花啤酒相关单位工作，曾任华润雪花啤酒安徽区域公司人力资源部经理；山西区域公司人力资源高级经理及总经理助理；晋陕区域公司总经理助理及副总经理；江苏区域公司副总经理；苏沪区域公司副总经理等职务。 现聘任为公司副总经理。
金昊	46	1999年8月至2001年11月，曾任东方希望集团财务部会计。 2001年11月至2022年6月在华润雪花啤酒相关单位工作，曾任华润雪花啤酒（中国）有限公司财务部经理；甘肃区域公司财务部经理及财务总监；黑吉区域公司财务总监；山东区域公司营销中心财务总监等职务。 现聘任为公司财务总监。

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

2022年8月1日，金种子酒业召开白酒销售“业务大练兵，市场论英雄”活动

启动大会。三位核心高管均现场出席，来自全国各地的经销商代表和大区总监 230 人参加会议。何秀侠总经理提出，对标行业先进的营销理念，以史为鉴、重塑思维，推进改革、重塑机制，检验队伍、重塑价值链，明确方向、砥砺前行。会议全面部署 8-9 月强基增效和业务大练兵的各项任务，并就强化终端运作和厂商两支队伍建设作出安排；对于渠道重点关注去库存与提升覆盖率，而对于营销体系核心考察网点覆盖率以及重点产品的价格体系梳理。

2022 年 9 月底，大练兵最终任务完成度较高，实现了在渠道库存/覆盖、产品价格/利润、人员筛选/激励等方面强基增效的目的。渠道方面，平均库存降至约 25%，是公司多年来最低库存水平；网点覆盖率基本提升至 50%，从 3 万家增至约 5 万家，顺应徽酒当前深耕渠道的竞争态势。产品方面，柔和种子、柔和经典、金种子 6 年三款产品出厂价均有所降低，其他产品也进行了一系列调价，同时参考啤酒定价模式明确终端价格以锁定渠道利润水平，一改前期价格体系混乱局面。人员方面，公司通过活动以战选兵、养兵，进一步调整营销人员团队，并专设 300 万元活动奖金包激励各级营销人员，堪比商鞅立木建信。

图表 64：8 月 1 日“业务大练兵”活动启动



资料来源：金种子酒业公众号，国联证券研究所整理

图表 65：发布会明确聚焦馥合香打造次高端领军品牌



资料来源：金种子馥合香公众号，国联证券研究所整理

## 4.2 第二把火：营销组织架构重建，体系运作机制重构

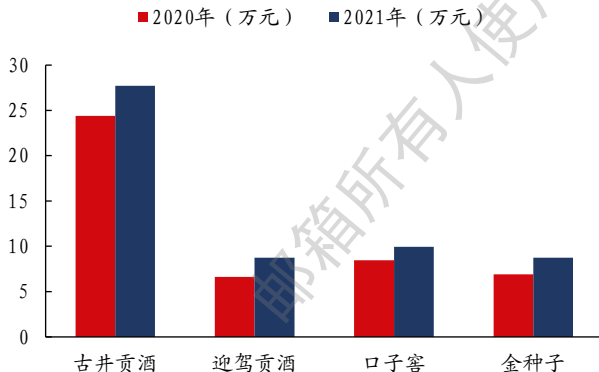
新任管理团队对销售体系的组织架构与运作机制实施全面改革，并携手安永咨询落实更加深入的组织重塑。组织架构方面，撤销前期的销售单元及平台公司，成立一个营销中心，设置 4 个下属部门，分别为品牌管理部、销售管理部、人力行政部、销售财务部。区域规划方面，省内简化为合肥、阜阳、皖北、皖中、皖南 5 大战区，其中一些战区营销负责人是从华润调任或从白酒行业友商挖猎而来，可见兼容并蓄、能者居之的实事求是作风；省外也已经完成多处销售部的设立。

