

➤ **华润赋能，金种子能否重回高光时刻？** 公司拥有“金种子”、“醉三秋”、“种子”、“和泰”、“颍州”五大品牌，华润介入后对治理机制、市场渠道和产品线均做了深度梳理，我们认为公司在安徽省内具备较好的品牌认知基础，机制的理顺利于势能的释放：1) 2022 年引入华润战投，华润高管全面介入公司治理，借助华润“三三制”管理原则，公司内部经营管理体系有望进一步理顺；2) 产品战略是第一战略，“一体两翼”的产品线梳理更清晰：聚焦“醉三秋”、“金种子·馥合香”和“种子酒”三大系列；3) 渠道借势，初期汇量增长，中期看中高价位培育：“啤+白”模式下，一方面优化原有经销商体系，另一方面借助华润覆盖全国的渠道经销网络实现快速铺市；初期以省会合肥、阜阳为重心乃至全国的汇量增长是可预期的，另外按照公司制定的“十四五”末营收规划 50 亿的战略目标计算，21-25 年 CAGR 为 42.5%。

➤ **品牌聚焦，三香馥合，助力金种子“鑫”突破。** 公司以“一体两翼，重在一”的战略重塑品牌体系，即构建以醉三秋 1507 为区域高端文化白酒、金种子·馥合香系列为次高端差异化香型领导品牌、柔和种子酒系列为中低档大众白酒品牌的产品架构。2021 年公司酒业营收 7.38 亿元，同增 24.75%，中高档白酒营收 3.43 亿元，同增 32.34%。其中馥合香系列收入 1.18 亿元；柔和种子酒系列定位大众价位，或成为第一阶段重要增长极，“馥合香”品类产品在次高端价位的突围是第二阶段的重要关注点。

➤ **立足阜阳基地市场，深耕省内大本营。** 1) 省内产业迭代，经济高增红利驱动白酒消费扩容，居民消费能力提升为徽酒的结构升级奠定基础，另外省内酿酒规模全国第五，产业政策相对宽松，白酒产业是安徽食品工业的重要支柱，规划“十四五”末营收突破 500 亿元；2) 作为金种子基地市场的阜阳，潜能仍可挖掘。阜阳是安徽人口规模最大的地级市，近年来，阜阳居民人均可支配收入增速高于全省均值，社零总额稳步提升，区域消费偏好中度白酒且需求量较大，阜阳白酒市场规模或超 50 亿。

➤ **投资建议：**“啤+白”模式下，公司借助华润的管理和渠道资源有望在省内竞争中逐步收复失地，也将加速走向全国，同时也需要清晰认知到目前存在的短板，初期“高举高打”自下而上渠道驱动汇量增长是可预期的，未来需要关注公司能否以“馥合香”为抓手淬炼一支聚焦消费者的营销团队，在 200+价位最终实现省内柔和认知升级、品牌突围。我们预计公司 22-24 年营收分别为 13.6/18.4/25.9 亿元，同比+12.4%/35.2%/40.6%；预计公司 22-24 年 EPS 分别为 -0.11/0.16/0.52 元/股。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**安徽白酒市场竞争加剧风险；内部管理调整不达预期；渠道铺设速度与力度不及预期；馥合香产品培育进展缓慢。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 1211   | 1362  | 1842  | 2589  |
| 增长率 (%)          | 16.7   | 12.4  | 35.2  | 40.6  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | -166   | -71   | 107   | 340   |
| 增长率 (%)          | -339.8 | 57.3  | 250.2 | 218.5 |
| 每股收益 (元)         | -0.25  | -0.11 | 0.16  | 0.52  |
| PE               | -      | -     | 160   | 50    |
| PB               | 6.2    | 6.4   | 6.2   | 5.5   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 21 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

25.98 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

# 目录

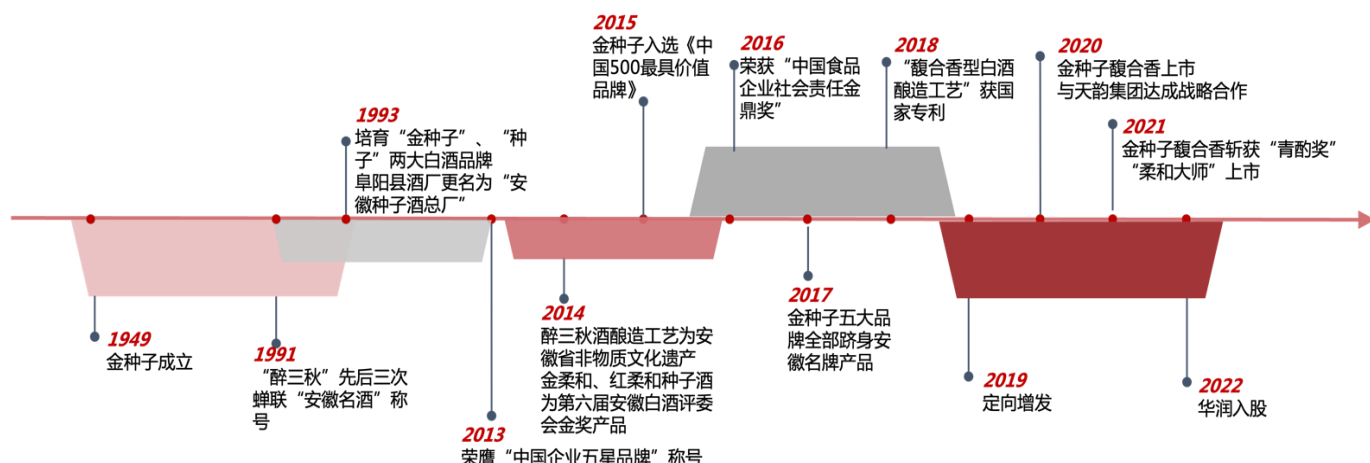
|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>1 徽酒四杰，涅槃在望 .....</b>          | <b>3</b>  |
| 1.1 酿酒原料得天独厚，颖酒文化悠远流长 .....       | 3         |
| 1.2 历经波折，馥合香带来新转机 .....           | 5         |
| 1.3 “一体两翼”，重塑产品结构 .....           | 6         |
| 1.4 华润入股，金种子迎来新变革 .....           | 7         |
| 1.5 市场规模被挤压，利润短期承压 .....          | 9         |
| <b>2 立足安徽，承接白酒消费扩容红利 .....</b>    | <b>11</b> |
| 2.1 安徽综合实力提升，白酒消费基础夯实 .....       | 11        |
| 2.2 人口规模不断扩大，安徽白酒需求呈现强韧性 .....    | 14        |
| 2.3 安徽白酒市场稳健成长，利好政策加速腾飞 .....     | 15        |
| 2.4 徽酒市场竞争激烈，金种子成长空间可期 .....      | 17        |
| 2.5 阜阳作为金种子大本营，潜能仍可挖掘 .....       | 18        |
| <b>3 华润入股，金种子迎来新篇章 .....</b>      | <b>21</b> |
| 3.1 引入华润，渠道共享发展可期 .....           | 21        |
| 3.2 以史为鉴，金种子有望翻开新篇章 .....         | 23        |
| <b>4 三香馥合，助力金种子“露”突破 .....</b>    | <b>25</b> |
| 4.1 传承与创“露”相结合，馥合香实现差异化竞争 .....   | 25        |
| 4.2 馥合香带动产品结构向中高端升级，带来“露”发展 ..... | 26        |
| 4.3 馥合香为品牌文化赋能，出彩“露”营销 .....      | 27        |
| <b>5 盈利预测与投资建议 .....</b>          | <b>29</b> |
| 5.1 盈利预测假设与业务拆分 .....             | 29        |
| 5.2 估值分析 .....                    | 31        |
| 5.3 投资建议 .....                    | 31        |
| <b>6 风险提示 .....</b>               | <b>33</b> |
| <b>插图目录 .....</b>                 | <b>35</b> |
| <b>表格目录 .....</b>                 | <b>36</b> |

# 1 徽酒四杰，涅槃在望

## 1.1 酿酒原料得天独厚，酿酒文化悠远流长

**金种子历史悠久，获奖多次。**金种子酒始建于1949年7月，前身为阜阳县酿酒厂，迄今已有73年的历史。1994年，阜阳县酿酒厂正式更名为安徽种子酒厂，“种子酒”由此而来。公司于1998年在上交所上市，先后荣获“全国绿色食品示范企业”、“全国十佳新锐上市公司”和“全国实施卓越绩效模式先进企业”等百多项荣誉称号。公司现有“金种子”、“醉三秋”、“种子”、“和泰”、“颍州”等五大品牌，其中“金种子”和“醉三秋”荣获国家驰名商标；“颍州佳酿”被商务部认定为“中华老字号”；“金种子”系列系国家地理标志保护产品，柔和种子酒等七款产品被认定为绿色产品，金种子馥合香“鑫20”亦多次获奖。

图1：金种子发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**金种子地处“名酒之乡”阜阳，文化底蕴深厚。**金种子酒地处阜阳，古称“颍州”，这里自古素有“名酒之乡”的美誉。阜阳的酿酒文化最早可追溯到商周时期，1957年于阜南县出土了国宝级文物“龙虎纹尊”等一批盛酒器。阜阳一直流传着“杜康酿酒醉刘伶，一醉三秋始醒来”的传说，迄今已有1700多年，金种子“醉三秋”也因此得名，中华书局出版的《辞海》对“醉三秋”的解释为：白酒——阜阳特产。北宋时期，欧阳修、苏轼等名臣乐仕于颍州，留下许多与颍州美酒相关的词句。

图2：阜阳出土商周时期酒器——龙虎尊



资料来源：中国国家博物馆，民生证券研究院

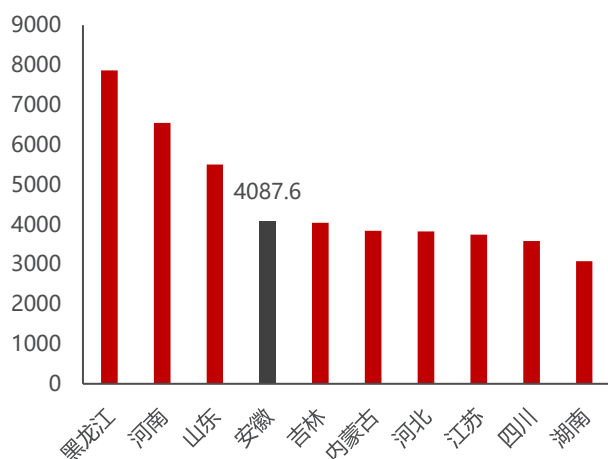
图3：“醉三秋”的由来



资料来源：阜阳在线，民生证券研究院

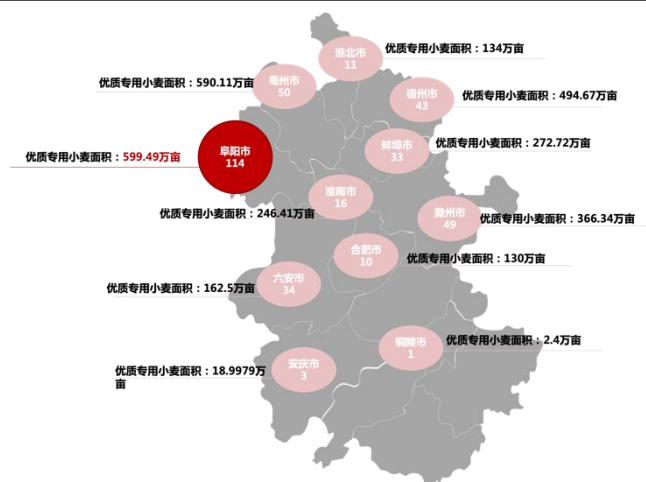
**原料优势显著，“江淮粮仓”构成金种子的肉与骨。**阜阳所处的淮河一线是中原农耕文明的重要组成部分，气候宜人，土地肥沃，粮产丰富，安徽省粮食产量全国排名第四，阜阳粮食产量多年位居安徽第一，是全国闻名的江淮粮仓，也是小麦的重要产区。时至今日，阜阳已连续多年刷新安徽省小麦单产最高纪录。自2008年以来，阜阳粮食产量始终保持在百亿斤以上，被誉为“百亿粮仓”。粮食的生产不仅在于量，更在于质。阜阳优质专用小麦种植面积约为599.49万亩，拥有114个片区，远超安徽其他地区。2022年阜阳市耕地面积940.36万亩，小麦占据750万亩。所谓“粮为酒之肉，曲为酒之骨”，阜阳得天独厚的地域特征保障金种子酒的原料优势，为公司的酿酒工艺提供了独特的原料基础。

图4：2021年安徽省粮食产量全国排名第四（万吨）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

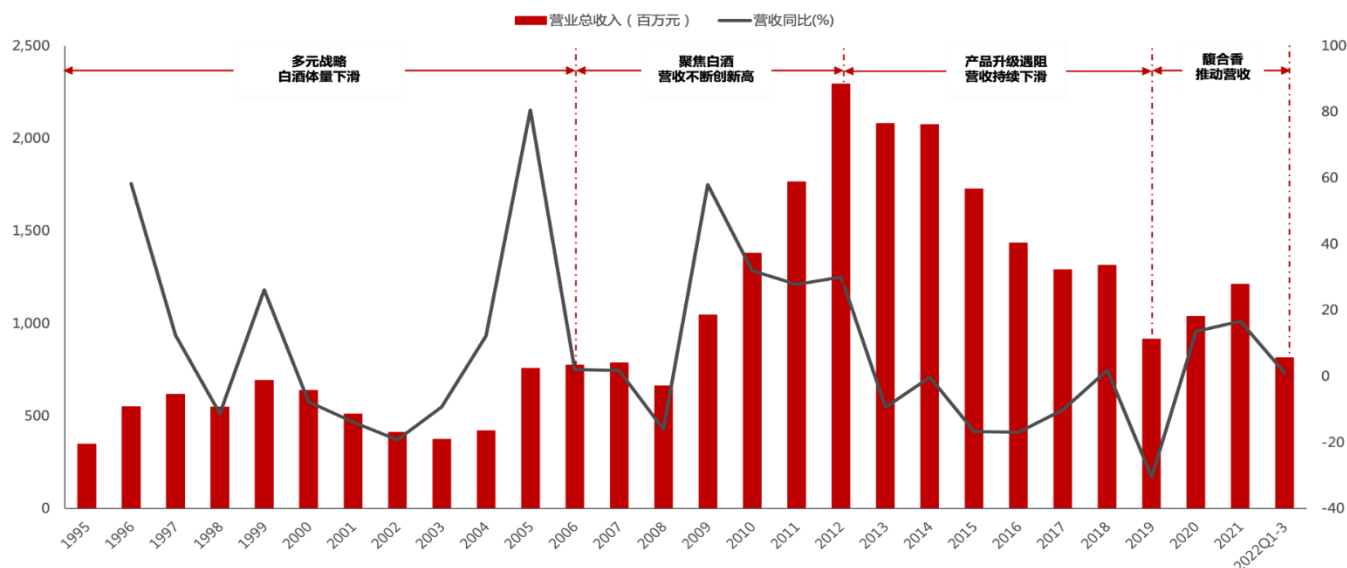
图5：阜阳小麦量多质好



资料来源：安徽省农业农村厅，民生证券研究院

## 1.2 历经波折，馥合香带来新转机

图6：金种子历年营收（百万元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**承压阶段-上市初期，多元化策略下，白酒业务一度被压缩。**上市初期~2006年期间，公司实行多元化策略，以“黄牛系列”为主体，上市募集资金主要投入到黄牛、奶油等产业中，贡献主要收入的白酒产业未得到充分培育及重视。因旗下包装和黄牛板块业绩大幅下滑，2003、2004年持续亏损，2005年通过房地产开发和转让啤酒公司股份，扭亏为盈。直至2006年，白酒体量已下滑至1.36亿元。

