

金种子酒（600199.SH）

改革谱新篇，复苏正当时

无评级

核心观点

金种子酒：安徽区域名酒品牌，华润入驻开启改革新篇章。金种子酒 2005 年推出柔和种子酒，并于 2012 年实现白酒营收破 20 亿，但 2016 年起错失省内消费升级红利。2020 年，公司进入“改革元年”，相继推出醉三秋、馥合香等高线产品，试水 300 元价位段。2016-2021 年，公司营收从 14.36 亿元下滑至 12.11 亿元，归母净利润从 0.17 亿元下滑至-1.66 亿元。2022 年，华润战投入驻金种子酒，由内而外开启全面改革，预计未来公司有望在华润赋能下重新进入高增轨道。

光瓶酒市场：高线光瓶是发展主赛道，“啤白融合”打开公司增长空间。安徽光瓶酒市场规模约 60-80 亿元，份额较为分散，主要以区域酒企、玻汾等全国性光瓶酒企为主，公司是安徽四大名酒之一，古井等竞品更多聚焦百元以上价位，因此公司有望收割三四线小酒企份额。在白酒新国标+消费升级+品牌集中+渠道利润诉求等带动下，未来高线光瓶或是发展主赛道。华润系入驻后，公司光瓶酒业务有望享受华润渠道赋能和招商扩点增长机遇。

三大改革：内部治理优化，馥合香进攻次高端价位，省内打造“116N”布局。2022 年华润系入驻后，金种子酒在三大维度出现边际改善：1）治理改善，华润重新梳理管理流程、重塑组织架构、优化内部晋升及薪酬机制等。2）结构升级，公司在 300 元价位主推差异化香型“馥合香”，重启次高端征程。3）区域扩张，公司在省内制定“116N”区域布局，目标打造阜阳 20 亿大基地市场，未来或在华润赋能下实现省外扩张。

如何看待短中长期的“种子复苏”？短期看，在华润入驻后治理改善下，公司或在 50 元高线光瓶推出新品，重塑渠道价格体系。预计公司 2023 年在省内或享受招商扩点的增长。中期看，光瓶酒是“啤白融合”的主要抓手，解决好生存问题。柔和系列+年份系列是基本盘，后续或通过主推柔和大师等稳住基本盘。馥合香+醉三秋是进攻盘，后续公司或加大合肥高地市场的营销力度。长期看，在公司十四五规划指引下，白酒业务在省内消费升级趋势下有望实现 40 亿左右规模，进而实现金种子酒品牌复兴。

金种子酒重启次高端战略，华润赋能开启新篇章，首次覆盖，暂不给予评级。我们预计公司 2022-2024 年实现营收 11.97/16.79/22.62 亿元，实现归母净利润-1.80/0.05/1.65 亿元，对应 EPS -0.27/0.01/0.25 元。考虑到公司处于基本面改善的前期，短期业绩波动较大以及改革的不确定性，首次覆盖，暂不给予评级。

风险提示：白酒竞争加剧；改革不及预期；馥合香推广不及预期；疫情反复。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,038	1,211	1,197	1,679	2,262
(+/-%)	13.5%	16.7%	-1.2%	40.3%	34.8%
净利润(百万元)	69	-166	-180	5	165
(+/-%)	-133.9%	-339.8%	-8.1%	扭亏	3494.6%
每股收益(元)	0.11	-0.25	-0.27	0.01	0.25
EBIT Margin	-21.0%	-17.0%	-19.3%	-1.5%	7.6%
净资产收益率(ROE)	2.4%	-6.1%	-7.0%	0.2%	6.2%
市盈率(PE)	269.6	-112.5	-104.0	4078.9	113.5
EV/EBITDA	-113.8	-126.4	-131.0	331.6	78.3
市净率(PB)	6.47	6.84	7.32	7.31	7.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青

联系人：李文华

0755-22940855

021-60375461

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn

S0980520110001

基础数据

投资评级	无评级
合理估值	25.33 - 28.95 元
收盘价	28.45 元
总市值/流通市值	18714/18714 百万元
52 周最高价/最低价	32.87/19.65 元
近 3 个月日均成交额	527.21 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

金种子酒：安徽四大名酒之一，华润赋能开启新篇章	5
历史沿革：步入“馥合香”时代，华润赋能开启新篇章	5
股权结构：华润入股开启国企改革，理顺内部组织或是主旋律	6
财务分析：产品结构相对老化是业绩承压的主因	8
产能梳理：馥合香品类开创者，继续加码优质基酒产能	11
产品结构：打造“柔和+馥合”两大系列，战略定位次高端价位	11
品牌定位：安徽四大名酒之一，试水次高端价位段	14
光瓶酒市场：试水“啤白融合”新模式，高线光瓶成为主赛道	17
安徽市场：光瓶酒市场约 60-80 亿，竞争格局相对分散	17
发展趋势：新国标实施下，高线光瓶酒迎来发展新机遇	18
华润赋能：开创啤白融合新模式，种子酒或抢占三四线品牌份额	20
三大改革：治理改善谱新篇，结构升级绘蓝图	22
内部治理：聚焦白酒主业发展，华润强化管理赋能	22
结构升级：柔和系列稳定基本盘，馥合香进攻次高端价位	24
区域扩张：打造省内“116N”区域布局，省外积极开拓周边市场	26
盈利预测：华润入驻治理改善，馥合香重启次高端	28
假设前提：华润系入驻优化内部治理，馥合香打开成长空间	28
盈利预测结果：预计未来三年有望维持 23%左右复合增速	29
估值分析与投资建议：治理改善驱动下的困境反转标的	30
相对估值：25.33-28.95 元	30
投资建议：华润入驻打开泛全国化扩张空间	32
风险提示	33
财务预测与估值	34

图表目录

图 1: 金种子酒营收发展梳理	6
图 2: 金种子酒历史沿革梳理	6
图 3: 金种子酒股权结构图	7
图 4: 金种子酒营业总收入	8
图 5: 金种子酒归母净利润	8
图 6: 金种子酒毛利率&净利率	8
图 7: 金种子酒销售费用率&管理费用率	8
图 8: 金种子酒白酒业务营收情况 (亿元)	9
图 9: 金种子酒白酒业务营收占比 (%)	9
图 10: 金种子酒白酒业务销量 (千升)	9
图 11: 金种子酒白酒业务吨价 (万元/千升)	9
图 12: 金种子酒中高档白酒营收占比持续下滑 (%)	9
图 13: 金种子酒中高档/普通白酒吨价 (万元/千升)	9
图 14: 金种子酒产品体系	11
图 15: 金种子酒产品矩阵 (元/瓶)	12
图 16: 金种子馥合香在各地开展“馥香盛宴”	14
图 17: 金种子馥合香在各地开设“馥香馆”	14
图 18: 金种子酒提出“四大聚焦”	16
图 19: 金种子酒“十四五”发展战略规划	16
图 20: 山西汾酒推出献礼版玻汾	17
图 21: 一担粮等新品牌进入光瓶酒市场	17
图 22: 未来安徽市场光瓶酒四大发展趋势	18
图 23: 华润啤酒在全国拥有优势的渠道资源	20
图 24: 华润或通过全国的优势渠道资源赋能金种子酒	20
图 25: 2021 年安徽省内名义 GDP 增速达 11.1%	20
图 26: 安徽省内存在众多三四线白酒品牌	20
图 27: 华润系管理层全面进驻金种子酒	22
图 28: 金种子酒“123”发展新目标	23
图 29: 金种子酒市场管理新理念	23
图 30: 金种子馥合香是“六粮酿造, 一步成香”	24
图 31: 在营销策略上, 金种子馥合香围绕“四个聚焦”策略	24
图 32: 公司推出种子酒·柔和大师系列优化产品结构	25
图 33: 2023 年 2 月, 金种子酒推出高线光瓶“头号种子”	26
图 34: “头号种子”主打年轻品牌调性	26
图 35: 2021 年安徽各地市常住人口 (万人)	26
图 36: 金种子酒“116N”四级市场发展规划	26
图 37: 金种子酒可比公司估值表 (截至 2023 年 03 月 08 日)	30

表1：金种子酒管理层背景	7
表2：金种子酒历年扩产计划梳理	11
表3：金种子酒产品迭代历史梳理	12
表4：金种子酒历史提价梳理	13
表5：安徽省内光瓶酒赛道五大阵营	17
表6：固态发酵和液态发酵的工艺差别	19
表7：金种子酒经营业务变更梳理历程	22
表8：金种子酒费用率预测假设条件	29
表9：金种子酒主营业务拆分及预测	29
表10：金种子酒 2025 年净利润敏感性分析	31
表11：金种子酒 2025 年目标市值敏感性分析（截至 2023 年 03 月 08 日）	31

金种子酒：安徽四大名酒之一，华润赋能开启新篇章

历史沿革：步入“馥合香”时代，华润赋能开启新篇章

1998-2004 年：创业到创牌阶段，安徽第二家酒业上市企业。金种子酒前身是阜阳县酒厂，1991 年阜阳县酒厂开始扩建规模，生产的“醉三秋”品牌三次蝉联“安徽名酒”称号。1993 年，公司在行业率先开始进行人事、用工、分配等三项制度改革，后续产销和利润指标连年翻番，并于 1998 年成功上市，成为全国第八家、安徽第二家酒业上市企业。公司在上市前期，主营业务以白酒业、黄牛业、啤酒业、高新业为主，后续公司开始逐渐聚焦白酒主业发展。2003-2004 年，由于经营及财务等原因，公司业绩连续两年亏损面临被 ST 风险。由于公司经营过度多元化，主营业务不突出，因此经营结构调整势在必行。