运作机制方面，市场决策权利被下放至战区 and 一线，而营销中心四部门主要提供

**销售支持服务。**销售支持职能比前期更加完善，例如销售财务部从简单的负责后勤统计和销售费用兑付核算等进化到市场方案测算和销售数据分析；例如人力行政部对人员的考核和激励重设标准，在单一的回款指标基础上增加了边际利润、辖区产品价格及其他重点任务，并定期考评、末尾淘汰。营销中心的各部门都设置专员响应一线市场人员的需求，确保责任到人，改变了以前区域厂商人员“办事难”的情况，提高了市场反应速度。

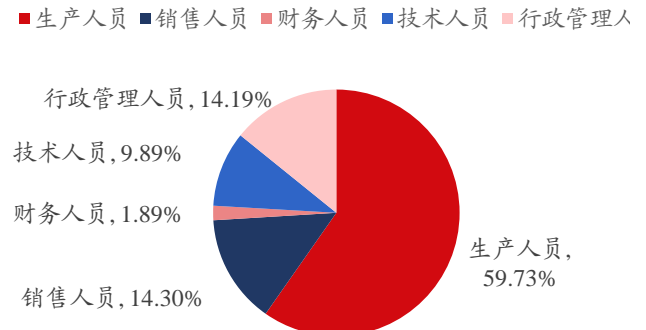
**人员与激励方面，以能力匹配性为基准持续更新团队人员，并在激励上长短期方法兼施。**销售单元及平台公司的撤并将营销团队也进行了合并，大练兵行动提出阶段性任务并按照完成度对人员进行了调整，也发放了奖励，同时将更多有能力的年轻干部推向重点区域的市场一线。前期，金种子人员薪酬水平较低，例如古井的一线业务员月薪能达到近万元，而金种子的城市经理月薪大约在 4000 元以下，目前已有所上调，之后有望逐步提升到向古井看齐。此外，参考华润入股汾酒后一年左右时间，汾酒公布股权激励方案，金种子发布股权激励值得期待。

图表 66：徽酒头部企业人均薪酬水平对比



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

图表 67：金种子各职能人员数量占比



资料来源：iFind，国联证券研究所整理

### 4.3 第三把火：产品矩阵推陈出新，渠道势能云泥之别

**产品体系梳理基本完成，明确各价格带主推产品。**中低端产品上，公司现阶段主要通过柔和种子、柔和经典、金种子 6 年三款产品来提升渠道覆盖率，但鉴于产品推出时间已久，后续有望推出新品，巩固并进一步发扬金种子中低价格带的品牌基础优势。次高端产品上，公司已明确聚焦馥合香系列，顺香型差异之势打造全国化次高端品牌，但短期内在渠道端还未发力，预计正进行策略制定工作。高端产品上，公司前期仅有醉三秋单款产品，预期该价格带暂不作为重点推广。

**渠道固本拓新，华润资源赋能及品牌背书扭转了前期渠道颓势，带来全新动能。**



双节大练兵活动为现有经销商解决了库存难题，并提升渠道覆盖率至约 50%，稳定了原有渠道基本盘。同时，金种子频频亮相华润核心经销商大会，深度对接，9 月 2 日金种子酒破例首次布展汕头雪花啤酒华鼎会，11 月 18 日再次登场厦门华润雪花渠道伙伴大会，华润啤酒 CEO 侯总与金种子何总邀经销商共饮馥合香，并作推介演讲宣传，亲自下场“带货”。

图表 68：馥合香推出两年来，名酒进名企 200 余家



资料来源：金种子馥合香公众号，国联证券研究所整理

图表 69：何总在华鼎会中秋会议中介绍金种子



资料来源：金种子馥合香公众号，国联证券研究所整理

华润啤酒具备酒业渠道充分优势，啤白结合模式预期明朗。根据中国酒业数据，华润啤酒在全国覆盖近 600 万个终端网点，其中在安徽有约 15 万，为省内酒业渠道之最。且华润啤酒于 2021 年建立了“大客户平台”聚焦高端大客户渠道，取名华鼎会/华樽会/华爵会分别对应全国级/省级/市级，大客户体量分别为 60/1000/2000 家。2022 年 9 月，华润啤酒 CEO 侯总在金种子馥合香开窖节等公开场合发表“华润渠道优势+金种子区域深耕动力”的发展战略观点，金种子主流产品价格带与啤酒渠道匹配性较强，啤白结合模式下金种子产品有望迅速导入华润渠道实现全面覆盖。