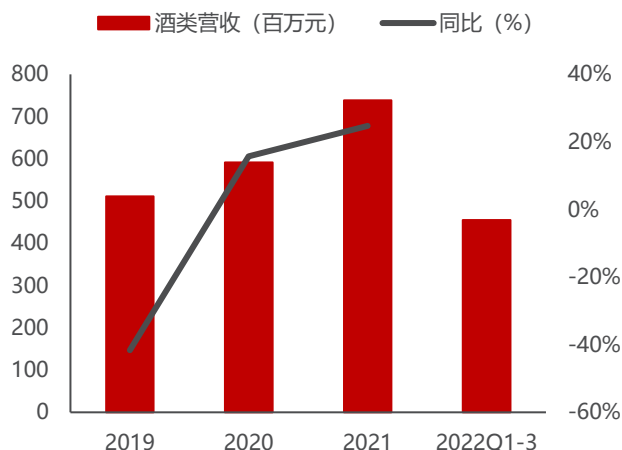
**成长阶段-2007年始聚焦白酒主业，迎来快速增长期。**2007年，公司确立了以白酒为核心的发展战略，并更名为“金种子酒”，主推醉三秋、柔和种子酒、祥和种子酒等产品，其中柔和种子酒开创了柔和型白酒新品类，卡位主流价格带，营收实现稳定增长。2009年，公司设立阜阳酒业销售公司，加强渠道运营，确立核心大单品及高市占率相结合打法，助力公司快速发展。2012年公司实现收入22.94亿元，跻身中国白酒制造业综合竞争力第八名，位列徽酒四杰。

**调整阶段-2012年后产品升级无果，金种子发展进入迷茫期。**受禁酒令和限制三公消费的影响，行业进入调整期，公司也受到波及，业绩逐年下滑。作为公司主打的“祥和”和“柔和”系列，渠道推动不足。同时，随着安徽省内白酒消费升级，及省内竞争对手产品下调终端价格，导致柔和、祥和产品市场遭受挤压。公司产品升级失败，致使白酒业务营收下滑严重，白酒销售额从2013年的18.97亿元下滑至2019年的5.11亿元。

**改革阶段-2020年金种子开启全面改革，馥合香带来新拐点。**2019年12月，新任董事长贾光明上任，不断推进产品高端化升级和股权结构改革。2020年，公司推出次高端战略新品“馥合香”，进一步丰富公司产品结构。馥合香突破了传统白酒香型，具有一口三香的特点，与省内其他酒企浓香型白酒形成差异化竞争，效

果显著，2021 年公司酒业营收达 7.38 亿元，同比增长 24.75%。

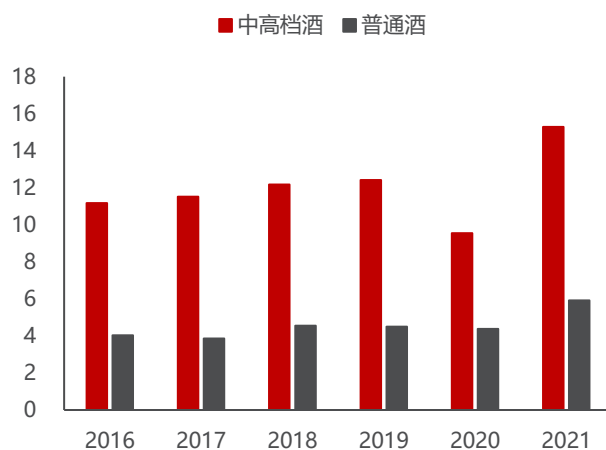
图7：馥合香拉动公司酒业营收增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：中高档白酒为售价 50 元/500ml 以上产品，有金种子、馥合香、醉三秋 1507 等；普通酒为售价 50 元/500ml 以下产品，有祥和系列、种子酒、颍州佳酿等。

图8：馥合香提振白酒吨价（万元/吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 1.3 “一体两翼”，重塑产品结构

**重塑产品系列，构建品牌体系。**公司在售五大系列产品，包括金种子系列、种子酒（柔和）系列、醉三秋系列、颍州系列、和泰系列等，共计上百种产品，呈现系列多样、价格带较为复杂、产品重心模糊特点。公司目前正在将重点聚焦于醉三秋、馥合香系列和柔和种子酒系列，明晰价格带，重塑产品结构，以“一体两翼，重在一翼”的战略构建品牌体系，即构建以醉三秋 1507 为区域高端文化白酒、金种子馥合香系列为次高端差异化香型领导品牌、柔和种子酒系列为中低档大众白酒品牌的产品结构，并针对市场表现，逐步淘汰规模小、利润低、成长性弱的产品。

公司正加快次高端白酒-馥合香系列的推广，效果显著，馥合香系列于 2021 年销售 1.18 亿元，已逐步获得市场认可。柔和种子酒系列则致力于抢占百元价位市场，扩大公司百元价位占有，改善公司毛利水平。

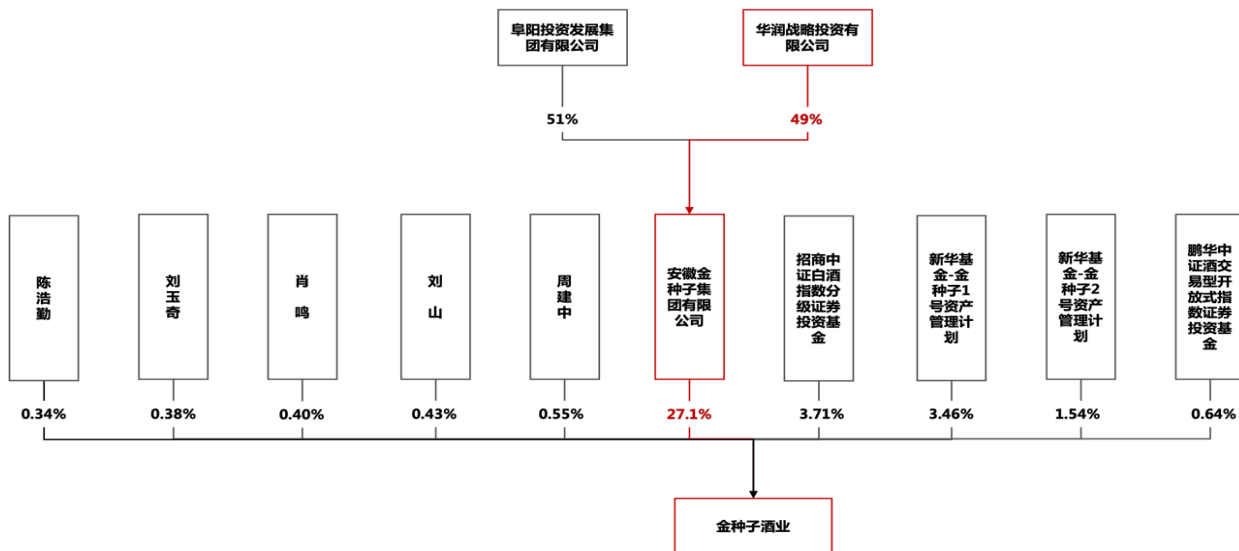
**表1：金种子白酒产品矩阵**

| 定位  | 系列            | 品类              | 香型         | 价格 (元)     | 容量 (ml)    | 度数   | 产品展示                                                                                  |  |  |
|-----|---------------|-----------------|------------|------------|------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------|--|--|
| 高端  | 金种子年份酒        | 徽蕴 20           | 浓香         | 1180       | 500        | 50   |    |  |  |
|     | <b>醉三秋</b>    | <b>醉三秋 1507</b> | <b>馥合香</b> | <b>998</b> | <b>500</b> | 50   |    |  |  |
|     |               | <b>露 20</b>     | <b>馥合香</b> | <b>698</b> | <b>500</b> | 50   |    |  |  |
| 次高端 | <b>金种子馥合香</b> | <b>露 15</b>     | <b>馥合香</b> | <b>498</b> | <b>500</b> | 50   |    |  |  |
|     |               | <b>露 9</b>      | <b>馥合香</b> | <b>398</b> | <b>500</b> | 50   |    |  |  |
|     |               |                 |            |            |            |      |    |  |  |
| 中端  | 金种子年份酒        | 金种子 10          | 浓香         | 238        | 500        | 52   |    |  |  |
|     | 种子柔和          | 柔和宗师            | 浓香         | 168        | 460        | 40.8 |    |  |  |
|     | 种子柔和          | 柔和大师            | 浓香         | 128        | 460        | 40.8 |    |  |  |
|     | 金种子年份酒        | 金种子 6           | 浓香         | 128        | 460        | 50   |    |  |  |
|     | 种子柔和          | 柔和经典 5          | 浓香         | 108        | 460        | 40   |    |  |  |
| 大众端 | 金种子年份酒        | 徽蕴 42 度         | 浓香         | 98         | 460        | 42   |    |  |  |
|     | 种子柔和          | 柔和红经典           | 浓香         | 84         | 460        | 40   |    |  |  |
|     | 种子柔和          | 金柔和             | 浓香         | 74.5       | 460        | 41.8 |    |  |  |
|     | 种子柔和          | 柔和种子            | 浓香         | 72         | 460        | 40   |   |  |  |
|     | 醉三秋           | 醉三秋 40 度        | 浓香         | 72         | 460        | 40   |   |  |  |
|     | 种子            | 川扁种子酒           | 浓香         | 64.8       | 500        | 50   |   |  |  |
|     | 种子            | 清纯种子酒           | 清香         | 58         | 500        | 56   |  |  |  |
|     | 种子            | 祥和种子            | 浓香         | 49         | 460        | 40   |  |  |  |
|     | 种子            | 红花种子            | 浓香         | 38         | 460        | 40   |  |  |  |
|     | 颍州            | 颍州佳酿            | 浓香         | 21.3       | 500        | 50   |  |  |  |

资料来源：金种子官方旗舰店，民生证券研究院；注：统计时间为 2022 年 11 月 21 日

## 1.4 华润入股，金种子迎来新变革

**华润入主赋能，赋能金种子新发展。**2022 年，为推动国有企业深化改革和高质量发展需要，公司唯一股东阜阳投资发展集团有限公司以非公开协议转让方式将所持金种子集团 49%的股权转让给华润战投，华润战投间接持有公司 13.28%股份，成为公司第二大股东。

**图9：华润收购金种子集团 49%的股份**


资料来源：wind、天眼查，民生证券研究院；截至 2022 年三季度末

**管理层深度调整，“华润系”高管助力改革。**华润对金种子深度介入管理，集团原总经理贾光明卸任，保留集团董事长一职；集团原董事及监事白兰清等 11 人退出，“华润系”高管入驻：华润雪花 CEO 侯孝海、华润雪花财务总监魏强、阜阳华润电力负责人张昆接任集团董事，华润雪花监事李小冬出任金种子集团监事，华润啤酒安徽大区负责人陈萌接任总经理。至此，金种子集团现有 7 位“董监高”中，“华润系”高管占据 5 席，除贾光明外，董事会仅剩吴永彬一名金种子系董事。

**市场运作经验丰富，全面赋能公司管理及渠道运作。**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。通过对金种子人事的调整，华润系高管进入金种子核心管理层，为金种子复兴提供全面赋能。

**表2：华润系高管进驻金种子**

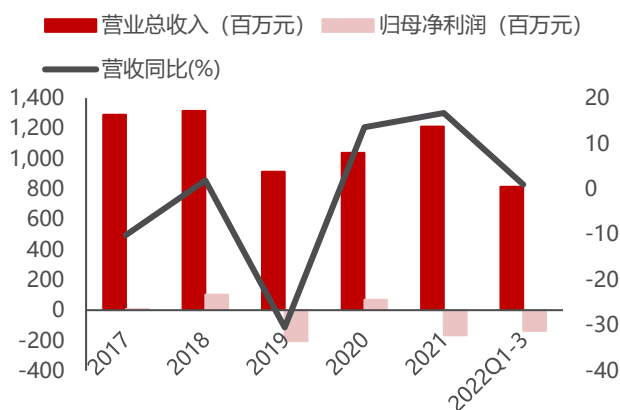
| 人员         | 现任                   | 曾任                        |
|------------|----------------------|---------------------------|
| 侯孝海        | 金种子集团董事              | 华润雪花 CEO                  |
| 魏强         | 金种子集团董事              | 华润雪花财务总监                  |
| 张昆         | 金种子集团董事              | 阜阳华润电力负责人                 |
| 李小冬        | 金种子集团监事              | 华润雪花啤酒监事                  |
| 陈萌         | 金种子集团总经理             | 华润啤酒安徽大区负责人               |
| <b>何秀侠</b> | <b>金种子股份有限公司总经理</b>  | <b>华润雪花晋陕、河南区域总经理</b>     |
| <b>何武勇</b> | <b>金种子股份有限公司副总经理</b> | <b>华润雪花晋陕、江苏及苏沪区域副总经理</b> |
| <b>金昊</b>  | <b>金种子股份有限公司财务总监</b> | <b>华润雪花甘肃、黑吉及山东区域财务总监</b> |