2005-2012 年：开创柔和型白酒，开启实施全国化、高端化。2005 年，公司持续优化产品结构，全力做强白酒主业。在产品端，公司首创柔和种子酒，在以香型为主导的白酒市场掀起了“柔和风暴”。2006 年，公司更名为“金种子酒业”，同年柔和种子酒在皖南七个地市同价位销量第一，醉三秋在阜阳处于垄断地位。2009 年，公司确立未来 5-10 年“聚焦资源，做强白酒主业”的发展战略，并于 2010 年全部退出房地产业务。在产品上，公司推出徽蕴金种子高端系列产品，并于 2010 年定增 5.39 亿元加码优质基酒产能；在渠道上，公司在省内市场提升合肥战略地位，全价位精耕阜阳、马鞍山、芜湖、铜陵等成熟市场，在省外市场选择性拓展。2011 年，公司全面开始实施全国化、高端化战略，并于 2012 年实现金种子酒销量破亿瓶，营收突破 20 亿，净利润位列全国第八位。

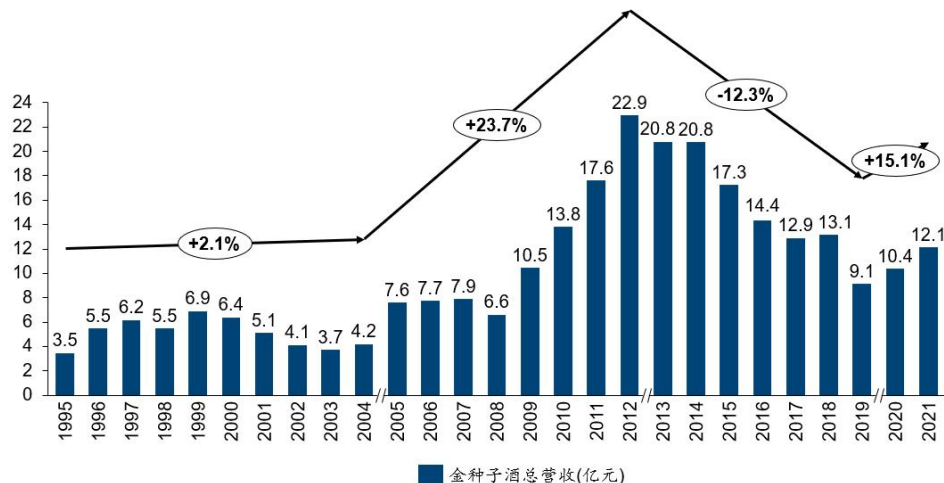
2013-2019 年：公司步入发展调整期，错失消费升级机遇。2012 年，中央出台“八项规定”等，白酒行业发展进入深度调整期。金种子酒始终坚持“民酒”定位，主力产品布局主要以中低端产品为主，在行业调整周期中没有及时进行产品结构升级。期间，公司于 2014 年曾有意启动国企改革，但最终“三报方案”未果。2016 年之后，白酒行业开始进入消费升级的快车道，但公司由于体制僵化、缺少高端产品布局、经营多元化等多重因素扰动，错失了白酒消费升级大潮，品牌逐渐弱化至低端光瓶酒。期间，公司曾尝试推出高价位的年份系列和徽蕴系列，于 2017 年成立金种子事业部，聚焦资源加快中高档酒的发展，但是在古井贡酒等竞品挤压下，市场份额下滑严重。此外，低端的柔和系列、祥和系列由于没有及时产品推行，导致渠道利润透明、品牌老化，市场份额亦每况愈下。在渠道上，公司 2017 年成立市场发展部，全力加快省外空白市场开发，并于 2017 年启动定增推动优秀经销商持股。2019 年，贾光明履新金种子酒集团，拉开了“革故鼎新”序幕，并将 2020 年定调为“改革元年”，推动公司转型升级。

2020-2021 年：公司进入改革快车道，推出馥合香重启次高端战略。2020 年 2 月，贾光明接棒宁中伟出任公司董事长，开启了公司的改革序幕。在战略规划上，根据《安徽金种子酒业股份有限公司“十四五”发展战略规划》，聚焦白酒主业发展，目标十四五末实现营收 50 亿元¹。在产品端，公司坚持“高端产品做加法，低端产品做减法”，于 2020 年 8 月推出次高端大单品“金种子馥合香”，主打 200 元以上价位，以“馥合香”引领白酒新品类。在市场布局上，公司全力打造阜阳基地市场，重点启动宿州、淮北、蚌埠、淮南、滁州、安庆、宣城、芜湖等区域市场。

¹ 注：资料来源于公司 2021 年年报，属于公司战略规划，并非公司业绩指引。

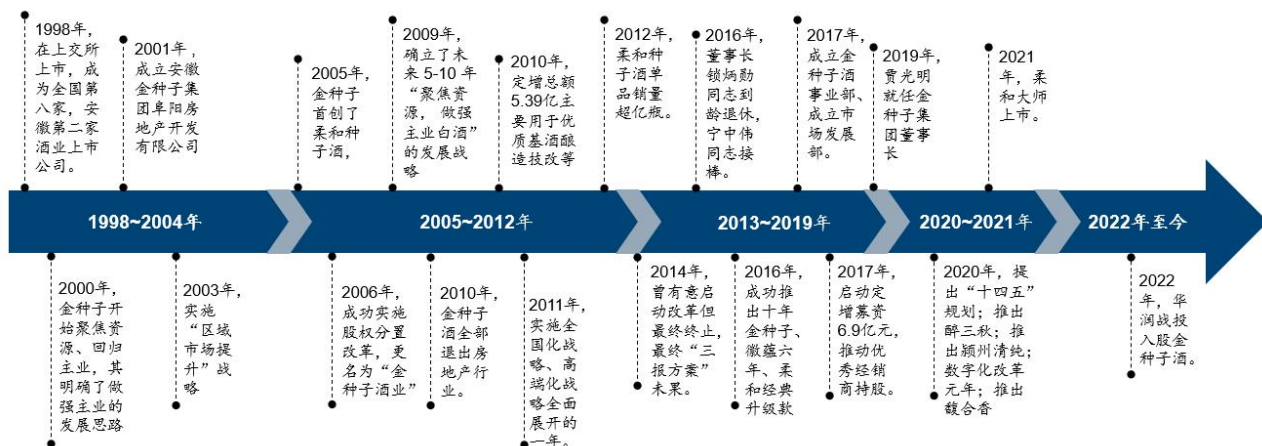
2022 年至今：华润啤酒入局，开启“啤白融合”发展新阶段。2022 年在安徽省国企改革三年行动下，华润啤酒入局金种子酒，收购金种子集团 49% 股权，成为公司第二大股东，开启了“啤白融合”发展新阶段。华润啤酒高层纷纷入驻公司管理层，同时对公司的销售、人事、财务进行了系统性组织升级。华润啤酒先进的管理体系和省内丰富的渠道资源，将是金种子酒二次创业的基石。

图1：金种子酒营收发展梳理



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：金种子酒历史沿革梳理



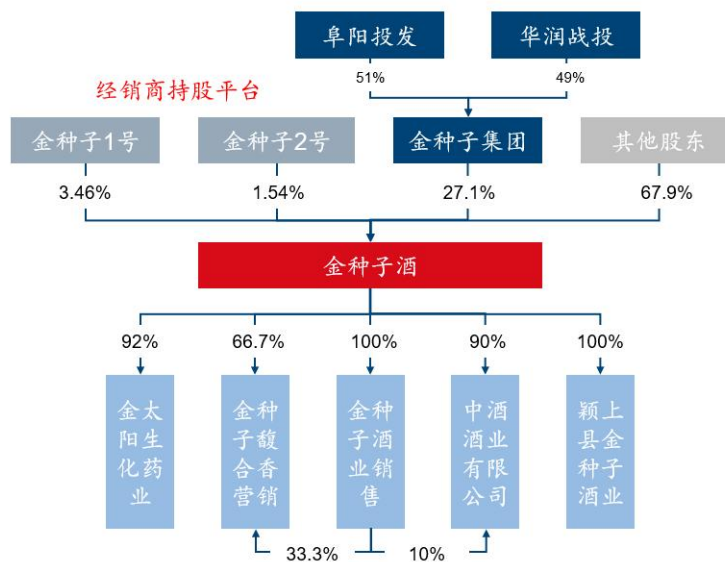
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构：华润入股开启国企改革，理顺内部组织或是主旋律

华润战投入局金种子酒，公司国企改革进入新阶段。2022 年 2 月，上市公司公告，阜阳投发拟以非公开协议转让的方式将金种子酒集团 49% 股权转让给华润战投。华润啤酒正式参与到金种子酒国企改革中，我们预计华润系的入驻将从三个维度实现深度赋能：1) 将华润先进的机制和理念和金种子酒实现深度契合；2) 将华