图表 70：何总在雪花渠道伙伴大会推介金种子



资料来源：金种子馥合香官方公众号，国联证券研究所整理

图表 71：华润解读啤白双向赋能



资料来源：云酒传媒，国联证券研究所整理

## 5. 投资建议

### 5.1 金种子酒：华润入驻三把火，凤凰涅槃获新生

金种子曾在上世纪末在安徽利税排名第二，2005-2012年推出柔和种子酒，并通过农村包围城市+深度协销刮起“柔和风暴”，创造了销售量与覆盖率的辉煌战绩。2013年起前期战略逐渐失效，即使推出新品也因粗放经营管理和低线品牌形象而无法有效实现升级，公司陷入窘境。

2022年2月华润战略投资金种子成为二股东，主导国企改革；7月，管理层正式进驻，点燃了变革三把火，先是在渠道覆盖和价格体系上强基增效，对营销团队以战养兵；再又推进了营销组织和机制的重设，强化了团队人员能力与激励力度；最后是经营方面对产品、渠道、营销的全面梳理，充分结合华润自身管理禀赋、渠道资源和品牌背书来推进各项工作，从而形成内外部变革的更强势能。后续在管理升级、产品研发、渠道嫁接、消费者转化、股权激励、资本运作等方面均值得期待。

我们预计公司2022-2024年营业收入分别为12.66/20.27/31.52亿元，3年CAGR达37.56%；归母净利润分别为0.1/3.59/8.58亿元；EPS分别为0.02/0.55/1.30元/股，对应23/24年当前股价为49/21x。结合公司原本体量较小且为亏损状态，虽然华润入驻后对其经营管理边际改善巨大，但整体改革节奏稳健，预计23年上半年仍处变革之中，业绩步入稳定状态或需到24年，因此我们选取24年公司EPS水平，给予公司24年33倍估值，目标价43.32元，维持买入评级。

图表 72：金种子酒（600199.SH）盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1038	1211	1266	2027	3152
增长率	13.5%	16.7%	4.5%	60.1%	55.5%
EBITDA(百万元)	63	-138	167	519	1020
归母净利润(百万元)	69	-166	10	359	858
增长率(%)	133.9%	-339.8%	105.9%	3533.5%	138.9%
EPS(元/股)	0.11	-0.25	0.02	0.55	1.30
市盈率(P/E)	254.6	-106.2	1787.0	49.2	20.6
市净率(P/B)	6.1	6.5	6.4	5.7	4.5
EV/EBITDA	178.1	-73.7	98.3	31.0	15.1

资料来源：Wind，国联证券研究所预测 注：股价为2022年12月2日收盘价

### 5.2 山西汾酒：十四五趁势而上，开启复兴新篇章

2022年5月，汾酒发布复兴总纲领——“123纲领”：“1”即全方位推动汾酒高质量发展目标，又好又快地扎根中国酒业第一方阵，“三分天下有其一”；“2”是指

汾酒复兴分为两个阶段：第一阶段（2022-2024年），是汾酒复兴的发展转型期和管理升级期；第二阶段（2025-2030年），是汾酒复兴的成果巩固期和要素调整期。“3”是实现复兴的三大关键：管理、市场与人才。

汾酒复兴第一阶段在品牌、品类、市场、品质、管理等方面均作出重要部署，具体包括聚焦汾、杏花村、竹叶青三大品牌价值提升，发挥清香和露酒品类优势，创新营销管理体系，做强做深做实白酒和露酒市场，坚持酿好酒、储老酒、售美酒的品质路线，实现汾酒管理体系和管理能力现代化。产品方面，抓青花、强腰部、稳玻汾，持续推进青花汾酒的圈层拓展和市场推广；渠道方面，高线市场扩充终端数量，低线市场对现有终端加深挖掘；布局方面，省内进一步深耕，存量中找增量。省外加大江南市场拓展力度，推动江苏、浙江、上海、安徽、广东市场稳步突破。