资料来源：新京报、新浪财经，民生证券研究院

## 1.5 市场规模被挤压，利润短期承压

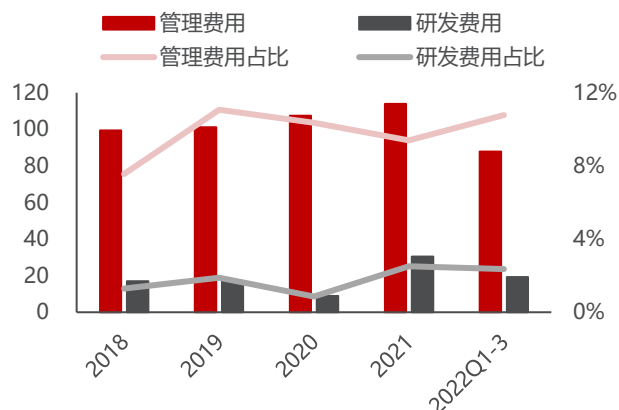
**营收规模收缩，利润短期承压。**2021 年公司实现营收 12.11 亿元，同比+16.70%；归母净利润-1.66 亿元，同比-339.76%。公司主营业务亏损主要原因为：(1) 白酒行业竞争持续加剧，行业利润进一步向头部企业集中，并进一步向中高端和高端白酒品牌集中；(2) 公司作为区域性白酒品牌，中低端产品占比很大，高端及中高端布局起步较晚，仍处于培育推广阶段，市场基础较为薄弱，尚未大规模占领市场；(3) 为提升产品竞争力，公司加大研发费用投入。2021 年，公司管理研发合计费用率为 11.91%，同比+0.69pcts，其中研发费用 0.30 亿元，同比+241.48%。

图10：金种子酒营收及归母净利润情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

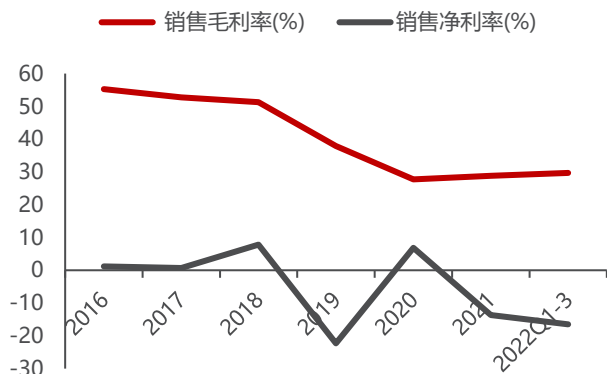
图11：公司管理研发费用不断增加



资料来源：公司公告，民生证券研究院

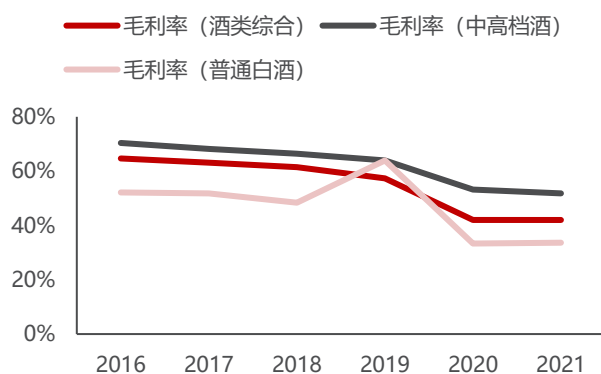
**利润率下滑趋势放缓，呈现改善态势。**近年公司毛利率呈下滑态势，2021 年毛利率为 28.80%，净利率为-13.66%，主要系公司中低端产品占比较大，毛利率较低，叠加中高端产品仍在培育阶段，导致综合毛利率较低。单从酒类看，2021 年酒类综合毛利率为 42.05%，较上年同期上升 0.04pcts；中高端白酒毛利率为 51.80%，较上年同期下降 1.38pcts；普通白酒毛利率为 33.61%，较上年同期上涨 0.28pcts，利润率下降幅度收窄，开始呈现出改善趋势。

图12：金种子酒利润率下降趋势放缓



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：公司酒类利润率

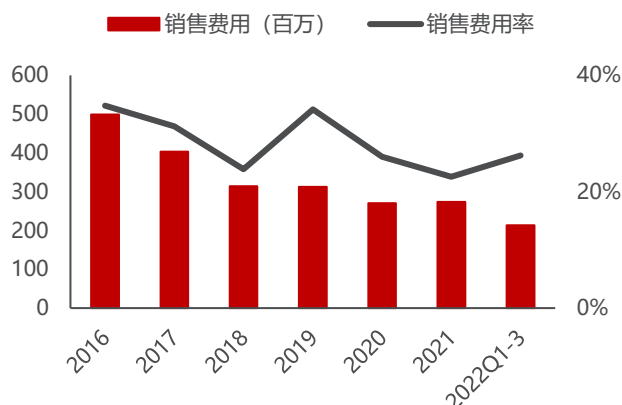


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**费用投放改善，缓释盈利负担。**2021 年，公司销售费用为 2.73 亿元，销售费用率为 22.57%，较上年同比下降 3.46pcts。公司销售费用较高的主要原因在于：

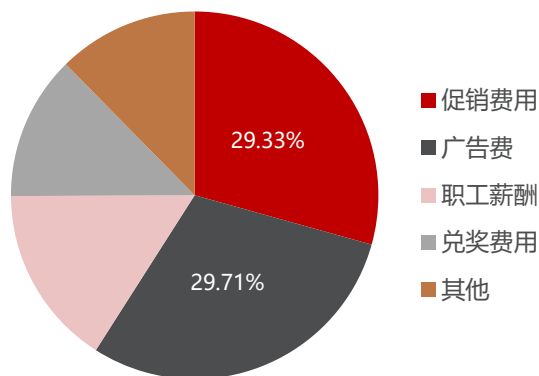
(1) 白酒市场竞争激烈，需要维持市场份额；(2) 次高端新品上市，需要投入广告费用营销。2020 至 2021 年，促销费用和广告费用平均占比均近 30%，分别平均为 79.75 百万元和 80.69 百万元。

图14：公司销售费用水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

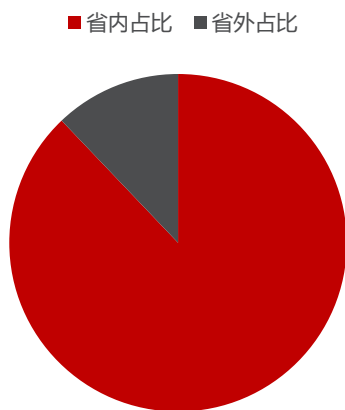
图15：2020-2021 年间，广告&促销费用突出



资料来源：公司公告，民生证券研究院

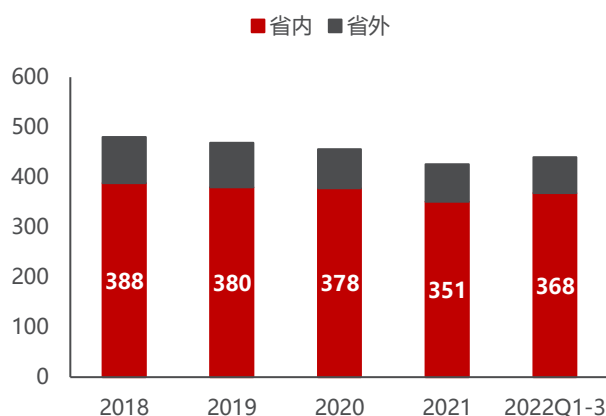
**省内销售为主，全国化布局徐徐图之。**2021 年公司在安徽省内实现营收 6.49 亿元，省外营收 0.89 亿元，分别占比 87.88%和 12.12%。从经销商数量来看，也仍以省内拓展为主，但随白酒行业竞争加剧，公司渠道逐年萎缩。2018 年-2021 年间，省内经销商 388 个减少至 351 个，省外经销商从 92 个减少至 75 个。伴随华润的入股及渠道共享，公司管理得到改善，叠加全国化市场逐步开拓，公司渠道仍有较大提升空间。

图16：2021 年金种子仍以安徽省内销售为主



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：金种子经销商减少趋势逆转（个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 立足安徽，承接白酒消费扩容红利

### 2.1 安徽综合实力提升，白酒消费基础夯实

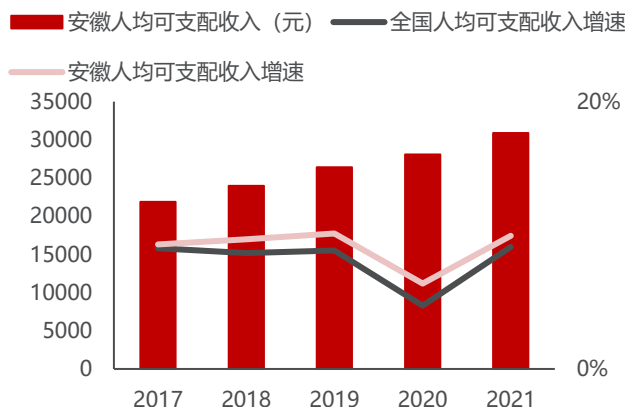
安徽经济高质量发展，为白酒消费提供坚实基础。2021 年，安徽省经济增速领先全国，安徽省生产总值 42959.18 亿元，同比增长 8.30%，高于全国 GDP 增速 0.20pcts，两年平均增长 6%，高于全国 0.90pcts，GDP 排名位列全国第 11；安徽省人均 GDP 为 7.03 万元，同比增长 12.67%，位列全国第 13。随着安徽经济的高质量发展，安徽人均可支配收入不断创新高，2021 年，安徽人均可支配收入为 3.09 万元，同比增长 10%，相较全国人均可支配收入增速高 0.84pcts。得益于安徽经济的高质量发展，近年来安徽城镇和农村食品烟酒支出一直保持可观增长，2021 年安徽城镇和农村食品烟酒支出增长率分别为 14.40%和 12.10%，安徽白酒市场消费前景可观。

图18：安徽省经济增速领先全国（亿元、%）



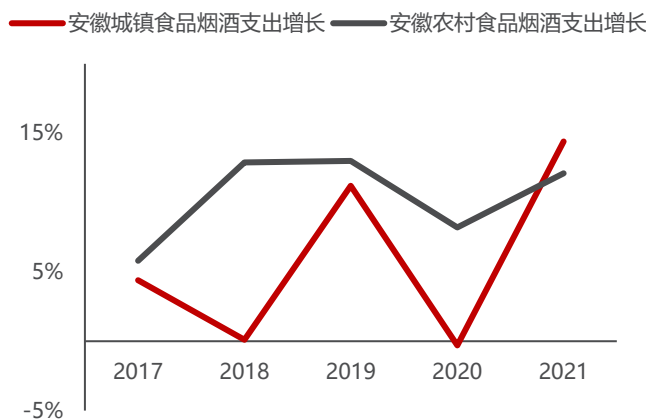
资料来源：国家统计局，Wind，民生证券研究院

图19：安徽人均可支配收入及增速



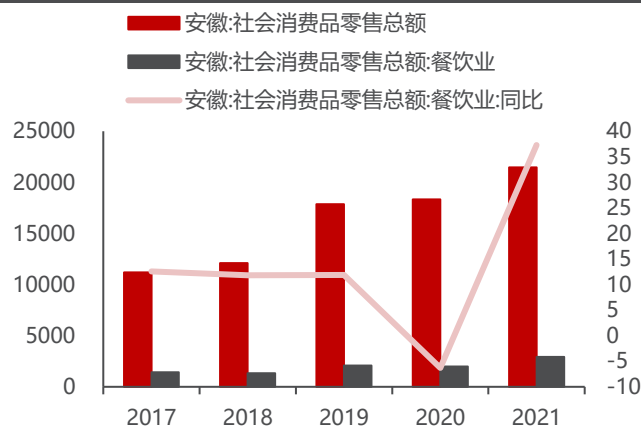
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图20：安徽省食品烟酒支出增长可观



资料来源：安徽省统计局，民生证券研究院

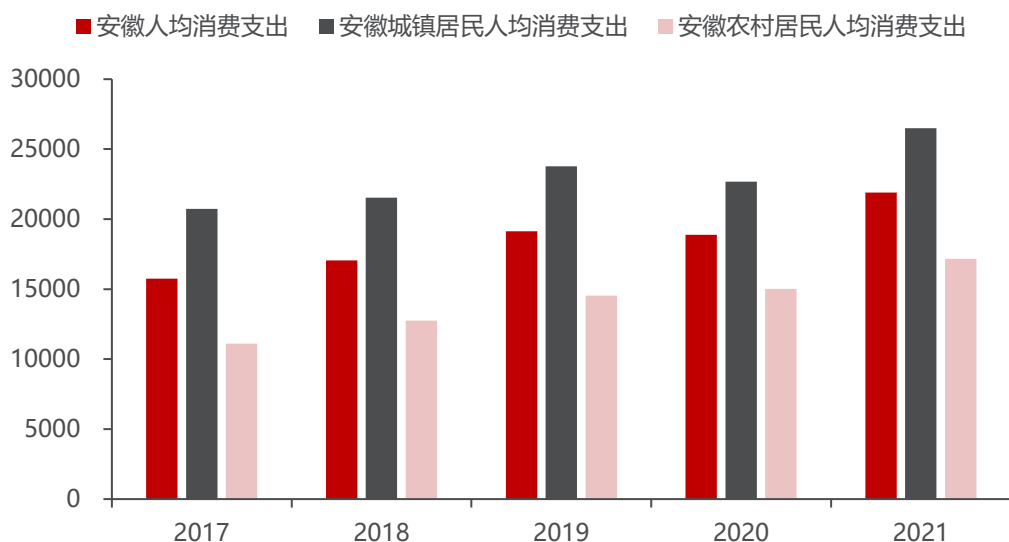
图21：安徽省社零总额变化情况（亿元）



资料来源：Wind，安徽省统计局，民生证券研究院

**消费能力提升，助力白酒价格带升级。**近年来，安徽不断出台政策促进消费激发消费市场活力，全省社会零售总额不断攀升，2021 年安徽社零总额 21471.20 亿元，同比上涨 17.11%，位列全国第五，其中餐饮业零售总额为 2920.90 亿元，同比上涨 37.30%。2021 年，安徽省人均消费支出为 2.19 万元，同比增长 16.07%，其中，城镇居民人均消费支出为 2.65 万元，同比增长 16.81%；农村居民人均消费支出为 1.72 万元，同比增长 14.24%。不断提升的消费能力为省内白酒消费的提档升级注入动能，推动白酒价格带的不断升级。目前，安徽白酒升级仍处于加速期，200 元+、300 元+的大众价格带持续升级，500 元以上的政商务价格带也在快速扩大。伴随安徽白酒市场消费的不断升级，白酒价格带将会不断提高，安徽白酒市场规模将不断扩容。

**图22：安徽人均消费支出总体呈上升趋势（元）**



资料来源：Wind，国家统计局，安徽省统计局，民生证券研究院

**表3：安徽白酒价格带变迁**

| 年份        | 价格带      | 省内品牌              |
|-----------|----------|-------------------|
| 21 世纪初    | 40-80 元  | 口子窖 5 年、种子酒       |
| 2011-2015 | 80-120 元 | 迎驾银星、口子窖 5 年、金种子酒 |
| 2016-2018 | 90-150 元 | 古井 5 年、古井献礼版      |
| 2019-至今   | 200 元+   | 古井 8 年、口子窖 10 年   |