润的运营经验、能力、方法和金种子酒分享交流；3）将华润的网络管理、终端深耕、产品培育、品牌宣传和金种子酒相互赋能。

图3：金种子酒股权结构图



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

华润系高管全面入驻公司管理，内部组织架构理顺或是主旋律。2022年7月，华润管理团队正式入驻之后，已经完成股份公司架构及各部门职责的初步调整工作，管理制度变革和流程再造同步执行。在人员薪酬激励方面，华润管理团队对于人才的引进和选拔、薪酬体系的优化和激励同步开始再造。在费用管控方面，华润管理团队全面优化预算管理制度、物资采购对标等管理。在公司管理层上，华润系高管侯孝海、何秀霞和魏强列席公司董事会，此外财务总监金昊和副总经理和何武勇均有相关华润啤酒的工作背景。华润系高管进入金种子酒管理一线，将对于理顺内部管理、“二次创业”和品牌复兴给予全面的组织保障和优势赋能。

在华润入驻后，金种子酒在2022年上半年推动“从内到外”的全面提质工作。一是馥合香市场开拓迈上新台阶，公司积极推进一地多商，实现渠道结构扁平化。二是老品柔和系列实现质效新提升。三是公司进一步优化内部管理结构，完成组织架构调整。四是公司开始优化电商产品结构，提升品牌调性及产品的转化率。

表1：金种子酒管理层背景

姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
贾光明	董事长	2019/12/27	1971	曾任阜阳市退役军人事务局党组书记、局长
金彪	董事，董秘	2005/5/21	1973	2005年5月起任公司董事、董事会秘书
杨红文	董事，总工程师	2020/2/28	1970	曾任质量副厂长，2001年12月今任公司董事
何秀侠	董事，总经理	2022/7/8	1973	曾任华润雪花啤酒安徽区域公司副总经理，晋陕区域、河南区域公司总经理
侯孝海	董事	2022/11/21	1968	2016年3月至今，华润啤酒执行董事及首席执行官
魏强	董事	2022/11/21	1969	2021年3月至今，华润啤酒执行董事及首席财务官
陈兴杰	副总经理	2020/2/28	1964	曾任安徽金种子集团总经理助理
何武勇	副总经理	2022/7/8	1978	曾任华润雪花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
徐三能	副总经理	2022/11/21	1964	历任安徽金太阳生化药业有限公司常务副经理，经理
金昊	财务总监	2022/7/8	1976	曾任华润雪花啤酒甘肃区域公司、黑吉区域、山东区域公司财务总监

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析：产品结构相对老化是业绩承压的主因

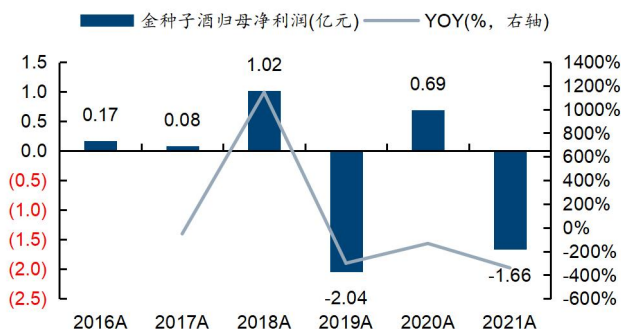
金种子酒盈利水平相对承压，主要系未能及时产品结构升级所致。从收入端看，金种子酒营收从 2016 年的 14.36 亿元下滑至 2021 年的 12.11 亿元，CAGR -3.3%，主要系公司错过本轮白酒景气周期，未能及时进行产品结构调整所致。从利润端看，金种子酒归母净利润从 2016 年的 0.17 亿元下滑至 2021 年的 -1.66 亿元，主要系毛利率持续承压所致。从盈利水平看，金种子酒毛利率/净利率从 2016 年的 55.3%/1.2% 下滑至 2021 年的 28.8%/-13.7%，主要系白酒业务营收占比下滑，以及在成本压力下公司未能及时进行产品结构升级所致。从费用端看，公司销售费用率从 2016 年的 34.8% 优化至 2021 年的 22.6%，主要系公司主动削减部分广告费和渠道促销费所致。

图4：金种子酒营业总收入



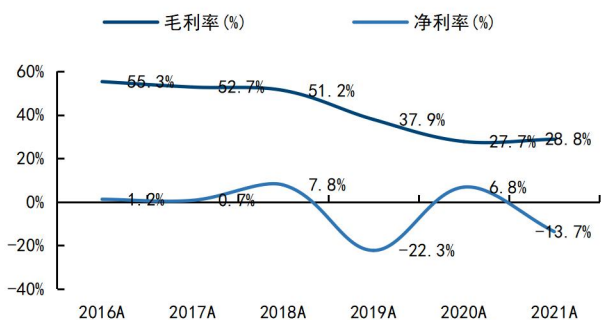
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5：金种子酒归母净利润



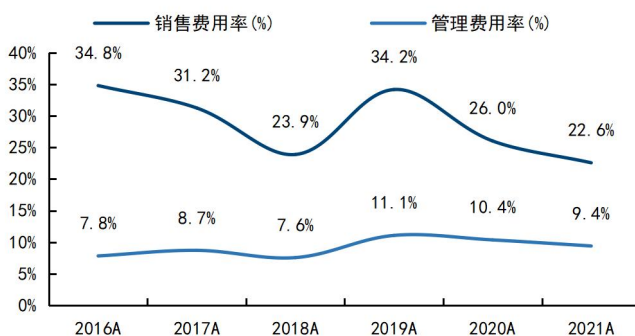
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6：金种子酒毛利率&净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：金种子酒销售费用率&管理费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司白酒业务发展相对承压，馥合香等中高档产品仍处于培育前期。从白酒业务看，金种子酒白酒业务营收从 2016 年的 11.86 亿元下滑至 2021 年的 7.38 亿元，

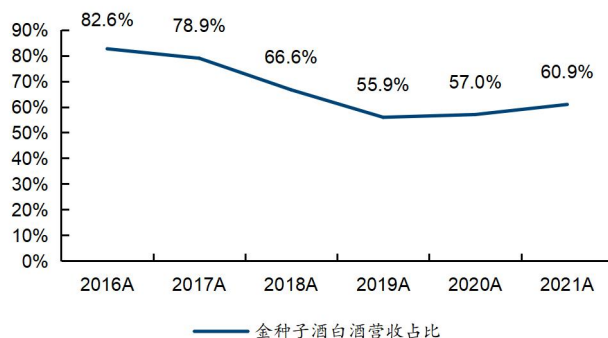
CAGR 达-9.0%，营收占比从 82.6%下滑至 60.9%左右，主要系白酒业务持续处于调整阵痛期。从量价拆解看，2016-2021 年，公司白酒销量从 1.65 万千升下滑至 2021 年的 0.89 万千升，CAGR 约-11.6%。同期，公司白酒业务吨价从 7.19 万元/千升提升至 8.27 万元/千升，CAGR 约 2.8%，基本锚定通胀水平。从产品结构看，2016-2021 年，金种子酒中高档白酒营收占比从 68.7%下滑至 46.4%，主要系馥合香系列和醉三秋系列处于培育前期。

图8: 金种子酒白酒业务营收情况（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 金种子酒白酒业务营收占比 (%)



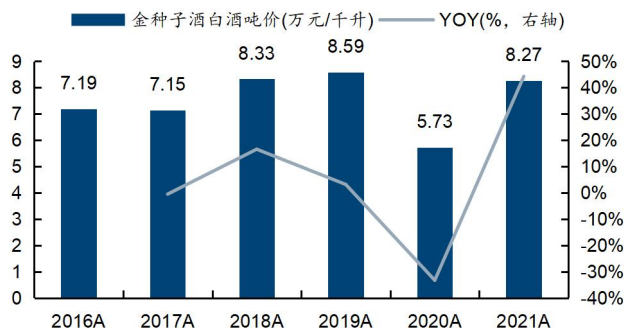
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 金种子酒白酒业务销量（千升）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 金种子酒白酒业务吨价（万元/千升）



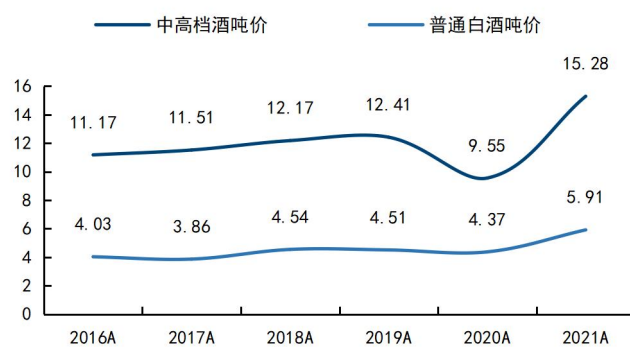
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 金种子酒中高档白酒营收占比持续下滑 (%)

图13: 金种子酒中高档/普通白酒吨价（万元/千升）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产能梳理：馥合香品类开创者，继续加码优质基酒产能