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 256.74/318.96/394.54 亿元，3 年 CAGR 达 25.47%；归母净利润分别为 76.13/97.05/123.43 亿元，CAGR 达 32.43%；EPS 分别为 6.24/7.95/10.12 元/股，对应当前股价为 42/33/26x。结合 FCFF 得到的每股价值，参考行业和公司历史估值，我们给予公司 23 年 38 倍估值，目标价 302.1 元，首次覆盖，给予买入评级。

图表 73：山西汾酒（600809.SH）盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13990	19971	25674	31896	39454
增长率	17.6%	42.8%	28.6%	24.2%	23.7%
EBITDA (百万元)	4320	7228	10892	13686	17186
归母净利润 (百万元)	3079	5314	7613	9705	12343
增长率 (%)	56.4%	72.6%	43.3%	27.5%	27.2%
EPS (元/股)	2.52	4.36	6.24	7.95	10.12
市盈率 (P/E)	103.8	60.2	41.5	32.6	25.6
市净率 (P/B)	32.7	21.0	15.5	11.6	8.8
EV/EBITDA	75.0	51.9	28.0	21.8	16.9

资料来源：Wind，国联证券研究所预测 注：股价为 2022 年 12 月 2 日收盘价

### 5.3 金徽酒：老股东再续前缘，高起点二次创业

公司在亚特集团带领下的十余年间完成了“一次创业”，从 2006 年的 8000 万销售额增长至 2016 年上市当年的 12.77 亿元营收，实现了腾飞。为走出西北、发展壮大，2020 年复星集团接棒，对公司进行了经营管理多方面的再次升级，产品上，推新品、提档次，高端产品占比与吨价不断提升；渠道上，从单一的深度分销拓展到大客户运作、互联网运作等，并积极融入复星生态圈；市场布局上，深耕西北的同时在全

国面上选取重要市场突破，如相对较为邻近的山西、内蒙、新疆等地以及复星所熟悉的华东地区。2022年9月，为了解决复星酒业板块潜在同业竞争问题，金徽酒重回亚特集团旗下开启“二次创业”，复星留作二股东仍会提供相应支持。

我们预计公司2022-2024年营业收入分别为21.30/27.16/33.39亿元，3年CAGR达23.14%；归母净利润分别为3.80/5.58/7.61亿元，CAGR达32.79%；EPS分别为0.75/1.10/1.50元/股，对应当前股价为32/22/16x。参考相对估值法及绝对估值法，我们给予公司23年26倍估值，目标价29元，首次覆盖，给予买入评级。

**图表 74：金徽酒（603919.SH）盈利预测**

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1731	1788	2130	2716	3339
增长率	5.9%	3.3%	19.1%	27.5%	22.9%
EBITDA(百万元)	512	489	741	963	1209
归母净利润(百万元)	331	325	380	558	761
增长率(%)	22.4%	-2.0%	16.9%	47.1%	36.3%
EPS(元/股)	0.65	0.64	0.75	1.10	1.50
市盈率(P/E)	36.5	37.2	31.8	21.6	15.9
市净率(P/B)	4.4	4.1	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	39.3	39.1	14.8	10.9	8.2

资料来源：Wind，国联证券研究所预测 注：股价为2022年12月2日收盘价

## 6. 风险提示

1、**经济不及预期风险**：白酒消费与经济呈现强关联性，若经济发展低于预期，白酒消费规模恐难增长。

2、**疫情冲击风险**：疫情对消费场景影响较大，当前疫情形势复杂，后续可能仍会对消费复苏产生冲击。

3、**政策影响风险**：本文所讨论的白酒行业国企改革事项一般属于利好因素，若后续政策对白酒生产、流通或消费环节进行相关限制，则会对产业造成影响。

4、**食品安全风险**：若出现产品质量问题，将严重打击公司形象及经营业绩。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695