资料来源：酒食新消费，民生证券研究院

**次高端市场快速扩容，势头迅猛。**安徽省内 800 元以上高端价格带被茅台、五粮液、国窖 1573 等全国性品牌占据。随着主流价格带的提升，徽酒次高端市场持续扩容，2022 年安徽白酒 300-800 元的次高端价格带市场规模预计约 50 亿元。目前 100-300 元价格带是安徽主流刚需价位段，预计 2022 年市场规模为 140 亿元。伴随居民收入水平不断提升、消费升级不断推进，未来安徽省内主流白酒价

格带有望持续提升至 300-500 元，安徽次高端市场容量将进一步扩增，有望成为徽酒行业下一个重要战场。

**表4：安徽省内次高端酒市场具备成长潜力**

| 档次      | 价格区间      | 市场规模   | 竞争格局        | 代表品牌                                                    |
|---------|-----------|--------|-------------|---------------------------------------------------------|
| 高端      | 800 元+    | 40 亿元  | 以全国性名酒为主    | 茅台、五粮液、国窖 1573                                          |
| 次高端     | 300-800 元 | 50 亿元  | 品牌混战，仍未形成龙头 | 古 16/20、口子窖 20/30、迎驾洞 16/20、金种子馥合香系列、剑南春、泸州特曲、习酒窖藏 1988 |
| 安徽主流价格带 | 100-300 元 | 140 亿元 | 当下省内品牌为主    | 古 5/8、口子窖 6 年、迎驾洞 6、金种子、柔和大师                            |
| 大众酒     | 100 元以内   | 120 亿元 | 本土品牌众多，竞争激烈 | 迎驾银星、宣酒、柔和种子酒、老村长                                       |

资料来源：酒说，民生证券研究院

**光瓶酒市场蒸蒸日上，群雄逐鹿。**光瓶酒相对价格低廉，主要针对大众白酒市场，契合大众消费者的日常饮酒需求。安徽省内百元以下光瓶酒市场容量约 80 亿元，竞争较为激烈。其中，30 元以下光瓶酒约有 20-30 亿元的市场规模，30-50 元价格段的光瓶酒销量大幅增长。伴随消费升级，光瓶酒主流消费价格带逐步由 30 元以下提升至 30-50 元，我们预计低端盒装酒的消费人群也将有 20-30% 的消费者成为高线光瓶酒的消费者。

在安徽光瓶酒市场攻伐的品牌主要有五类：

1. 以牛栏山、玻汾、小郎酒等为代表的全国性光瓶酒品牌；
2. 以老村长、龙江家园等为代表的东北光瓶酒品牌；
3. 以古井老瓷贡、种子酒为代表的徽酒光瓶酒品牌；
4. 以江小白、功夫小米、谷小酒等为代表的小清新文化类光瓶酒品牌；
5. 以劲酒等为代表的功能型光瓶酒品牌。

**表5：安徽省光瓶酒市场格局**

| 分类   | 全国性品牌            | 东北品牌      | 徽酒品牌       | 小清新文化类品牌      | 功能型品牌 |
|------|------------------|-----------|------------|---------------|-------|
| 代表品牌 | 牛栏山、玻汾、小郎酒、西凤绿脖等 | 老村长、龙江家园等 | 种子酒、古井老瓷贡等 | 江小白、功夫小米、谷小酒等 | 劲酒等   |
| 市场容量 | 10-15 亿元         | 10-15 亿元  | 20-30 亿元   | 1-2 亿元        | 15 亿元 |

资料来源：酒业家，民生证券研究院

## 2.2 人口规模不断扩大，安徽白酒需求呈现强韧性

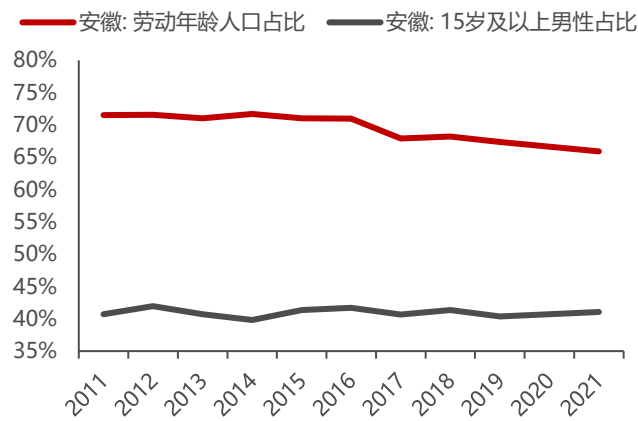
**人口回流趋势加强，白酒消费者基础不断扩大。**自 2010 年以来，安徽省常住人口规模不断增加，始终维持正增长。从人口增量结构来看，2020 年，安徽省人口回流 2 万人，2021 年增加至 9.70 万人，截至 2021 年底，安徽省常住人口规模达 6113 万人，同比增长 0.13%。2021 年，劳动年龄（16~64 岁）人口占比保持稳定，其中 16~59 岁人口为 3748.50 万人，占比为 61.32%，比 2020 年 15~59 岁人口增加 39.90 万人。同时，安徽省 15 岁及以上男性占比也基本维持在 40%以上。不断扩大的人口规模为白酒提供了更为广阔的消费基础。

图23：安徽人口规模不断扩大（万人）



资料来源：wind，民生证券研究院

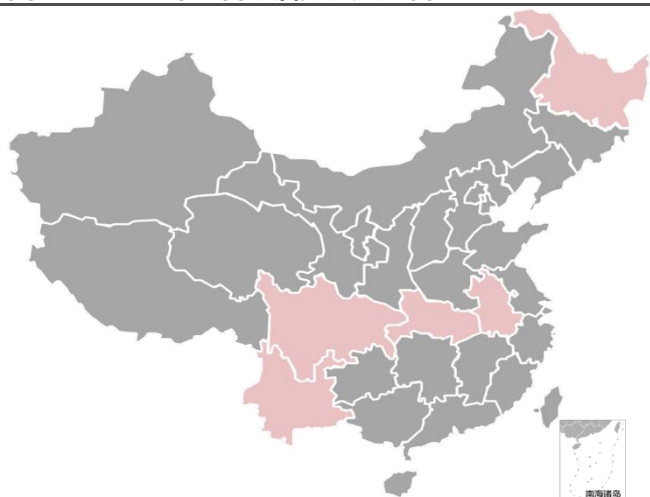
图24：安徽劳动年龄人口占比保持稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

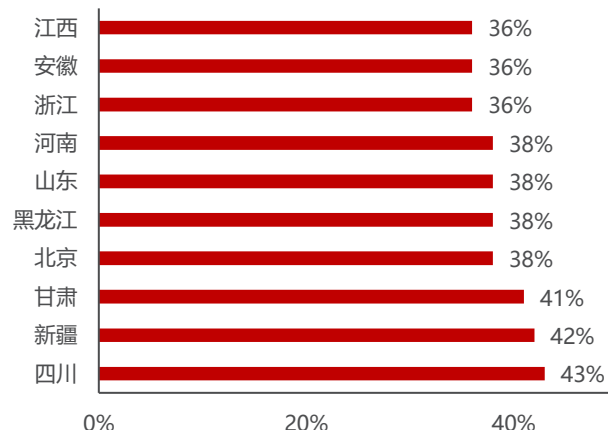
**安徽饮酒力名列前茅，白酒需求体量巨大。**根据《2021 中国白酒消费洞察白皮书》，安徽饮酒力为 5.60 两，成为“最能喝酒”省份第三名，仅次于四川省的 5.80 两和云南省的 5.70 两。相较于其他省市，安徽白酒消费频次较高，消费场景较多，根据白酒饮用频率排名，安徽白酒饮用频率提升了 36%，位列第 9，安徽白酒市场需求强劲。

图25：2021 年五省饮酒力超过 5 两



资料来源：《2021 中国白酒消费白皮书》，民生证券研究院

图26：2021 年安徽饮酒频率位居全国 TOP10



资料来源：《2021 中国白酒消费白皮书》，民生证券研究院

## 2.3 安徽白酒市场稳健成长，利好政策加速腾飞

**酿酒规模全国第五，名副其实白酒大省。**安徽横跨淮河、长江及新安江三大水系，自然环境优越，是酿酒大省。2016 年，安徽省白酒产量为 44.89 万千升，位居全国第 10；2020 年，安徽白酒产量为 28.21 万千升，占全国白酒产量的 3.81%，位居全国第五。

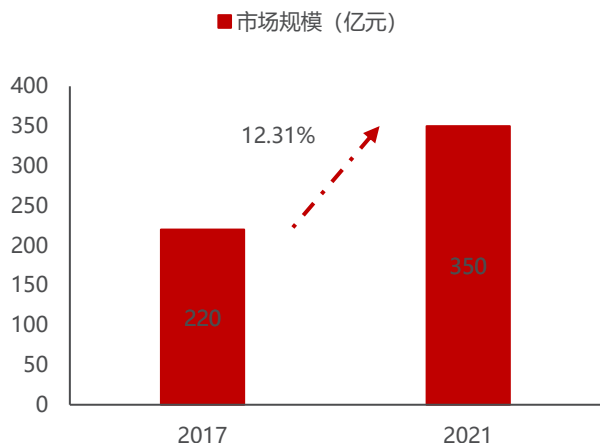
表6：2016&2020 年中国白酒产量及占比前 10

| 地区        | 2016 年产量 (万千升) | 占比           | 地区        | 2020 年产量 (万千升) | 占比           |
|-----------|----------------|--------------|-----------|----------------|--------------|
| 全国        | 1358.4         | 100%         | 全国        | 740.7          | 100%         |
| 四川        | 402.67         | 29.64%       | 四川        | 367.58         | 49.63%       |
| 河南        | 117.5          | 8.65%        | 河南        | 66.38          | 8.96%        |
| 山东        | 112.64         | 8.29%        | 湖北        | 35.87          | 4.84%        |
| 江苏        | 106.89         | 7.87%        | 北京        | 34.13          | 4.61%        |
| 湖北        | 90.32          | 6.65%        | <b>安徽</b> | <b>28.21</b>   | <b>3.81%</b> |
| 吉林        | 78.17          | 5.75%        | 贵州        | 26.62          | 3.59%        |
| 内蒙古       | 75.14          | 5.53%        | 山东        | 20.87          | 2.82%        |
| 黑龙江       | 60.94          | 4.49%        | 河北        | 19.89          | 2.69%        |
| 贵州        | 49.01          | 3.61%        | 江苏        | 18.25          | 2.46%        |
| <b>安徽</b> | <b>44.89</b>   | <b>3.30%</b> | 山西        | 17.93          | 2.42%        |

资料来源：中经数据库，民生证券研究院

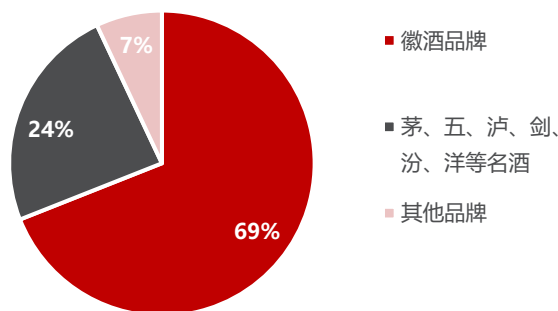
**安徽白酒市场容量提升，徽酒品牌地位稳定。**安徽作为白酒产销大省，近年来白酒消费不断提升。2021 年，安徽白酒实现营收 350 亿元，位居全国前五位，较 2017 年的 220 亿元已经增长 130 亿元，4 年 CAGR 为 12.31%。从市场布局来看，安徽本土品牌借助渠道优势和品牌优势，徽酒在安徽市场销售额超 230 亿元，占安徽整体白酒容量的近 7 成，约 69%，而茅、五、泸、剑、洋、汾等名酒共占比约 24%，其他品牌仅占 7%，徽酒在安徽白酒市场地位依然稳固。

图27：安徽白酒市场增长迅速



资料来源：酒食新消费，民生证券研究院

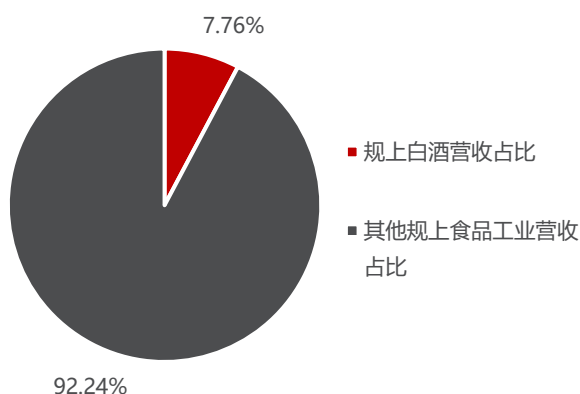
图28：2021 年安徽白酒市场份额



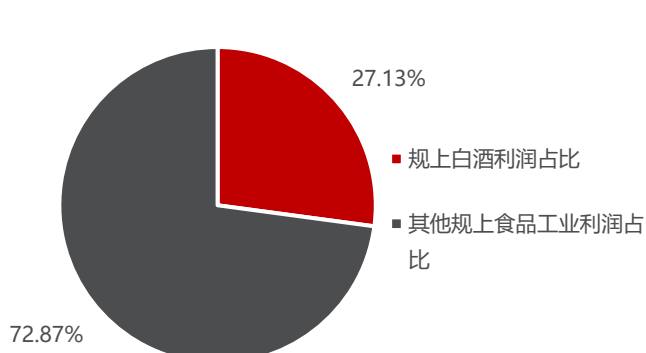
资料来源：钛媒体，民生证券研究院

**白酒擎旗安徽食品工业，多项政策利好白酒市场稳健增长。**2020 年安徽规上

白酒企业实现营收 246.50 亿元, 约占全省规上食品工业企业总营收的 7.76%; 规上白酒企业利润总额 57.40 亿元, 约占食品工业总利润的 27.13%, 白酒产业是安徽省食品工业的支柱产业之一, 安徽省《“十四五”食品工业发展规划》重点提及白酒产业, 将其放在全力发展的优势产业首位。同时, 2020 年《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》提出要在 **2025 年, 实现安徽白酒企业实现营业收入 500 亿元, 酿酒总量 50 万千升。**