金种子馥合香形成“芝头、浓韵、酱尾”一口三香的独特风味。金种子酒现存的明代古窖池有着 550 余年历史，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。从选材上，金种子酒选用来自辽宁黑山的优质糯高粱，经过 24 口破粮桶水洗、除杂、破碎等工艺后，红粮的开口率、透心率达到标准后才能进一步发酵。从工艺上看，金种子馥合香在七口明正德年间不间断生产的“活”窖池中，选用“高粱、小米、大米、糯米、大麦、豌豆”六粮酿造，取地下 470 米深层矿泉水，融“中温大曲、高温大曲、强化复合曲”三曲共酵，12 位国家级大师全程手酿，一步成香，形成了“芝头、浓韵、酱尾”一口三香的独特风格。

金种子酒拥有 4 万吨设计产能，华润入驻后继续加码优质基酒产能建设。金种子酒从 2009 年至今，先后四次推出扩产计划，截止 2021 年底，公司合计拥有 4 万吨设计产能。根据金种子酒《2020-2021 年曲酒品质提升技术改造规划》，公司生产能力将达到年产优质浓香曲酒 9000 吨、小曲清香酒 12000 吨、馥合香白酒 4200 吨，合计曲酒产能 25200 吨。华润系入驻金种子酒后，公司启动《生态科研酿酒基地二期工程项目》，预计新增优质原酒 7500 吨/年的生产能力，为公司进攻 300 元+价格带提供了坚实的产能基础。

表2：金种子酒历年扩产计划梳理

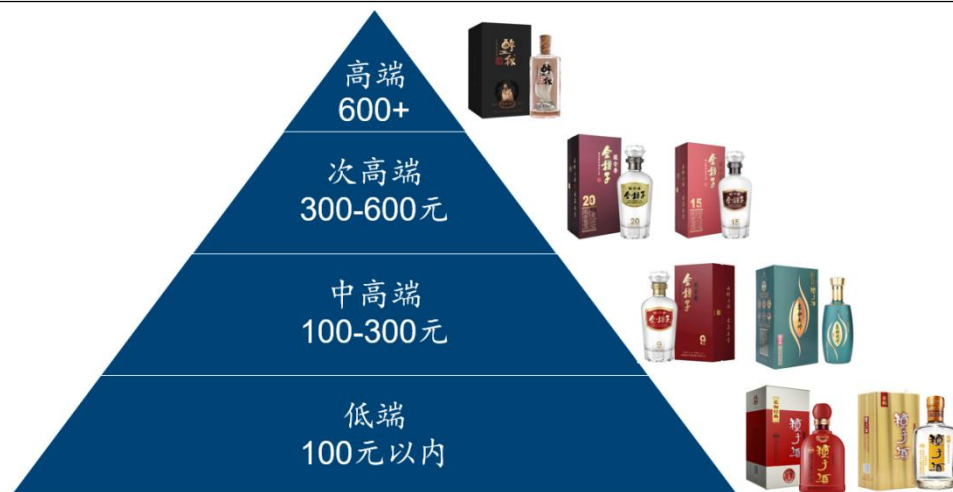
时间	项目	事件
2009 年	《关于实施绿色食品优质曲酒技改项目的公告》	自有资金投资 1995 万元，拟投资建设绿色食品优质曲酒生产车间，项目建设规模为新增年产优质曲酒 3000 吨。
2010 年	《优质基酒酿造技改项目》	2010 年定增 5.5 亿元，通过技改项目调整产品结构，将现有 7000 吨基酒产能改建为年产 6000 吨优质基酒；将基酒储能提升至 2.23 万吨。
2017 年	《优质基酒技术改造及配套工程项目》	2017 年定增项目，项目总投资额 5.26 亿元，形成 1.36 万吨优质基酒产能。
2022 年	《生态科研酿酒基地二期工程项目》	项目建成达产后将新增优质原酒 7500 吨/年的生产能力。

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

产品结构：打造“柔和+馥合”两大系列，战略定位次高端价位

打造“柔和”+“馥合”两大系列，馥合香试水次高端价位段。2005 年，金种子酒首创柔和种子酒，在以香型为主导的徽酒市场掀起“柔和风暴”。在长达 15 年的市场耕耘下，金种子柔和系列成长为安徽省内百元以内的畅销品类，帮助公司初步完成消费者培育和基地市场打造。2020 年 8 月，金种子酒正式推出金种子馥合香，“柔和”+“馥合”的品牌战略正式打响。2021 年，公司在产品上提出“激活存量、做大增量”的策略，其中“激活存量”是指聚焦“柔和”和“金种子年份酒”，“做大增量”是指瞄准次高端市场，打造馥合香区域核心大单品。未来，公司将坚持“高端产品做加法，低档产品做减法”，构建以“醉三秋 1507”及“馥合香系列”为核心的产品矩阵，持续夯实年份酒和柔和系列的基本盘，全面淘汰量小利微产品。

图14：金种子酒产品体系



资料来源：公司官网、淘宝网，国信证券经济研究所整理

百元以内价位：稳定柔和系列基本盘，后续或推出新品重塑渠道。2016 年至今，在安徽省内消费升级下，古井贡酒、迎驾贡酒等酒企纷纷布局次高端价位，例如古井贡酒 2008 年便推出年份原浆系列，迎驾贡酒 2016 年推出洞藏系列等。然而，金种子酒在此期间高管频繁变动，迟迟没有对产品进行迭代升级，错过了省内价格带升级的红利，至今产品结构大多以 100 元以内产品为主。在百元价位内，柔和种子酒仍然具有一定品牌知名度和忠实消费群体。未来在新管理层操刀后，有望充分享受渠道重塑+价位带升级（40 元升级到 60 元）的红利。在百元价位内，公司在稳定柔和系列基本盘的基础上，后续或推出新高线光瓶来重塑渠道利润和实现渠道招商。

表3：金种子酒产品迭代历史梳理

时间	金种子酒产品迭代历史
2000 年	以“金种子+种子”为核心，辅以“大帝”、“醉三秋”、“洪湖”的多品牌体系
2005 年	推出恒温窖藏醉三秋、柔和种子酒系列
2010 年	推出徽蕴金种子高端系列产品
2016 年	成功推出十年金种子、徽蕴六年、柔和经典升级款，泰苦荞酒成功上市
2018 年	公司推出金种子八年、柔和经典五、颍州佳酿升级款等新品
2020 年	推出醉三秋 1507，正式进军次高端白酒市场；推出金种子馥合香；推出清香型白酒战略单品“颍州清纯”
2021 年	推出柔和大师系列

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

次高端价位：推出馥合香大单品，战略定位次高端市场。2020 年公司开启中高端转型之路，重新梳理产品线，相继推出“醉三秋 1507”和“馥合香系列”，开始进军次高端价位带。在产品定位方面，醉三秋 1507 定位区域性高端白酒，通过品牌文化内涵来提升品牌高度。金种子馥合香系列定位次高端差异化香型领导品牌，主打 300-600 元次高端价格带，通过口感差异化优势开始在省内招商铺货，主攻地方政商务用酒市场。其中，金种子馥合香系列以“六粮酿造、石板泥窖、三曲共酵、一步成香”的典型特点，迅速在市场上掀起“馥香热”。未来，我们持续看好华润入驻后，馥合香依靠品类优势在安徽次高端市场实现破局。

图15：金种子酒产品矩阵（元/瓶）

系列	品牌定位	产品	香型	度数	规格	价格/瓶
醉三秋	区域性高端文化白酒	醉三秋1507	浓香型	50°	500ml	998
金种子馥合香	次高端差异化香型领导品牌	鑫20	馥合香	50°	500ml	698
		鑫15	馥合香	50°	500ml	498
		鑫9	馥合香	50°	500ml	398
金种子年份酒	中档年份酒品类优势品牌	二十年金种子	浓香型	50°	500ml	1280
		十年金种子	浓香型	52°	500ml	238
		六年金种子	浓香型	50°	460ml	128
种子酒柔和大师	中低档大众白酒实力品牌	种子酒柔和大师	浓香型	40.8°	460ml	128
种子系列酒	低档大众白酒	柔和经典种子酒	浓香型	40°	460ml	60
		柔和种子酒	浓香型	40°	460ml	55
		祥和种子酒	浓香型	40°	460ml	35
		特贡种子酒	浓香型	42°	460ml	25
		种子清纯	清香型	56°	500ml	46

资料来源:公司官网、淘宝网, 国信证券经济研究所整理

金种子酒陆续调整产品结构体系, 后续积极看好公司价格体系的持续提升。2020年12月31日, 公司针对金种子馥合香系列首次进行价格体系调整, 预计馥合香鑫15和鑫20两支大单品布局300-600元次高端价位带, 形成新的战略产品组合。2021年2月, 公司针对老品事业部进行价格体系调整, 对年份系列和柔和系列主力单品进行出厂价的上调, 提升现有品类的价格体系、渠道利润和渠道信心, 进而提升金种子酒的品牌价值。在过去三年安徽省内主流价格带升级的过程中, 金种子酒的主流品类需要及时进行品类升级迭代和价格体系调整, 进而满足消费者、渠道的共同诉求。后续, 我们积极看好金种子酒品类迭代升级和价格带的持续提升。