**图29: 2020 年规上酒企营收占规上食企营收 7.76%**


资料来源: 酒食汇, 民生证券研究院

**图30: 2020 年白酒产业是安徽食品工业的支柱之一**


资料来源: 酒食汇, 民生证券研究院

**表7: 《安徽“十四五”食品工业发展规划》将白酒产业放在首位**

| 指标   | 规划具体内容                                                                                                                                                                                                                                       |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 发展目标 | 以古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子酒四家上市酒企为基础, 打造一批在国内有更高知名度和竞争力的白酒企业, 构建“品牌强、品质优、品种多、集群化”的徽酒产业体系, 提升徽酒在全国的影响力。                                                                                                                                               |
| 发展路径 | 坚持“产区+基地”, 优化白酒产业布局; 坚持“数字+智能”, 促进企业转型升级; 坚持“质量+安全”, 不断提升产品品质; 坚持“精品+名品”, 重塑安徽白酒品牌。                                                                                                                                                          |
| 扶持手段 | 支持酒企合作、并购, 实现优势互补, 扩大产业规模, 培育龙头企业, 加强品牌梯度培育; 支持企业加大技术改造和智能设备投入, 建设数字化和智能化工厂、车间, 提高企业的信息技术集成应用水平; 支持酒企注重科技创新, 建立企业标准体系, 不断提升产品品质; 支持企业争创“中华老字号”、“国家工业遗产”, 深入挖掘地域文化, 讲好品牌故事, 创建特色小镇, 促进酒旅文化融合, 推动徽酒走向全国、走向世界; 支持酒企加大出口贸易、文化推广、海外拓展, 推动中国白酒国际化。 |
| 保障措施 | 加大政策引导 加强组织协调, 发挥部门合力, 运用多项政策推动企业提质提量, 推动企业技术改造, 支持企业做大做强。鼓励企业加大研发投入, 推动产学研合作, 引导发展要素向优质企业聚集                                                                                                                                                 |
|      | 营造发展环境 落实“一改两为”部署要求, 深化“放管服”改革, 创一流营商环境。推动诚信体系建设。落实“四个最严”要求, 引导企业加强食品安全管理。搭建行业发展平台、促进跨区域开发合作、推动行业自律, 促进行业整体提升。                                                                                                                               |
|      | 加强产业合作 促进上下游深度合作; 加大招商引资, 汇聚生产要素, 推动产业链健康发展。深化合作, 促进出口, 提升国际竞争力, 引导企业积极开拓市场。                                                                                                                                                                 |
|      | 强化人才支撑 充分发挥企业家和科技人才的作用, 引进和培养高层次人才; 鼓励产学研结合开展培训、人才培养, 建立专业的人才队伍; 创新人才评价体系, 为产业健康发展提供人力资源保障。                                                                                                                                                  |

资料来源: 安徽省经济和信息化厅官网, 民生证券研究院

## 2.4 徽酒市场竞争激烈，金种子成长空间可期

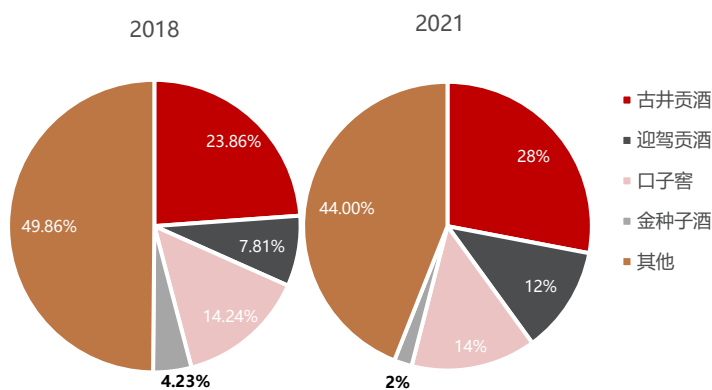
**徽酒本土品牌竞争激烈，金种子市占率被压缩。**安徽酒企众多，竞争激烈，目前安徽上市酒企共有 4 家，分别为古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒和金种子酒，被称为“徽酒四杰”。除此之外，还有高炉家酒、文王贡酒、宣酒、九华山酒等酒企。2021 年，古井贡酒营收 132.69 亿元，其中华中地区实现营收 113.11 亿元；口子窖、迎驾贡酒和金种子酒营收分别为 50.29 亿元、45.77 亿元和 12.11 亿元，安徽省内营收分别 40.77 亿元、27.33 亿元和 6.49 亿元。随着白酒市场竞争的加剧，金种子酒市场份额被不断挤压，市占率从 2018 年的 4.23% 降低到 2021 年的 2%，4 年降低了 2.23%。

图31：安徽省上市酒企地理分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图32：金种子酒省内份额被挤压**

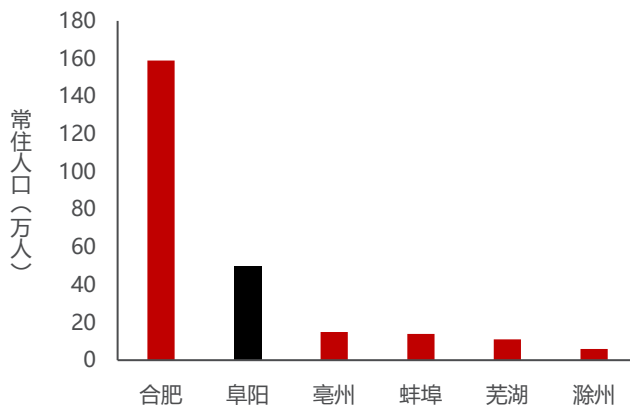


资料来源：华经产业研究院，证券市场周刊，大雪财经，民生证券研究院

**剑指 50 亿，“品牌+渠道”双能驱动实现增长。**金种子制定了《安徽金种子酒业股份有限公司“十四五”发展战略规划》，明确提出至 2025 年末实现销售收入 50 亿元，其中 2022 年之前为战略调整期、2022-2024 年为战略发展期，2024-2025 年是战略腾飞期。随着公司产品结构的重塑，“一体两翼”的品牌策略正逐步提升公司品牌力。华润入驻后，何秀侠指出“过去金种子做了太多渠道应该做的事情，应该让经销商保持积极性和享有主动权”，具体而言，是以价格的稳定性、区域的安全性、利润的保障性、费用的及时性，“以诚安商”；坚持长期主义、同发展共成长、依靠互信双赢做大规模，“以信大商”；厂商协同各司其职：公司做品牌、经销商做市场，公司利用资源赋能经营管理、市场拓展、队伍培养，授之以渔，“赋能强商”，规划未来三年将提高安徽次高端市场市占率，同时抢占光瓶酒市场。得益于安徽市场扩容及利好政策，公司有望于“十四五”末实现突破。

**阜阳为安徽人口规模最大的地级市，具备广阔白酒消费者基础。**据 2021 年安徽各市国民经济与社会发展统计公告，2021 年末常住人口中，仅 3 个城市人口规模超 500 万人。其中，合肥作为安徽省会城市，常住人口最多为 946.50 万人，阜阳为人口最多的地级市，有 817.10 万人，比第三名的宿州市多 284.60 万人。分区域来看，2012 至 2021 年 9 年间，只有 6 个城市实现常住人口正增长。除合肥外，阜阳为常住人口增加最多的地级市，增加 50 万人。此外，以 120 公里为半径又覆盖周边地缘接壤的 6 市 10 县区 1500 万人口，消费者基础稳健，消费市场潜力巨大。

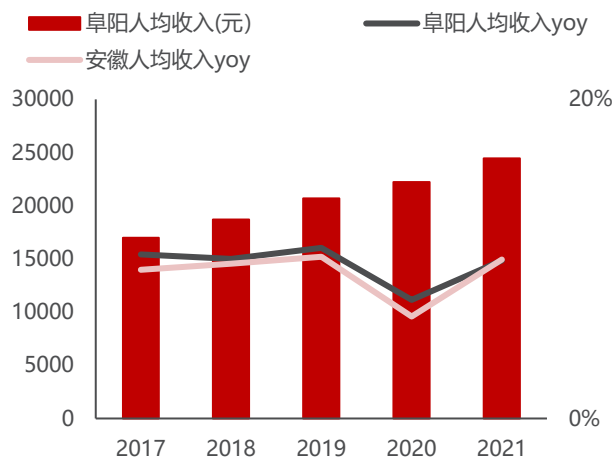
**图34：2021 年阜阳是人口增长最多的地级市（万人）**



资料来源：安徽统计局，民生证券研究院

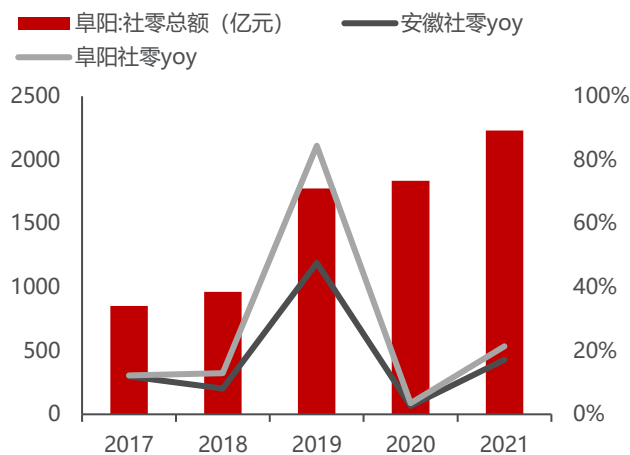
18

图35：阜阳人均收入增速接近全省平均水平



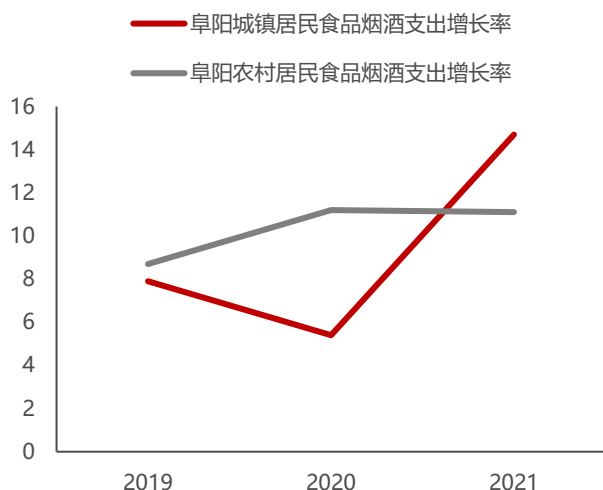
资料来源：wind，民生证券研究院

图36：阜阳社零总额稳步提升（亿元）



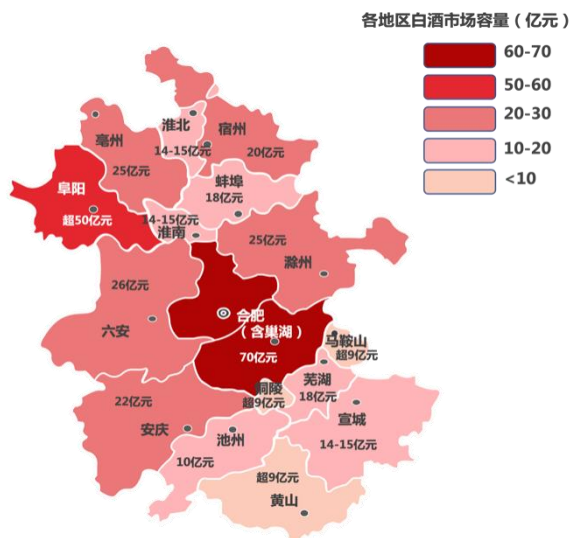
资料来源：wind，民生证券研究院

图37：阜阳食品烟酒支出保持稳定增长（%）



资料来源：阜阳市国民经济与社会发展统计公报，民生证券研究院

图38：阜阳白酒市场规模超 50 亿元



资料来源：酒食汇，民生证券研究院

**阜阳白酒市场规模超 50 亿元，居省内榜眼。**安徽省内白酒容量差距较大，合肥、阜阳属于第一梯队，其中合肥作为省会城市，白酒容量约 70 亿元；阜阳是安徽白酒容量最大的地级市，白酒市场规模超 50 亿元。第二梯队为六安、滁州、亳州、安庆和宿州，市场规模都在 20 亿元以上，其中六安、亳州分别为迎驾贡酒和古井贡酒的产地市场，市场规模较为突出，分别为 26 亿元和 25 亿元左右。其他属于第三梯队，市场规模在 20 亿元以下。阜阳作为金种子酒大本营，相较于其他酒企，金种子酒有其天然地理优势。以阜阳为起点，金种子基本盘得以保证。

**经济地位提高，白酒消费增长可持续。**2021 年，阜阳 GDP 为 3071.53 亿元，位居全省第四，同比增长 9.49%。随着阜阳经济发展的提升，城市地位逐渐晋升。

《中共中央国务院关于新时代推动中部地区高质量发展的意见》将阜阳列为安徽唯一“区域重点城市”，支持其“经济发展”和“人口集聚”。同时，中原城市群发展规划将阜阳定位为区域中心城市，淮河生态经济带发展规划将阜阳定位为淮河流域中西部区域中心城市，《安徽省国土空间规划（2021-2035年）》将阜阳定位为皖北区域中心城市，多项政策扶持阜阳高速发展。此外，《国家综合立体交通网规划纲要》更是阜阳列为京港台高铁交汇处，阜阳的交通枢纽特性进一步释放。随着经济发展、城市地位的提升，新能源企业不断入驻。比亚迪、中科海纳、皇氏集团等企业纷纷来阜投资，阜阳的经济活动频次频繁，政商务宴请及宴席场景增加，为阜阳白酒消费提供保障。

**图39：比亚迪在阜阳投资元，预计年产值百亿元**



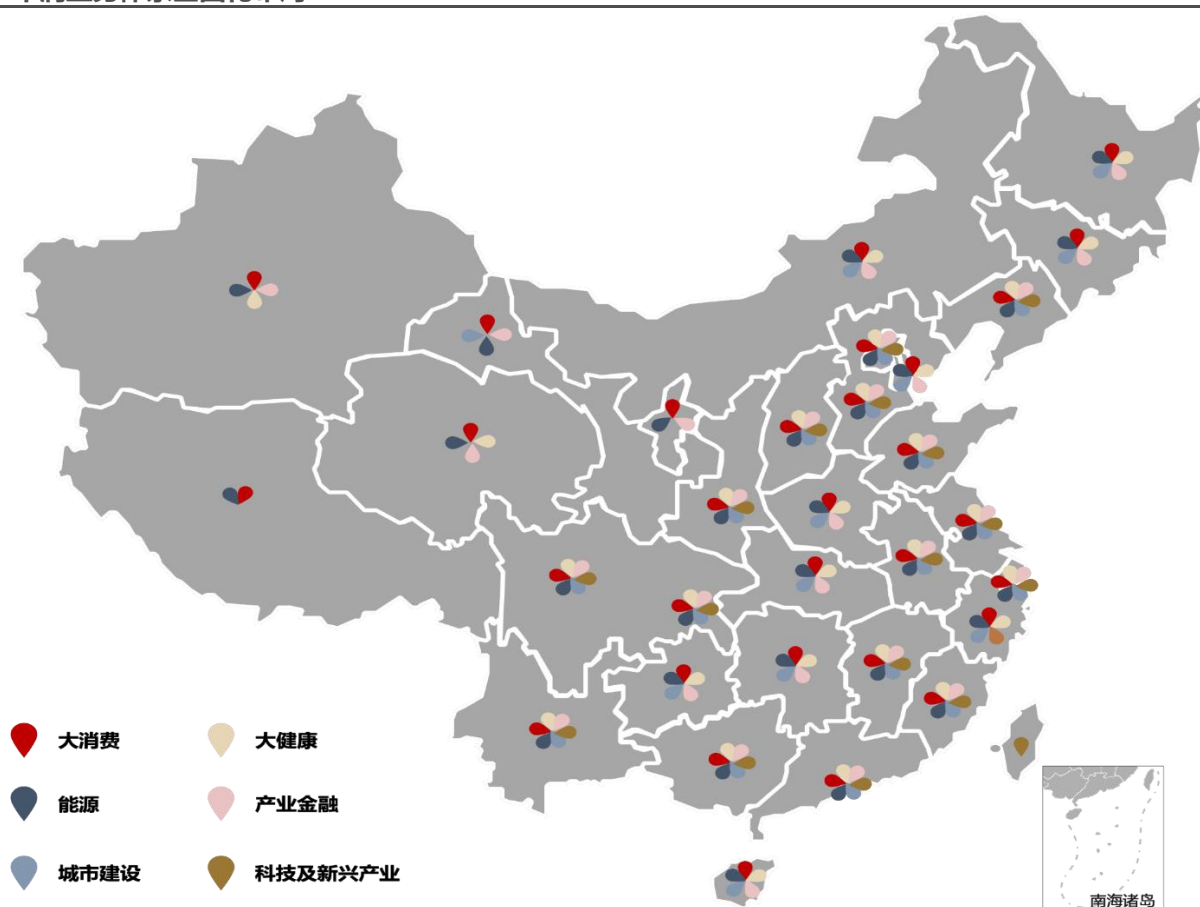
资料来源：阜阳新闻联播，民生证券研究院

### 3 华润入股，金种子迎来新篇章

#### 3.1 引入华润，渠道共享发展可期

**华润自身实力雄厚，多项业务布局全国。**华润归属国务院国资委直接监管，是国有重点骨干企业。2021 年底，华润实现营收 7692 亿元，总资产 20471 亿元。2022 年《财富》公布的全球 500 强排名中，华润位列第 70 位。目前，华润主要有六大业务领域：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，其中，华润零售、啤酒、燃气等经营规模在全国位居前列。

图40：华润业务体系全国化布局



资料来源：资产信息网，民生证券研究院

**借助大消费业务，华润具备覆盖全国的渠道经营网络。**华润官网显示，截至 2022 年 12 月，公司啤酒在国内市场市占率超 30%，下辖 65 间啤酒厂；华润万家自营门店超 3300 家，覆盖 112 个地级以上城市，注册会员数达 7000 万；华润怡宝下沉 200 多万个终端展开深耕，瓶装水销量超 1000 亿瓶；华润五丰拥有鲜肉渠道终端近 1000 多家直营店和 4000 多个分销店。借助华润规模化的渠道和丰富的消费场景，公司有望实现“十四五”规划目标。

图41：华润在大消费领域渠道强势

### 华润啤酒



连续**16年**居中国市场销量第一  
国内市占率超**30%**  
在国内经营啤酒厂**65**间  
雪花品牌是全球销量最高的单一啤酒品牌

华润啤酒旗下品牌：



### 华润万家



中国知名连锁超市  
自营门店总数超**3300**家  
覆盖**112**个地级以上城市  
注册会员数达**7000**万

华润万家旗下品牌：



### 华润怡宝



中国早期生产销售包装饮用水的企业之一  
下沉**200**万+个终端  
瓶装水销量超**1000**亿瓶

华润怡宝旗下品牌：



### 华润五丰



五丰品牌大米在全国现代渠道市场份额位列第**一**  
拥有鲜肉销售终端近**1000**多家直营店和**4000**多个分销点

华润五丰旗下品牌：

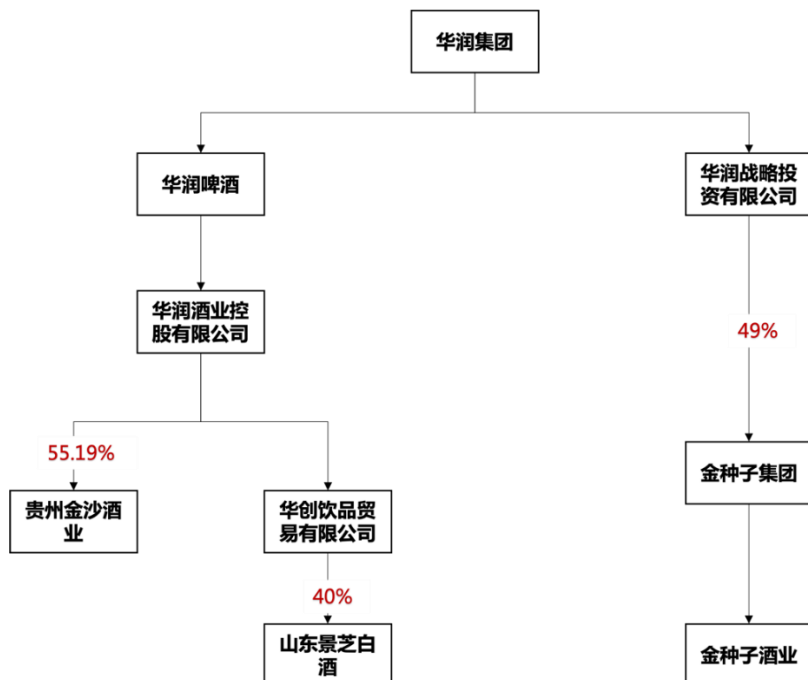


资料来源：华润官网，民生证券研究院

**布局多种香型，提升酒业整体竞争力。**目前华润已布局四大香型-清香（战投山西汾酒）、酱香（贵州金沙）、芝香（山东景芝）和馥合浓香（金种子酒业）：华润啤酒间接全资附属公司华润酒业收购贵州金沙 55.19%股权；华润酒业旗下华创饮品贸易收购山东景芝白酒 40%股权；华润集团全资附属企业华润战略投资收购金种子集团 49%股权，间接持有金种子酒股份 13.28%的股份。其中山东景芝酒业 2020 年实现营收 11.25 亿元，净利润 0.75 亿元。2022 年 7 月，华润雪花安徽区域公司与山东景芝白酒有限公司举行华润啤白模式安徽战略合作洽谈会，景芝白酒全国化将率先由安徽区域突破，依托华润管理、品牌、渠道、团队等优势，与金种子酒加快协同合作，有望实现双品牌影响力提升，进一步走向全国。

**“啤+白”双赋能，开创双赛道。**啤酒、白酒属不同赛道，淡旺季不同，但消费场景基本一致，若同时布局可以实现渠道共享，通过淡旺季双品类的运营模式，有助于减低渠道运营成本，提升渠道价值效应。同时，布局电商线上销售双赋能项目，通过华润酒业平台，形成白酒企业之间的线上互创。“啤+白模式”可以实现组织相连、人才齐用、渠道共享、终端共建、费用分投、价值厚增的独特发展之道，实现 1+1>2 的商业模式。华润未来将整合已有的白酒业务资源，透过啤酒及非啤酒共同发展的‘双赋能’模式，持续加强华润白酒板块的竞争力及品牌力。

图42：华润布局白酒领域



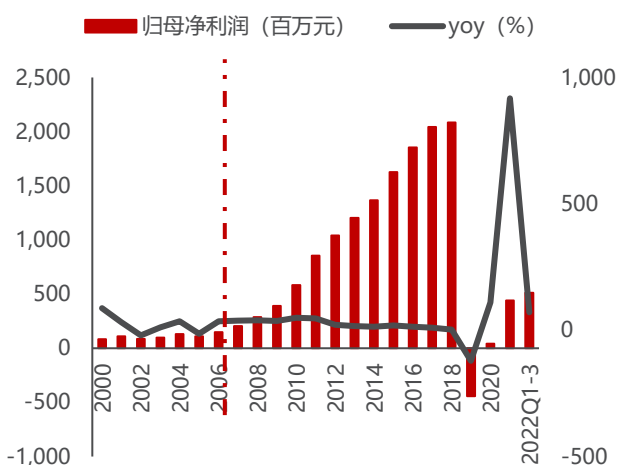
资料来源：企查查，民生证券研究院

**聚焦主业，做大酒业，百亿目标稳步推进。**从全球来看，啤酒头部企业向威士忌等烈酒发展趋势明确。华润白酒布局采用“1+N”模式，即一个全国龙头企业品牌，数家区域龙头企业品牌。各个白酒企业独立运作，通过华润酒业平台实现啤酒和白酒品牌之间的赋能协同。**华润酒业坚持“三三制”原则：第一年摸索和解决遗留问题，保持稳定增长，不追求业绩；第二年渠道开始焕发力量，促进企业业务良性发展；第三年企业发挥优势，形成自己的模式和经验，逐步做强，3-5年内实现白酒营收百亿目标。**伴随“三三制”布局原则，金种子有望在明年下半年得到明显改善。

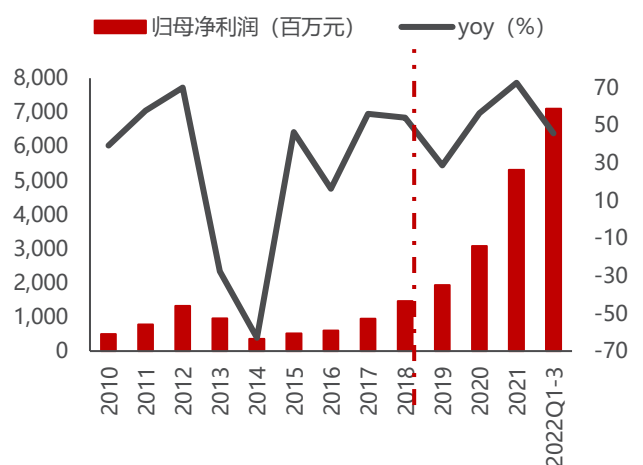
### 3.2 以史为鉴，金种子有望翻开新篇章

**渠道+管理双重赋能，成功经验可复制。**回顾历史，2006年华润收购东阿阿胶，为东阿阿胶带来了长达10余年的快速增长期；2018年华润入股山西汾酒，推动汾酒复兴加速度，华润的赋能能力可见一斑。总结来看，华润对这些企业的赋能存在一些共同点：(1) 健全股权体系，多角度进行决策建议；(2) 借鉴华润管理经验，多名华润高管参与管理经营，理顺管理体系，完善激励机制，提升管理效率。其中，侯孝海曾任山西汾酒董事长；(3) 明晰品牌定位，完善产品布局，均衡发展。以山西汾酒为例，目前有三条产品线，分别是汾酒、系列酒和配制酒，2021年分别实现营收179.20亿元、6.38亿元、12.50亿元。汾酒作为汾酒的主营业务，经营策略为：青花系列布局高端、次高端，玻汾系列作为大众酒布局全国化，以青花

和玻汾带动巴拿马和老白汾的市场布局和推广；(4) 借助华润的全国渠道，加强市场融合。东阿阿胶依靠华润的商超渠道，借助华润医药商业平台，在配送和零售电商方面赋能东阿阿胶；汾酒借助华润多家消费品公司和 3000 多家华润万家门店进行渠道开拓，并与华润雪花在全国范围内开展渠道融合，选取了华润的 9 万多家终端进行铺货。复盘可见，华润具有极其强势的渠道和管理赋能能力，借助华润优势，金种子有望再起华章。

**图43：华润接管后，东阿迎来快速成长期**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图44：华润赋能，汾酒稳定增长**


资料来源：wind，民生证券研究院

**坚定高质量增长战略，品牌+渠道双轮驱动，打造两大增长引擎。**华润入主后，将加快公司“醉三秋”、“馥合香麝系列”及“种子酒”品牌资源聚合发展，坚定打造“品牌”+“渠道”两大增长引擎。在消费升级及品牌化竞争趋势下，公司将让权渠道，保障经销商积极性及主动权，加速厂商共建：公司打造品牌，利用资源赋能经营管理、市场扩展和队伍培养；经销商专注于做强市场，分工明确。华润将其管理理念及经验赋能金种子，借助华润遍布全国的优势渠道资源助力金种子改革焕新。

**表8：金种子未来战略规划**

| 金种子增长战略 | 具体内容                                                                                                                                                              |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 品牌驱动    | 坚持“ <b>一体两翼，重在一体</b> ”的品牌战略，持之以恒的向行业输出馥合香品类稀缺，创新技艺以及超级单品的概念，最大化激发金种子产品结构升级的活力和潜力                                                                                  |
| 渠道驱动    | 旗帜鲜明的做大做强经销商：<br><b>以诚安商</b> -以价格稳定、区域安全性、利润的保障性和费用的及时性来赋能经销商<br><b>以信大商</b> -坚持长期主义、同发展共成长、依靠互信双赢做大做强<br><b>赋能强商</b> -厂商各司其职，公司做品牌，经销商做市场，公司利用资源赋能经营管理、市场拓展、队伍培养 |

资料来源：微酒，民生证券研究院

## 4 三香馥合，助力金种子“鑫”突破

### 4.1 传承与创“鑫”相结合，馥合香实现差异化竞争

**七口明代古窖池孕育浓郁醇厚酒香。**金种子拥有七口明正德年间的窖池，始于1507年，至今已有515年窖龄，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，被省政府列入重点文物保护单位。古老的窖池孕育出多种独特的发酵微生物，使得酒香愈发浓郁醇厚。

**独创馥合香，秉承创新基因。**杨红文于1992年从安徽大学生物系毕业后，进入金种子酿酒车间工作，带领公司独创了物理“恒温窖藏”工艺，并首创柔和型白酒工艺，且于上世纪80年代，成功研究出了“浓、酱、芝”三香一体的馥合香型白酒。2012年，金种子重启馥合香酒工艺升级的研发实验；2016年，公司与中国科学技术大学、安徽大学设立博士后科研工作站；2019年，由金种子酒业、江南大学、安徽省食品药品检验研究院等联合发布了《馥合香型白酒生产技术规程》、《馥合香型白酒》，这两份标准的发布实施，填补了安徽省馥合香型白酒生产技术领域的空白。在传统浓香型白酒的工艺基础上，借鉴酱香、芝麻香等香型白酒的工艺之精髓，开创了“六粮酿造、石板泥窖、三曲共酵、多香共生”的馥合香新品类白酒。