表4: 金种子酒历史提价梳理

时间	金种子酒提价梳理
2018年10月	10月10日起调整9款产品零售价, 本次涨价幅度基本是在10%以上, 部分中高端价位产品零售价上调20%。
2021年1月	金种子酒业对其战略新品馥合香·鑫15、馥合香·鑫20的价格进行上调
2021年2月	自3月1日起, 对金种子年份酒系列及柔和系列两大主力产品出厂价进行上调, 上调幅度为8%-10%。

资料来源: 微酒、糖酒快讯, 国信证券经济研究所整理

品牌定位：安徽四大名酒之一，试水次高端价位段

1) 品牌定位：安徽四大名酒之一，柔和型白酒开创者

金种子酒是安徽四大名酒之一，实现主导产品从“柔和”到“馥合”的转变。金种子酒始建于1949年7月，前身是阜阳县酒厂，1998年8月成功登陆上交所，成为国内第八家白酒上市公司。公司位于“名酒之乡”——颍州，其酿酒老窖池源于明代大升酒坊，是整个中原地区保存最完好并沿用至今的文保窖池。金种子酒是柔和型白酒开创者、馥合香标准定义者，拥有两个中国驰名商标和一个中华老字号三个国家级金字招牌。2005年，公司推出柔和种子系列，首创柔和型白酒；2020年推出金种子馥合香，打造“前芝、中浓、后酱”独特风味，实现了主导产品从“柔和”到“馥合”的转变。

2) 品牌营销：馥合香开启300元次高端新篇章

聚焦打造“金种子·馥合香”传播体系，线上线下协同发力新时代社群营销。金种子酒业为进一步加快以金种子馥合香为主体的核心产品市场培育进度，以“馥香盛宴”、“馥香荟”、“馥香馆”为传播载体，强力打造馥合香IP，同时不断探索和实践新的营销模式。

- **密集开展“馥香盛宴”，打造白酒行业一大主题IP。**从馥合香系列酒上市到2021年末，金种子酒业已在全国累计开展60多场“馥香盛宴”品鉴会。馥合香不间断的品鉴活动，不仅带动了金种子酒整体销售氛围，也成为了面向核心消费意见领袖的品牌传播阵地。
- **构建馥香荟品牌会员体系，实现粉丝经济效应。**公司以馥香盛宴、一桌式品鉴及回厂游等线下营销活动作为金种子“馥香荟”会员体系的引流窗口，打造各区域市场核心消费意见领袖、核心消费者及核心终端三重会员架构体系。公司通过金种子馥合香私域流量的数字化深度运营，将口碑营销变“流量”为“留量”，最终实现粉丝经济效应。
- **打造三级体验场景，完善品牌传播窗口。**金种子馥合香构建“总部道场、区域馥香馆、终端馥香体验店”三级体验场景，实现馥合香全方位、多场景曝光。总部道场作为消费者深度体验的场景，位于阜阳金种子酒厂的酒文化博物馆及明代古窖池群落，深度展现了金种子酒业的企业硬实力及文化软实力。区域馥香馆是以核心地级市为基础的馥合香品牌形象体验馆，同时也是各区域市场品牌传播阵地。终端馥香体验店是以消费者聚集的餐饮包厢及名烟名酒店等活动场所为目标，进行金种子馥合香文化软性植入，打造扎根于消费者身边的品牌传播窗口。

图16：金种子馥合香在各地开展“馥香盛宴”

图17：金种子馥合香在各地开设“馥香馆”



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3) 战略规划：围绕四大聚焦，十四五末目标营收 50 亿

金种子酒提出“四大聚焦”，十四五末目标实现 50 亿销售规模。2019 年 10 月，贾光明接棒金种子集团董事长，迅速拟定了“五年内打造以安徽为中心、辐射周边的白酒企业，十年内打造全国性品牌的白酒企业”的发展目标，同时将 2020 年定义为企业的“改革元年”。此外，金种子酒针对未来五年提出“十四五”战略规划和四大聚焦。

- **主业聚焦：**聚焦白酒主业发展，确保 2025 年 50 亿战略目标顺利达成²。
- **目标聚焦：**规划“50 亿目标三步走”发展路径。2021 年 4 月，金种子酒发布“十四五”战略规划，明确提出至“十四五”末实现销售收入 50 亿元³。“十四五”规划主要分为三个时期：即 2020-2022 年是战略调整期、2022-2024 年是战略发展期，2024-2025 年是战略腾飞期。其中，战略调整期要实现 15 至 20 亿的销售规模，战略发展期要达到 30 亿销售规模，目标至 2025 年完成 50 亿的销售规模⁴。
- **区域聚焦：**打造“116N”四级市场的区域战略。至 2025 年底，金种子酒要实现“116N”四级市场布局，即1 个 20 亿级的大本营核心市场、1 个 5 亿级的品牌高势能核心市场、6 个亿元级的重点市场、N 个千万级的培育型市场。
- **品牌聚焦：**梳理并重构金种子酒业的品牌体系。公司以“金种子馥合香”系列产品为核心，主打 200 元以上价位，以“馥合香”引领白酒新品类，培育核心大单品。

² 资料来源于公司 2021 年年报，属于公司战略规划，并非公司业绩指引。

³ 资料来源于公司 2021 年年报，属于公司战略规划，并非公司业绩指引。

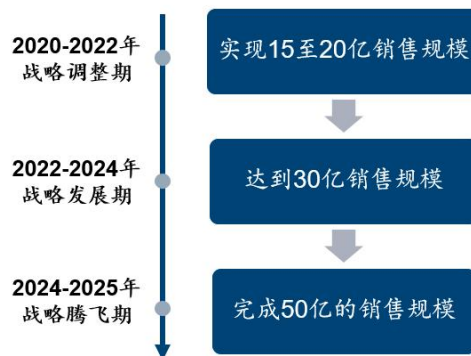
⁴ 资料来源于公司 2021 年年报，属于公司战略规划，并非公司业绩指引。

图18: 金种子酒提出“四大聚焦”

主业聚焦	目标聚焦
聚焦白酒主业发展, 确保2025年50亿战略目标顺利达成。	规划“50亿目标三步走”发展路径。 2020-2022年 战略调整期 2022-2024年 战略发展期 2024-2025年 战略腾飞期
区域聚焦	品牌聚焦
打造“116N”四级市场的区域战略。 1个20亿级大本营核心市场 1个5亿级品牌高势能核心市场 6个亿元级重点市场 N个千万级的培育型市场	以“金种子馥合香”系列产品为核心, 主打200元以上价位。

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图19: 金种子酒“十四五”发展战略规划



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

光瓶酒市场：试水“啤白融合”新模式，高线光瓶成为主赛道

安徽市场：光瓶酒市场约 60-80 亿，竞争格局相对分散

安徽省光瓶酒市场规模约 60-80 亿元，竞争格局呈现“多、小、散”特征。根据酒业家数据，2021 年安徽省白酒规模在 350 亿左右，其中光瓶酒市场规模大约在 60-80 亿元。从竞争格局看，以牛栏山为代表的全国性光瓶酒约占 10-15 亿的市场规模，以老村长为代表的东北光瓶酒阵营有 10-15 亿的规模，徽酒阵营的光瓶酒约有 20-30 亿，文化类光瓶酒约有 1-2 亿左右，功能性光瓶酒如劲酒等的市场容量大约在 15 亿左右。目前，安徽光瓶酒市场呈现“多、小、散”特征：1) 多，光瓶酒赛道品牌多，安徽区域酒大多以百元以内的光瓶酒为主；2) 小，安徽区域光瓶酒规模相对较小，暂时未出现类似于玻汾的大单品。3) 散，安徽光瓶酒市场集中度较小，各品牌均有一定的市场份额，因此集中度提升或是安徽光瓶酒发展趋势。

表5：安徽省内光瓶酒赛道五大阵营

光瓶酒阵营	全国性光瓶酒品牌	东北光瓶酒阵营	安徽区域酒	功能性光瓶酒	清新文化类光瓶酒
主要品类	牛栏山、玻汾、西凤、五粮液尖庄、黑盖二曲、小郎酒、洋河小曲等	老村长、龙江家园、北大荒、黑土地等	古井老瓷贡、种子清纯等；金裕皖、种子特贡、文王三劲酒等两贡、古漕运兼香二锅头等		江小白、功夫小米、谷小酒等
市场份额	10-15 亿	10-15 亿	20-30 亿	15 亿左右	1-2 亿左右
目标客群	20 岁以上新型农民工群体、城市居民、职场人士	45 岁以上农民工群体、城乡结合部及乡镇居民	本地人为主	30-45 岁以上农民工群体	20 岁以上新型农民工群体
消费场景	自饮、小范围聚饮	自饮为主	自饮、聚饮为主	自饮、聚饮为主	聚饮为主
发展战略	主打高性价比，具有面子属性。	以老村长为主，在 10 元价位表现良好。	百元以内盒装酒逐渐让位于高线光瓶酒。	主打健康保健属性，但是近年来在下滑。	近互联网传播为主，年轻消费居多。