图45：传承明代古窖池



资料来源：金种子官方公众号，民生证券研究院

图46：杨红文为金种子酒总工程师



资料来源：云酒头条，新浪网，民生证券研究院

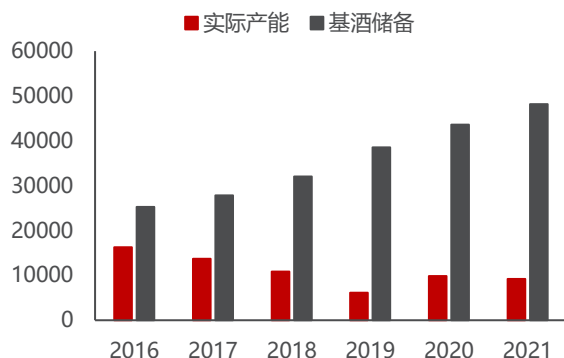
**独特风格赋予馥合香颇多赞誉。**2020年，馥合香白酒生产技术荣获“中国食品工业协会科学技术三等奖”，金种子馥合香白酒获“中国酒业年度新品”。2021年，馥合香鑫20成功斩获中国酒类新品最高奖——青酌奖，中国酒业泰斗梁邦昌更是给予了“香气馥合优雅、酒体丰盈有层次、回味更是无穷”的高度赞誉。此外，馥合香还先后荣获了“中国酒业金地标奖”、“黄淮流域典型风格产品”等八项大奖，品牌价值和差异化竞争优势日益凸显。

图47：馥合香 20 斩获青酌奖



资料来源：酒业家，民生证券研究院

图48：金种子基酒储备充足（千升）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**严格把控，馥合香品质保障。**馥合香酒的酿造从粮食精选、制曲酿造到分级摘酒贮存和包装，由 12 位工匠大师团队严格把关，30 多道工序由工作经验数十年的老师傅手工完成。原料上，金种子选用高粱、大麦、小麦、大米、糯米、豌豆作为原料，保证馥合香酒品的纯粮品质；水质上，馥合香用水取自地下 470 多米深层矿泉，水质富含多种有益酿酒微量元素；工艺上，馥合香吸纳了浓酱芝三种工艺之长，具有“芝头、浓韵、酱尾，一口三香”的独特风格和品质。

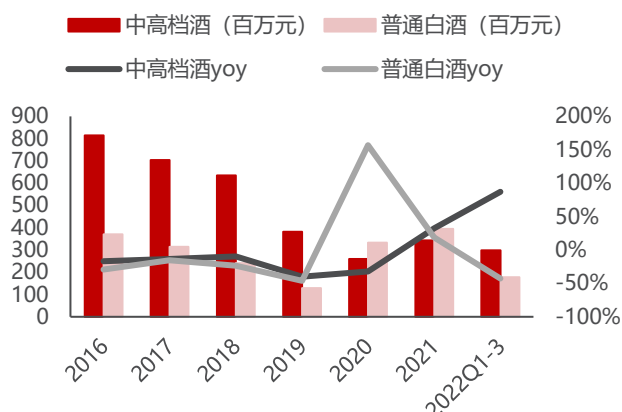
**基酒储备充足，保障馥合香白酒产能。**在产能上，公司围绕着酿造工艺及核心技术，生产线、设备设施升级变革。同时，针对馥合香、高温堆积等持续强化酿造工艺和核心技术，提升馥合香白酒的生产能力。公司基酒储备充足，2021 年超 4.82 万千升，产能基础扎实。

## 4.2 馥合香带动产品结构向中高端升级，带来“鑫”发展

**战略布局次高端，助力高质量发展。**金种子制定了《安徽金种子酒业股份有限公司“十四五”发展战略规划》，明确提出至“十四五”末实现销售收入 50 亿元。为了保障“十四五”战略规划的实施，公司于 2021 年上调馥合香 15 和鑫 20 的价格，终端价格调整为 398 元/瓶，618 元/瓶，致力于将馥合香系列产品打造为安徽次高端白酒战略大单品。

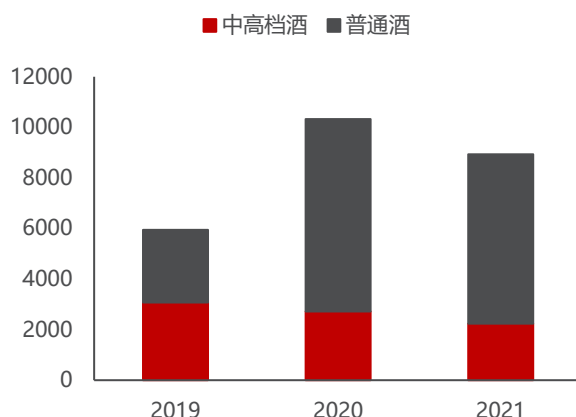
**馥合香带动品牌升级，中高端酒销量提升明显。**2021 年，公司中高档酒销售金额为 3.43 亿元，同比增长 32.34%，近年来唯一实现同比正增长；中高档酒销量 2242.11 千升，约为全年销量的 25.11%，仍有较大增长空间。受益于公司以品类带动品牌升级的策略，馥合香得到大力推广的同时，传统柔和型白酒产品也得到升级，2020 年及 2021 年普通白酒销量均超过 6000 千升，增长明显。

图49：馥合香带动公司中高档酒营收



资料来源：公司公告，民生证券研究院

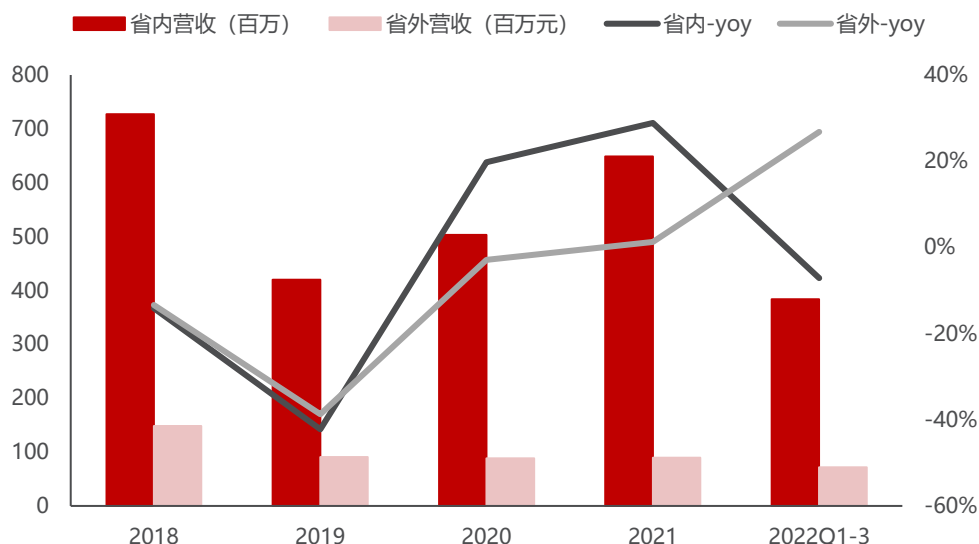
图50：馥合香带动白酒销量（千升）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**馥合香助力扭转下滑趋势，公司营收压力逐步改善。**公司在推出馥合香之前，营收不断下滑，同时省内销售占比不断下滑。推出馥合香系列后，省内、外收入均实现明显增长。2021年，金种子省内白酒收入总额6.49亿元，同比增长28.88%；省外白酒收入89.49百万元，同比增长1.28%，馥合香拉动公司总体向好发展。

图51：馥合香拉动省内、省外酒类营收正增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4.3 馥合香为品牌文化赋能，出彩“鑫”营销

**营销效果突出，带动整体销售氛围。**馥合香系列产品上市以来，公司陆续开展了近百场的馥香盛宴，通过现场品鉴活动打通与消费者之间的阻碍，收获了消费者的一致好评，极大提升了品牌影响力。此外，公司还开展了金种子手酿开窖节、“金种子·馥合香”徽商奥斯卡全球年度盛典、金种子·馥合香中式集体婚礼等活动，一

系列活动的开展带动了公司的销售氛围。

**馥合香抓住内容赋能机遇，新营销强化品牌价值。**2022 年冬奥会期间正值春节，金种子抓住机遇，借助冰雪营销为金种子馥合香打造冰雪运动符号。金种子馥合香独家冠名芒果 TV《跟着冠军去滑雪》综艺节目；同时金种子在微博发起“新年跟着冠军去滑雪”话题，阅读量近千万；春节期间，金种子官方公众号上线“跟着冠军去滑雪”小游戏，公司的精准营销大大激发了消费者的购买欲，有效推进了全产品的销售，促进品牌形象的提升和传播，品牌价值不断强化。

**图52：金种子举办多场馥合盛宴，传达公司新内涵**



资料来源：酒食汇，民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 5.1.1 收入预测

(1) **中高档酒**：近年来公司紧抓消费升级趋势，重塑产品结构，大力培育馥合香系列次高端战略大单品，馥合香系列因其差异化香型逐步获得市场认可。此外，公司正加快醉三秋的推广及柔和系列的价位升级，醉三秋和柔和系列有着强大的根基和消费者基础，预计该系列也将有力巩固公司品牌。随着公司战略实施，内部管理理顺，叠加华润的渠道和管理赋能，产品销售渠道有望增加，“一体两翼，重在一体”战略下公司核心产品系列将聚焦以金种子、金种子馥合香、醉三秋 1507 为代表的中高档酒，有望实现量价齐升，考虑 2022 年疫情及市场环境影响及明年，**预计 22/23/24 年，公司中高档酒销量增速分别为 3.12%/33.68%/54.37%，吨价增速分别为 29.55%/28.19%/3.73%，对应收入分别为 4.58/7.85/12.56 亿元，收入同比增速分别为 33.59%/71.36%/60.13%；**

(2) **普通白酒**：伴随省内消费升级，及白酒行业竞争激烈，华润入主后公司正逐步淘汰规模小、利润低、成长性弱的产品。随公司战略明晰，祥和系列、种子酒系列、颍州佳酿等普通白酒 SKU 将被削减，销量将逐步降低，同时低价位产品成本伴随包材、大众品等原材料价格上升，产品吨价将不断提高。**预计 22/23/24 年，公司普通白酒的销量增速分别为 -8.36%/-6.42%/-3.37%，吨价增速分别为 15.65%/34.93%/43.26%，对应收入分别为 4.19/5.29/7.32 亿元，收入同比增速分别为 5.98%/26.27%/38.43%；**

(3) **药品**：药业非公司主营业务，但基于历年表现，预计仍会保持稳定增长。**预计 22/23/24 年药业收入分别为 4.85/5.28/6.00 亿元，收入同比增速分别为 6%/9%/14%；**

综上，公司 22/23/24 年对应营收分别为 13.62/18.42/25.89 亿元，收入同比增速分别为 12%/35%/41%。

#### 5.1.2 毛利率预测

基于公司产品体系不断梳理，大量低价位、低毛利 SKU 将被削减，产品结构有望持续提升；华润入主后，公司正在加快降本增效，高毛利产品有望保留，我们判断未来整体节奏将先恢复至 19 年之前的水平，再维持稳定状态。我们预计毛利率分别为：

(1) **中高档酒**：22/23/24 年毛利率分别为 62%/66%/67%；

(2) **普通白酒**：22/23/24 年毛利率分别为 35%/47%/60%；

(3) **药品**：22/23/24 年毛利率分别为 9%/12%/17%；

综上，预计公司 22/23/24 年综合毛利率分别为 34%/45%/54%。

表9：收入、成本拆分及盈利预测

|      |            | 2019     | 2020     | 2021     | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------|------------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 中高档酒 | 营收 (百万元)   | 381.72   | 258.95   | 342.70   | 457.83  | 784.53  | 1256.30 |
|      | YOY (%)    | -39.91%  | -32.16%  | 32.34%   | 33.59%  | 71.36%  | 60.13%  |
|      | 销量 (吨)     | 3,075.41 | 2,712.11 | 2,242.11 | 2312.06 | 3090.77 | 4771.22 |
|      | YOY (%)    | -41.06%  | -11.81%  | -17.33%  | 3.12%   | 33.68%  | 54.37%  |
|      | 吨酒价 (千元/吨) | 124.12   | 95.48    | 152.85   | 198.02  | 253.83  | 263.31  |
|      | YOY (%)    | 1.95%    | -23.07%  | 60.08%   | 29.55%  | 28.19%  | 3.73%   |
|      | 成本 (百万元)   | 137.72   | 121.25   | 165.18   | 175.66  | 265.56  | 417.51  |
|      | YOY (%)    | -35.55%  | -11.96%  | 36.23%   | 6.34%   | 51.18%  | 57.22%  |
|      | 吨成本 (千元/吨) | 44.78    | 44.71    | 73.67    | 75.97   | 85.92   | 87.51   |
|      | YOY (%)    | 9.35%    | -0.16%   | 64.79%   | 3.12%   | 13.09%  | 1.85%   |
|      | 毛利率        | 63.92%   | 53.18%   | 51.80%   | 61.63%  | 66.15%  | 66.77%  |
| 普通白酒 | 营收 (百万元)   | 129.52   | 332.70   | 395.41   | 419.06  | 529.14  | 732.49  |
|      | YOY (%)    | -46.14%  | 156.87%  | 18.85%   | 5.98%   | 26.27%  | 38.43%  |
|      | 销量 (吨)     | 2,873.45 | 7,612.07 | 6,685.64 | 6126.72 | 5733.39 | 5540.17 |
|      | YOY (%)    | -45.71%  | 164.91%  | -12.17%  | -8.36%  | -6.42%  | -3.37%  |
|      | 吨酒价 (千元/吨) | 45.08    | 43.71    | 59.14    | 68.40   | 92.29   | 132.21  |
|      | YOY (%)    | -0.79%   | -3.04%   | 35.32%   | 15.65%  | 34.93%  | 43.26%  |
|      | 成本 (百万元)   | 80.609   | 221.811  | 262.515  | 273.65  | 280.82  | 289.44  |
|      | YOY (%)    | -35.07%  | 175.17%  | 18.35%   | 4.24%   | 2.62%   | 3.07%   |
|      | 吨成本 (千元/吨) | 28.05    | 29.14    | 39.27    | 44.66   | 48.98   | 52.24   |
|      | YOY (%)    | 19.59%   | 3.87%    | 34.75%   | 13.75%  | 9.66%   | 6.66%   |
|      | 毛利率        | 37.76%   | 33.33%   | 33.61%   | 34.70%  | 46.93%  | 60.49%  |
| 药品   | 营收 (百万元)   | 389.67   | 431.78   | 458.24   | 484.91  | 528.02  | 600.04  |
|      | YOY (%)    | 17.77%   | 10.81%   | 6.13%    | 5.82%   | 8.89%   | 13.64%  |
|      | 成本 (百万元)   | 345.26   | 401.76   | 426.45   | 443.34  | 466.39  | 495.63  |
|      | YOY (%)    | 17.48%   | 16.36%   | 6.15%    | 3.96%   | 5.20%   | 6.27%   |
|      | 毛利率        | 11.40%   | 6.95%    | 6.94%    | 8.57%   | 11.67%  | 17.40%  |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

### 5.1.3 费用率假设

(1) **销售费用率**：公司持续投入资源用于品牌建设，伴随华润渠道的接入，预计 22-24 年销售费用率将有所下降，其中，考虑到 2022 年公司处于理顺内部管理时期，费用率下降不明显，23-24 年间费用率则稳定在 20%左右。

(2) **管理费用率**：随着“华润系”高管的入驻，公司将进一步深化改革管理制度，内部管理效率有望得到提升，预计 22-24 年管理费用率将有所下降，稳定在 9%左右。

(3) **研发费用率**：公司素来重视研发投入，且研发投入基本稳定，预计 22-

24 年研发费用率稳定在 2%左右。

**表10：费用率假设**

| 项目（百万元）   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用      | 312.34 | 270.18 | 273.42 | 292.79 | 368.34 | 512.59 |
| 销售费用/营业收入 | 34.2%  | 26.0%  | 22.6%  | 21.5%  | 20.0%  | 19.8%  |
| 管理费用      | 101.19 | 107.53 | 113.84 | 122.56 | 165.75 | 232.99 |
| 管理费用/营业收入 | 11.1%  | 10.4%  | 9.4%   | 9.0%   | 9.0%   | 9.0%   |
| 研发费用      | 17.19  | 8.92   | 30.46  | 27.24  | 33.15  | 41.42  |
| 研发费用/营业收入 | 1.9%   | 0.9%   | 2.5%   | 2.0%   | 1.8%   | 1.6%   |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

我们选取同样受益于区域经济发展的苏酒今世缘、徽酒迎驾贡酒、口子窖以及复星入主赋能的次高端白酒舍得酒业，以 2022 年 12 月 21 日收盘价计算，同行业四家公司 22-24 年平均 PE 值为 26、21、17。考虑到公司目前业绩仍为负数，且引入华润战投后正处于战略转型的高速成长阶段，借助华润丰富的经营管理经验及优质啤酒渠道资源，依托“啤+白”双赋能，深耕安徽本土市场，承接人口回流及市场扩容红利，同时凭借华润全国强势渠道，有望加速全国化布局，估值仍处于合理区间。

**表11：可比公司 PE 数据对比**

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       | 2022-2024 | PEG   |
|-----------|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-----------|-------|
|           |      |            | 2022E   | 2023E | 2024E | 2022E  | 2023E | 2024E | CAGR      | 2023E |
| 603369.SH | 今世缘  | 48.71      | 1.98    | 2.45  | 3.01  | 25     | 20    | 16    | 23.29%    | 0.85  |
| 603198.SH | 迎驾贡酒 | 59.03      | 2.19    | 2.72  | 3.30  | 27     | 22    | 18    | 22.75%    | 0.96  |
| 603589.SH | 口子窖  | 58.80      | 3.00    | 3.46  | 4.00  | 20     | 17    | 15    | 15.41%    | 1.10  |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 157.70     | 4.67    | 5.98  | 7.82  | 34     | 26    | 20    | 29.35%    | 0.90  |
| 平均        |      |            |         |       |       | 26     | 21    | 17    | 22.70%    | 0.95  |
| 600199.SH | 金种子酒 | 25.98      | -0.11   | 0.16  | 0.52  | -      | 160   | 50    | 225.00%   | 0.72  |

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：（1）可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 12 月 21 日；（2）由于我们预测公司 2022 年仍为亏损状态，2022-2024CAGR 无法得出，故使用 2023 年-2024 年同比增长率来替代。

## 5.3 投资建议

“啤+白”模式下，公司借助华润的管理和渠道资源有望在省内竞争中逐步收复失地，也将加速走向全国，同时也需要清晰认知到目前存在的短板，初期“高举高打”自下而上渠道驱动汇量增长是可预期的，未来需要关注公司能否以“馥合香”为抓手淬炼一支聚焦消费者的营销团队，在 200+价位最终实现省内柔和认知升级、品牌突围。我们预计公司 22-24 年营收分别为 13.62/18.42/25.89 亿元，同比

+12.4%/35.2%/40.6%；预计公司 22-24 年 EPS 分别为-0.11/0.16/0.52 元/股。

首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 安徽白酒市场竞争加剧风险。**安徽白酒市场竞争激烈，消费者对品牌有着高要求。若竞争进一步加剧，可能会对公司造成不利影响。

**2) 内部管理调整不达预期。**金种子酒目前正处于理顺内部管理阶段，若华润战略中心转移至其他酒企，金种子改革步伐可能放缓，改革效果或不彻底。

**3) 渠道铺设速度与力度不及预期。**金种子酒正大力开拓渠道，吸纳更多渠道。若渠道开拓进展不及预期，或接入华润渠道不畅，可能对公司营收造成阻力。

**4) 馥合香产品培育进展缓慢。**馥合香系列仍在培育阶段，如培育不达预期，可能会对金种子战略布局和品牌势能产生不利影响。

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 1211  | 1362  | 1842  | 2589  |
| 营业成本      | 862   | 893   | 1013  | 1203  |
| 营业税金及附加   | 137   | 150   | 203   | 290   |
| 销售费用      | 273   | 293   | 368   | 513   |
| 管理费用      | 114   | 123   | 166   | 233   |
| 研发费用      | 30    | 27    | 33    | 41    |
| EBIT      | -201  | -100  | 92    | 358   |
| 财务费用      | -23   | -23   | -25   | -26   |
| 资产减值损失    | -7    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 10    | 8     | 9     | 18    |
| 营业利润      | -168  | -68   | 126   | 403   |
| 营业外收支     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | -163  | -68   | 126   | 403   |
| 所得税       | 2     | 2     | 19    | 60    |
| 净利润       | -165  | -71   | 107   | 342   |
| 归属于母公司净利润 | -166  | -71   | 107   | 340   |
| EBITDA    | -152  | -48   | 151   | 424   |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 888   | 871   | 953   | 1220  |
| 应收账款及票据     | 143   | 112   | 161   | 220   |
| 预付款项        | 26    | 27    | 25    | 36    |
| 存货          | 1342  | 1286  | 1360  | 1549  |
| 其他流动资产      | 219   | 203   | 236   | 284   |
| 流动资产合计      | 2617  | 2500  | 2735  | 3308  |
| 长期股权投资      | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 固定资产        | 640   | 678   | 713   | 749   |
| 无形资产        | 262   | 261   | 260   | 259   |
| 非流动资产合计     | 1248  | 1245  | 1239  | 1232  |
| 资产合计        | 3866  | 3745  | 3974  | 4540  |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 652   | 555   | 605   | 702   |
| 其他流动负债      | 299   | 323   | 395   | 522   |
| 流动负债合计      | 952   | 878   | 1000  | 1224  |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 170   | 192   | 192   | 192   |
| 非流动负债合计     | 170   | 192   | 192   | 192   |
| 负债合计        | 1122  | 1070  | 1192  | 1416  |
| 股本          | 658   | 658   | 658   | 658   |
| 少数股东权益      | 9     | 9     | 9     | 12    |
| 股东权益合计      | 2744  | 2675  | 2782  | 3124  |
| 负债和股东权益合计   | 3866  | 3745  | 3974  | 4540  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2021A   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |         |         |        |        |
| 营业收入增长率         | 16.70   | 12.43   | 35.24  | 40.57  |
| EBIT 增长率        | -0.65   | 50.18   | 192.18 | 288.60 |
| 净利润增长率          | -339.76 | 57.28   | 250.20 | 218.50 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |         |         |        |        |
| 毛利率             | 28.80   | 34.45   | 45.01  | 53.55  |
| 净利率             | -13.74  | -5.22   | 5.80   | 13.14  |
| 总资产收益率 ROA      | -4.30   | -1.90   | 2.69   | 7.49   |
| 净资产收益率 ROE      | -6.08   | -2.67   | 3.85   | 10.93  |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |        |        |
| 流动比率            | 2.75    | 2.85    | 2.74   | 2.70   |
| 速动比率            | 1.28    | 1.34    | 1.34   | 1.40   |
| 现金比率            | 0.93    | 0.99    | 0.95   | 1.00   |
| 资产负债率 (%)       | 29.02   | 28.58   | 29.99  | 31.19  |
| <b>经营效率</b>     |         |         |        |        |
| 应收账款周转天数        | 43.23   | 30.00   | 32.00  | 31.00  |
| 存货周转天数          | 567.89  | 526.00  | 490.00 | 470.00 |
| 总资产周转率          | 0.31    | 0.36    | 0.48   | 0.61   |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |        |        |
| 每股收益            | -0.25   | -0.11   | 0.16   | 0.52   |
| 每股净资产           | 4.16    | 4.05    | 4.21   | 4.73   |
| 每股经营现金流         | -0.69   | 0.00    | 0.19   | 0.47   |
| 每股股利            | 0.00    | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| <b>估值分析</b>     |         |         |        |        |
| PE              | -       | -       | 160    | 50     |
| PB              | 6.2     | 6.4     | 6.2    | 5.5    |
| EV/EBITDA       | -106.34 | -340.90 | 106.74 | 37.41  |
| 股息收益率 (%)       | 0.00    | 0.00    | 0.00   | 0.00   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | -165  | -71   | 107   | 342   |
| 折旧和摊销       | 49    | 53    | 59    | 66    |
| 营运资金变动      | -318  | 28    | -32   | -83   |
| 经营活动现金流     | -456  | 3     | 125   | 307   |
| 资本开支        | -63   | -49   | -53   | -59   |
| 投资          | 361   | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | 330   | -42   | -43   | -41   |
| 股权募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -25   | 24    | 0     | 0     |
| 现金净流量       | -151  | -16   | 82    | 267   |

## 插图目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 金种子发展历程.....                    | 3  |
| 图 2: 阜阳出土商周时期酒器——龙虎尊.....            | 4  |
| 图 3: “醉三秋”的由来.....                   | 4  |
| 图 4: 2021 年安徽省粮食产量全国排名第四 (万吨).....   | 4  |
| 图 5: 阜阳小麦量多质好.....                   | 4  |
| 图 6: 金种子历年营收 (百万元) 及增速.....          | 5  |
| 图 7: 馥合香拉动公司酒业营收增长.....              | 6  |
| 图 8: 馥合香提振白酒吨价 (万元/吨).....           | 6  |
| 图 9: 华润收购金种子集团 49% 的股份.....          | 8  |
| 图 10: 金种子酒营收及归母净利润情况.....            | 9  |
| 图 11: 公司管理研发费用不断增加.....              | 9  |
| 图 12: 金种子酒利润率下降趋势放缓.....             | 9  |
| 图 13: 公司酒类利润率.....                   | 9  |
| 图 14: 公司销售费用水平.....                  | 10 |
| 图 15: 2020-2021 年间, 广告&促销费用突出.....   | 10 |
| 图 16: 2021 年金种子仍以安徽省内销售为主.....       | 10 |
| 图 17: 金种子经销商减少趋势逆转 (个).....          | 10 |
| 图 18: 安徽省经济增速领先全国 (亿元、%).....        | 11 |
| 图 19: 安徽人均可支配收入及增速.....              | 11 |
| 图 20: 安徽省食品烟酒支出增长可观.....             | 11 |
| 图 21: 安徽省社零总额变化情况 (亿元).....          | 11 |
| 图 22: 安徽人均消费支出总体呈上升趋势 (元).....       | 12 |
| 图 23: 安徽人口规模不断扩大 (万人).....           | 14 |
| 图 24: 安徽劳动年龄人口占比保持稳定.....            | 14 |
| 图 25: 2021 年五省饮酒力超过 5 两.....         | 14 |
| 图 26: 2021 年安徽饮酒频率位居全国 TOP10.....    | 14 |
| 图 27: 安徽白酒市场增长迅速.....                | 15 |
| 图 28: 2021 年安徽白酒市场份额.....            | 15 |
| 图 29: 2020 年规上酒企营收占规上食企营收 7.76%..... | 16 |
| 图 30: 2020 年白酒产业是安徽食品工业的支柱之一.....    | 16 |
| 图 31: 安徽省上市酒企地理分布.....               | 17 |
| 图 32: 金种子酒省内份额被挤压.....               | 17 |
| 图 33: 2021 年阜阳是安徽省人口最多的地级市 (万人)..... | 18 |
| 图 34: 2021 年阜阳是人口增长最多的地级市 (万人).....  | 18 |
| 图 35: 阜阳人均收入增速接近全省平均水平.....          | 19 |
| 图 36: 阜阳社零总额稳步提升 (亿元).....           | 19 |
| 图 37: 阜阳食品烟酒支出保持稳定增长 (%).....        | 19 |
| 图 38: 阜阳白酒市场规模超 50 亿元.....           | 19 |
| 图 39: 比亚迪在阜阳投资元, 预计年产值百亿元.....       | 20 |
| 图 40: 华润业务体系全国化布局.....               | 21 |
| 图 41: 华润在大消费领域渠道强势.....              | 22 |
| 图 42: 华润布局白酒领域.....                  | 23 |
| 图 43: 华润接管后, 东阿迎来快速成长期.....          | 24 |
| 图 44: 华润赋能, 汾酒稳定增长.....              | 24 |
| 图 45: 传承明代古窖池.....                   | 25 |
| 图 46: 杨红文为金种子酒总工程师.....              | 25 |
| 图 47: 馥合香 20 斩获青酌奖.....              | 26 |
| 图 48: 金种子基酒储备充足 (千升).....            | 26 |
| 图 49: 馥合香带动公司中高档酒营收.....             | 27 |
| 图 50: 馥合香带动白酒销量 (千升).....            | 27 |
| 图 51: 馥合香拉动省内、省外酒类营收正增长.....         | 27 |
| 图 52: 金种子举办多场馥合盛宴, 传达公司新内涵.....      | 28 |

## 表格目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 .....                       | 1  |
| 表 1: 金种子白酒产品矩阵 .....                  | 7  |
| 表 2: 华润系高管进驻金种子 .....                 | 8  |
| 表 3: 安徽白酒价格带变迁 .....                  | 12 |
| 表 4: 安徽省内次高端酒市场具备成长潜力 .....           | 13 |
| 表 5: 安徽省光瓶酒市场格局 .....                 | 13 |
| 表 6: 2016&2020 年中国白酒产量及占比前 10 .....   | 15 |
| 表 7: 《安徽“十四五”食品工业发展规划》将白酒产业放在首位 ..... | 16 |
| 表 8: 金种子未来战略规划 .....                  | 24 |
| 表 9: 收入、成本拆分及盈利预测 .....               | 30 |
| 表 10: 费用率假设 .....                     | 31 |
| 表 11: 可比公司 PE 数据对比 .....              | 31 |
| 公司财务报表数据预测汇总 .....                    | 34 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026