资料来源：酒业家，国信证券经济研究所整理

2017 年至今，名酒下沉引领品质升级，高线光瓶酒进入发展快车道。自 2017 年开始，消费者对于光瓶酒的需求逐步由单纯自饮需求升级为对品质的追求，因此光瓶酒有望在消费升级趋势下迎来发展繁荣期。2021 年前后，随着各大酒企纷纷试水高线光瓶赛道，叠加白酒新国标落地实施，40-60 元成为光瓶酒赛道增长最快的价格带。光瓶酒品质和价格迎来全面升级，逐渐向全品类全价格带升级。从发展驱动看，光瓶酒或在以下多重因素助推下迎来结构性繁荣：1) 消费升级趋势下，10-30 元价位升级到 40-60 元价位。2) 在高性价比引导下，高线光瓶酒开始逐渐收割低端盒装酒份额。3) 在经营成本压力下，在光瓶酒赛道渠道亟需高毛利产品来提升盈利水平，因此酒企基于渠道利润诉求需要推出高线光瓶。

图20：山西汾酒推出献礼版玻汾

图21：一担粮等新品牌进入光瓶酒市场



资料来源：云酒头条，国信证券经济研究所整理

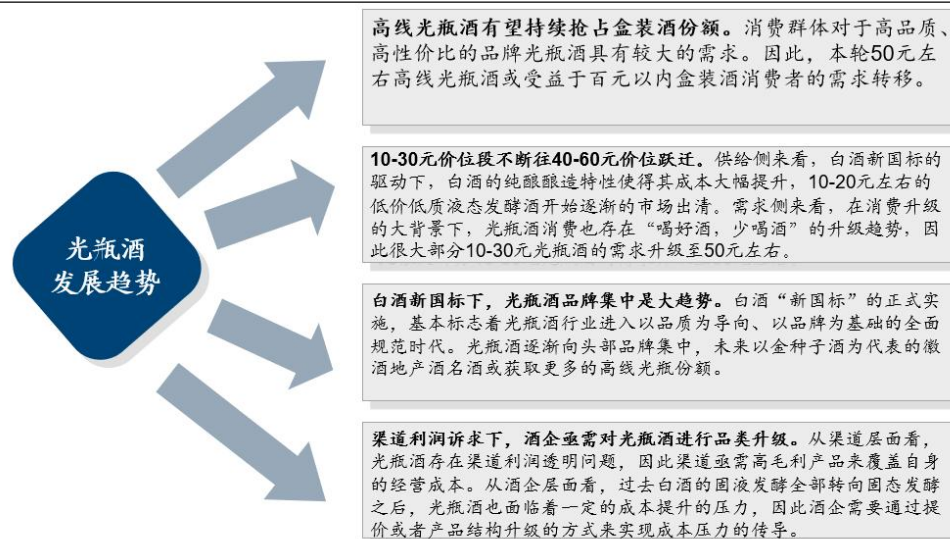


资料来源：百度图片，国信证券经济研究所整理

发展趋势：新国标实施下，高线光瓶酒迎来发展新机遇

安徽光瓶酒市场未来呈现四大发展趋势，金种子酒在光瓶酒赛道或有一定成长空间。随着消费升级和消费者品牌意识的觉醒，安徽光瓶酒市场逐渐呈现品牌化、高端化等特征。从底层驱动来看，光瓶酒的持续性增长，来源于：部分低档盒酒消费者的转移消费、低端光瓶酒的消费升级、品牌集中下马太效应、酒厂主动进行产品结构升级等。金种子酒作为安徽四大名酒之一，在百元以内的光瓶酒赛道具有深厚的品牌基础和消费者基础。未来公司在华润系入驻后，**光瓶酒业务有望在以下几个维度有一定成长空间**：1) 古井贡酒、迎驾贡酒等安徽省地产名酒赛投重点不在百元以内的光瓶酒市场，金种子酒直面竞争的主要系省内三四线区域酒品牌。2) 华润啤酒在安徽省内拥有丰富的渠道资源和经销商资源，未来华润系或能实现对公司光瓶酒业务的渠道赋能。3) 渠道利润相对透明是金种子酒过去发展的困境之一，未来公司或于 2023 年提出新的光瓶酒产品来重塑渠道利润，进而释放渠道积极性。

图22：未来安徽市场光瓶酒四大发展趋势



资料来源:Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

1) 趋势 1：消费升级趋势下，高线光瓶酒有望持续抢占盒装酒份额。2017 年至今，白酒消费升级趋势显著，消费群体对于高品质、高性价比的品牌光瓶酒有较大的需求。因此，本轮 50 元左右高线光瓶酒或受益于百元以内盒装酒消费者的需求转移。未来我们持续看好，50 元左右高线光瓶酒持续向上收割低端盒装酒的市场份额。

2) 趋势 2：消费升级是发展主旋律，10-30 元价位段不断往 40-60 元价位跃迁。供给侧来看，在白酒新国标的驱动下，白酒的纯酿酿造特性使得其成本大幅提升，10-20 元左右的低价低质液态发酵酒开始逐渐的市场出清。需求侧来看，在消费升级的大背景下，光瓶酒消费也存在“喝好酒，少喝酒”的升级趋势，因此很大部分 10-30 元光瓶酒的需求升级至 50 元左右。未来，我们预计 40-60 元或是光瓶酒发展的主力价位段。

3) 趋势 3：白酒新国标下，光瓶酒品牌集中是大趋势。2022 年 6 月 1 日起，白酒新国标正式实施，将调香白酒从白酒分类中剔除，牛栏山陈酿白酒、剑南春绵竹大曲等多个产品，不能再称之为“白酒”，取而代之的是符合新国标的“纯粮”新光瓶酒产品。白酒的纯粮特性使得其成本大幅提升，由此大大提高了光瓶酒的进入门槛，低价低质产能开始逐渐被淘汰，光瓶酒行业开始出现良性分化增长。白酒“新国标”的正式实施，基本标志着光瓶酒行业进入以品质为导向、以品牌为基础的全面规范时代。光瓶酒逐渐向头部品牌集中，未来以金种子酒为代表的安徽区域名酒或获取更多的高线光瓶份额。

4) 趋势 4：在渠道利润诉求下，酒企亟需对光瓶酒进行品类升级。从渠道层面看，过去几年光瓶酒存在渠道利润透明等问题，因此渠道端也亟需高毛利产品来覆盖自身的经营成本。从酒企层面看，过去白酒的固液发酵全部转向固态发酵之后，光瓶酒也面临着一定的成本提升的压力，因此酒企需要通过提价或者产品结构升级的方式来实现成本压力的传导。古井贡酒、山西汾酒等头部酒企开始试水高线光瓶赛道，通过持续的品质宣传，强化消费群体对于高线光瓶酒的接受度。例如，泸州老窖推出定位于 98 元的黑盖二曲，沙河推出 58 元的沙河特曲 6，皖酒集团推出 50 元细分高线光瓶酒“百年皖酒特曲”等。

表6: 固态发酵和液态发酵的工艺差别

	液态发酵	固态发酵
原料	甘蔗和甜菜渣、薯干、玉米等	高粱、玉米、小麦、大米、糯米、大麦、荞麦、青稞等粮食和豆类等（不包括薯类与果蔬类）
流程	液态发酵、蒸馏、串香、勾兑、调配	选料、制曲、入窖固态发酵、蒸馏、贮藏、勾兑等
产能	出酒率高，节约粮食，成本较低	出酒率低，劳动强度大、不便于机械化操作，产量及产能常低于液态发酵
发酵时间	5-12 天	20-90 天

资料来源：《酒类技术人才培养》公众号，国信证券经济研究所整理

华润赋能：开创啤白融合新模式，种子酒或抢占三四线品牌份额

金种子酒开创“啤白融合”发展新模式，积极看好华润啤酒渠道赋能。安徽白酒市场存在典型的两大特征，一是区域性酒企较多，二是白酒渠道壁垒较高，因此华润啤酒和金种子酒存在较强的渠道协同效应。光瓶酒的渠道核心打法在于“铺”与“送”：“铺”是指对核心终端的覆盖与掌控；“送”是指拉进产品和消费者、经销商的距离，通过赠酒的方式实现消费者的大范围触达和口感培育。因此，对于渠道和终端的把握或是金种子酒光瓶酒业务实现全省化扩张的关键。华润啤酒是安徽省市占率第一的啤酒企业，拥有强大的渠道资源和营销队伍。金种子酒过去的主销区主要集中在阜阳及其周围市场，未来有望在华润系渠道赋能下，有序实现全省化扩张。从经销商层面看，光瓶酒和啤酒消费场景类似，渠道相对复用。此外，由于啤酒和白酒销售淡旺季的不同，经销商可以实现淡旺季双品类销售，降低渠道运营成本，提升渠道价值效应。

图23：华润啤酒在全国拥有优势的渠道资源



资料来源：华润啤酒年报，国信证券经济研究所整理

图24：华润或通过全国的优势渠道资源赋能金种子酒

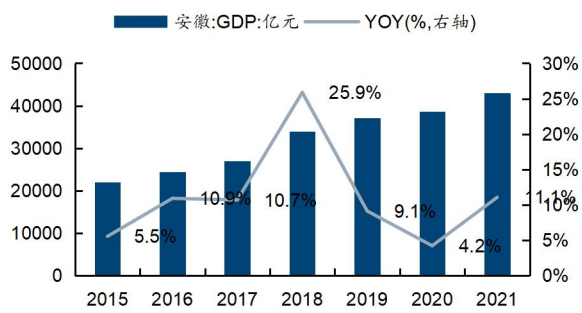


资料来源：华润啤酒渠道伙伴大会，国信证券经济研究所整理

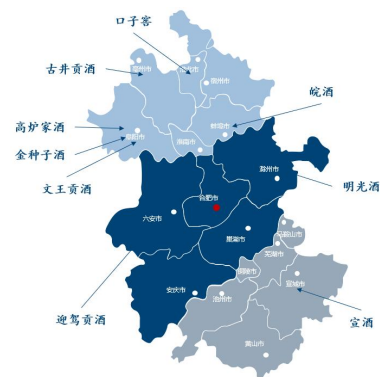
安徽省内消费升级为高线光瓶提供坚实基础，公司在光瓶酒赛道预计能抢占三四线区域酒份额。从竞争格局看，安徽省内一二线名酒企业的费投和战略方向主要在 100 元以上价位段，对于百元以内的光瓶酒赛道投入的力度相对较小。金种子酒作为安徽四大名酒之一，相较于其他三四线区域酒具有相对的品牌优势。预计金种子酒未来在华润系的渠道赋能下，第一步会收割部分其他区域酒的份额。其次，从价格带升级看，安徽近年来内生产业结构调整较为顺畅，为省内光瓶酒价格带升级提供了较为坚实的基础。最后，金种子酒近期在华润系的帮助下，开始重新理顺内部管理流程和产品体系，预计在百元以内光瓶酒赛道会切割到较大份额。

图25：2021 年安徽省内名义 GDP 增速达 11.1 %

图26：安徽省内存在众多三四线白酒品牌



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三大改革：治理改善谱新篇，结构升级绘蓝图

内部治理：聚焦白酒主业发展，华润强化管理赋能

发展问题：1) 金种子酒此前涉足农业业务、房地产开发业务等，主业发展不突出，品牌不聚焦。2) 金种子酒内部管理较为僵化，亟需数字化改造提升整体管理效率。此外，员工薪酬机制等需要重塑。

金种子酒业开始聚焦白酒主业发展。金种子酒在 1998 年上市初，主营业务是农牧副产品开发，2000 年起公司才开始回归聚焦白酒主业发展。随后在 2000 年-2017 年期间，公司先后涉足房地产开发等业务，进而直接导致白酒主业发展不突出、白酒品牌推广不足等问题。历史上，在金种子酒完成农业板块和地产业务的剥离之后，推出柔和种子系列，聚焦白酒主业，并于 2012 年成功实现白酒营收 20 亿元+。2017 年，公司重新增加房地产开发等业务，多元化业务在一定程度上导致白酒主业经营不够突出。从 2020 年开始，贾光明董事长就任之后开始聚焦白酒主业发展，目前形成白酒+药业双轮驱动发展。

表7: 金种子酒经营业务变更梳理历程

时间	金种子酒主业梳理历程
1998 年	公司上市初期，主营业务是农牧副产品开发。
2000 年起	开始聚焦资源、回归主业，明确了做强主业的发展思路，成功推广了“柔和种子酒、祥和种子酒和恒温窖藏醉三秋”。
2001 年	成立安徽金种子集团阜阳房地产开发有限公司后，主要开发了“太阳城小区”和“龙都小区”两个项目。
2003 年	扎实做稳做强酒业，提高主业竞争能力 2003 年白酒营销战略定位为“区域市场提升年”。
2009 年	确立了未来 5-10 年“聚焦资源，做强主业白酒”的发展战略。
2010 年 7 月	金种子酒与控股股东安徽金种子集团有限公司签订了《股权转让协议》，拟将持有的地产公司 98.16%股权转让给金种子集团，金种子酒全部退出房地产行业。
2014 年 9 月	公司曾有意启动改革但最终终止，最终“三报方案”未果。
2017 年 2 月	发布公告称，要重拾房地产业务。

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

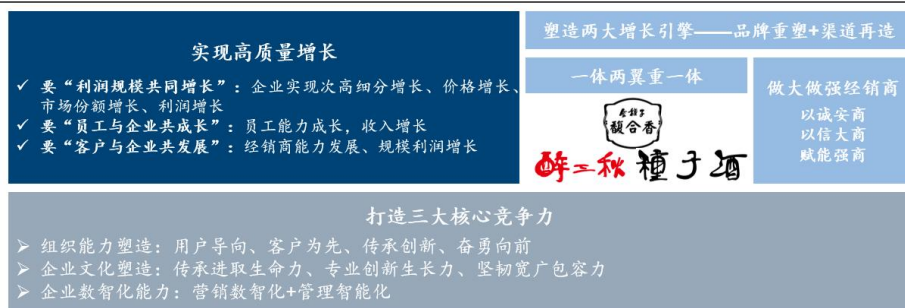
华润系入驻后，针对金种子酒发展症结相应启动“润启华章”战略规划。在品牌驱动上，公司将坚持“一体两翼重在一体”的品牌战略，着力打造次高端馥合香系列，实现价位带向上牵引。在渠道驱动上，公司将围绕做大做强经销商，以价格稳定、区域安全性、利润保障性和费用兑付及时性赋能经销商。在内部治理上，2022 年 7 月华润团队入驻以来，完成对股份公司架构及各部门职责初步调整，管理制度变革和流程再造同步执行。此外，公司于 2022 年 10 月召开组织重塑项目启动会，全面启动公司组织重塑，其中也包括重塑岗位职级体系、薪酬激励体系和员工考评体系等。

图27: 华润系管理层全面进驻金种子酒



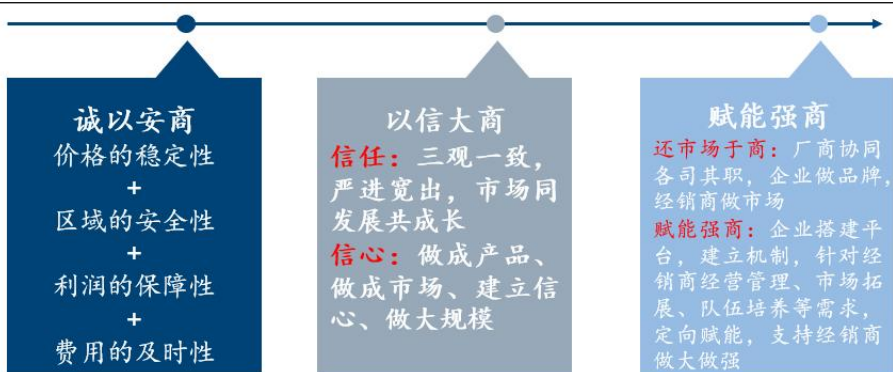
资料来源:Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图28: 金种子酒“123”发展新目标



资料来源:华润雪花啤酒 2022 年渠道伙伴大会、国信证券经济研究所整理

图29: 金种子酒市场管理新理念



资料来源:华润雪花啤酒 2022 年渠道伙伴大会、国信证券经济研究所整理

结构升级：柔和系列稳定基本盘，馥合香进攻次高端价位

发展问题：1) 2016 年至今，安徽省内消费价格带快速升级，但是金种子酒没有及时进行产品迭代升级。2) 安徽省内主流价格带上移，导致公司百元以下价位产品市场份额萎缩，销量下降。3) 公司主推产品金种子酒年份系列、馥合香系列尚处于培育期，业绩贡献相对有限。综合来看，金种子酒几年发展的“病根”主要落在没有及时进行产品结构升级。在产品层面，这个“根”的突破在次高端产品上；在市场层面，这个“根”的突破在样本市场上；在企业内部，这个“根”的突破在人员的绩效管理和积极性调动上。

1) 进攻盘：馥合香重启次高端新征程，一口三香践行差异化路径

金种子馥合香是公司次高端战略的主要抓手，“一口三香”践行品质差异化战略。金种子馥合香是公司在传统白酒香型基础上的一次品类创新，“浓、酱、芝”一口三香的独特风味在口感上同竞品形成明显差异化，增强了 300 元价格带突破的可能性。在“激活存量，做大增量”的战略指导下，金种子酒聚焦馥合香核心产品，秉承“拜访不断、品鉴不断、体验不断、互动不断”的宗旨，以核心产品带动其他产品的销售，有力地助推了金种子馥合香品类的发展。根据糖酒快讯，截至 2021 年 12 月，金种子馥合香自 2020 年 8 月上市以来，市场动销率达 65%以上，已签经销商超 70 家，销售额即将突破 2 亿元。

图30：金种子馥合香是“六粮酿造，一步成香”



资料来源：华润雪花啤酒 2022 年渠道伙伴大会、国信证券经济研究所整理

金种子馥合香采取“大商+”战略，围绕四大聚焦切入次高端价位段。目前安徽省内主流价格带跃升至 180-200 元左右，合肥市场主流价格带升级至 300 元左右，因此 300 元价位将是支撑酒企未来持续增长的价格带。目前，安徽省内 300-600 元价位段，主要以古 16/20、洞 16/20 和全国性次高端名酒等为主，竞争要素上对于品牌和团购打法的要求更高。在渠道模式上，根据酒业家，金种子酒主要采取了“大商+”战略，构建馥合香联盟体，促进新型厂商关系落地，吸纳了 70 余家经销商加入到馥合香品牌体系中。在营销策略上，金种子馥合香围绕“四个聚焦”策略，即价格带聚焦、区域聚焦、产品聚焦、传播聚焦：在价格带聚焦上，金种子酒将馥合香切入 300-600 元次高端价位，以“馥合香”引领白酒新品类，主攻政商务用酒。在区域聚焦上，馥合香全力打造阜阳根据地市场，重点启动宿州、淮北、蚌埠、淮南、滁州、安庆、宣城、芜湖等区域市场，省外选点运作永城、九江等市场，通过样板市场打造，以点带面形成联动效应，为全市场布局打下坚实基础。在产品聚焦上，公司聚焦优势资源运作 300 元价位的馥合香 15 大单品。在传播聚焦上，公司将大部分营销资源都投放到金种子馥合香系列上，通过立体式传播实现品牌形象的快速提升。

图31：在营销策略上，金种子馥合香围绕“四个聚焦”策略

价格带聚焦	区域聚焦	产品聚焦	传播聚焦
金种子酒将馥合香切入300-600元次高端价位，以“馥合香”引领白酒新品类，主攻政商务用酒	馥合香全力打造阜阳根据地市场，重点启动宿州、淮北、蚌埠、淮南、滁州、安庆、宣城、芜湖等区域市场，省外选点运作永城、九江等市场，通过样板市场打造，以点带面形成联动效应，为全市场布局打下坚实基础	公司聚焦优势资源运作300元价位的馥合香15大单品	公司将大部分营销资源都投放到金种子馥合香系列上，通过立体式传播实现品牌形象的快速提升。

资料来源：糖酒快讯，国信证券经济研究所整理

2) 基本盘：柔和大师优化产品结构，价盘梳理稳定年份系列

大众品牌优势突出，老产品有望焕发新活力。金种子年份系列和柔和系列是公司白酒业务基本盘，根据微酒数据，2005年柔和酒上市后，连续5年销量增长超过50%，年销售量维持在500万箱以上，奠定了金种子在百元以下价位的领军地位。公司针对存量老产品，进行了产品梳理和价盘调整，2021年出厂价上调8%-10%左右，进而提升渠道利润。2021年4月，公司推出“柔和大师”系列，进而优化产品结构，极大地推动了柔和系列的品类升级。我们认为，年份系列和柔和系列在60-100元大众价位优势明显，具备较为广泛的消费群体基础。未来，我们预计在华润系入驻后，营销和渠道边际改善，中低端产品快速放量可期。

图32：公司推出种子酒·柔和大师系列优化产品结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3) 光瓶酒：“啤白融合”的主要抓手，推出新品重塑渠道利润

光瓶酒是目前“啤白融合”的主要抓手，2023年推出高线光瓶“头号种子”。金种子酒是安徽省内唯一生产清香型白酒的酒企，公司于2020年4月推出首款清香型高线光瓶酒“种子清纯酒”，按照量质摘酒的分段稀缺性，锁定48-99元/瓶的价格区间。根据金种子酒“向高而行”战略，“种子清纯”与之前推出的“颍州清纯”酒，或是“清香型布局高线光瓶、浓香型布局大众消费价格带、馥合香型布局次高端价格带”的一树三花格局。从华润入驻后的产品运作思路看，百元以内的光瓶酒业务是“啤白融合”的主要抓手，未来也将是华润深度赋能金种子酒

的重要方向。2023 年，金种子酒推出高线光瓶“头号种子”定位于 50 元价位，重塑渠道利润，进而重启全省化扩展的新征程。

图33：2023 年 2 月，金种子酒推出高线光瓶“头号种子”



资料来源：甲古文创意，国信证券经济研究所整理

图34：“头号种子”主打年轻品牌调性



资料来源：甲古文创意，国信证券经济研究所整理

区域扩张：打造省内“116N”区域布局，省外积极开拓周边市场

发展问题：1) 公司过去没有成功打造阜阳市基地市场，主要由于渠道利润较为透明。2) 公司过去没有抢占合肥高地市场，一定程度上错过价格带升级的机遇。3) 公司过去没有布局省外市场打造第二增长曲线。

金种子酒地处省内第二大白酒市场，扎实基地市场为渠道改革提供沃土。从安徽省内人口分布看，根据国家统计局数据，阜阳市 2021 年常住人口达 817 万人，是安徽省内第二大地级市（仅次于合肥）。百元以内光瓶酒消费和人口基数具有较强相关，因此我们预计阜阳市光瓶酒的市场空间或大于其他地市（除合肥）。根据酒业家数据，2021 年阜阳市整体白酒市场规模约 20 亿左右，金种子酒作为阜阳市当地知名品牌，预计能切割到较大份额。从饮酒习惯看，阜阳市地处皖北，当地饮酒量较大，例如宴席白酒消费有“N+1”或“N-1”的习俗。2019 年，金种子酒在阜阳市渠道库存相对较大，在一定程度上破坏产品价格体系，削弱了渠道和终端利润水平，在当地一度出现“有门头没有酒”的现象。后续，公司于 2020 年进入改革元年，相继在产品、渠道、品牌等维度做出较为彻底的改革。我们认为金种子酒作为阜阳市区域酒品牌，具有较为扎实的基地市场，预计在渠道改革等多措并举有望在阜阳市实现较快增长。

公司打造“116N”省内区域发展格局，开始围绕省外市场做增量。在省内市场布局上，根据金种子酒 2025 年区域发展规划，至 2025 年底，公司要实现“116N”四级市场布局：即 1 个 20 亿级的大本营核心市场（阜阳市）、1 个 5 亿级的品牌高势能核心市场（合肥市）、6 个亿元级的重点市场（宿州、蚌埠、滁州、芜湖、淮南、安庆）、N 个千万级的培育型市场⁵。在省外市场扩张上，金种子酒未来或围绕湖北、苏南、河南商丘地区、江西九江地区等省外核心市场积极做增量。

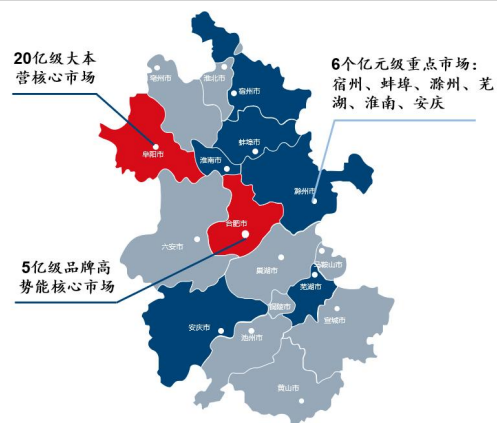
图35：2021 年安徽各地市常住人口（万人）

图36：金种子酒“116N”四级市场发展规划

⁵ 属于公司战略规划，并非公司业绩指引。



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: 微酒, 国信证券经济研究所整理

盈利预测：华润入驻治理改善，馥合香重启次高端

假设前提：华润系入驻优化内部治理，馥合香打开成长空间

核心假设：华润系入驻优化内部治理，馥合香打开成长空间

2022 年，华润战投入股金种子酒后，开展了一系列内部改革举措，相继从管理流程梳理、内部组织架构调整、业务团队优化等维度开始变革。我们预计 2023 年开始，华润系或从产品端、渠道端对金种子酒进行全方位赋能。从产品结构看，光瓶酒是公司和华润系“啤白融合”的主要抓手，柔和系列和年份系列是公司的基本盘，后续或通过加大对柔和大师等高价位产品的推广来稳住基本盘。馥合香系列和醉三秋系列是公司进攻次高端的“尖兵”，后续公司持续强化对 300 元价位段的培育，实现对品牌定位的重塑。根据金种子酒“十四五”发展规划，目标十四五末实现 50 亿销售规模⁶。

我们分业务对金种子酒业绩进行预测，主要基于以下假设：

中高档酒（金种子、金种子馥合香、醉三秋 1507 等）：金种子酒开始围绕醉三秋、馥合香以及年份系列积极做增量，强化渠道招商和消费者培育，预计未来在华润系赋能下有望实现较快增长。从销量上看，预计 2022-2024 年中高档酒销量 1795/2493/3426 千升，同比-19.9%/38.9%/37.4%。从吨价上看，预计 2022-2024 年中高档酒吨价 17.58/21.09/24.26 万元/千升，同比 15.0%/20.0%/15.0%。从营收上看，预计 2022-2024 年中高档酒实现营收 3.16/5.26/8.31 亿元，同比变动 -7.9%/66.7%/58.0%。

普通白酒（祥和系列、种子酒系列、颍州佳酿）：预计华润系入驻后在光瓶酒业务上和公司有较多赋能，其次公司或推出新的光瓶酒品类来重塑 SKU，我们预计公司光瓶酒业务或有一定恢复性增长。从销量上看，预计 2022-2024 年普通白酒销量 5928/7996/9653 千升，同比-11.3%/34.9%/20.7%。从吨价上看，预计 2022-2024 年普通白酒吨价 6.51/7.81/8.98 万元/千升，同比 10.0%/20.0%/15.0%。从营收上看，预计 2022-2024 年普通白酒实现营收 3.86/6.24/8.67 亿元，同比变动 -2.5%/61.9%/38.8%。

药品业务：金太阳生化药业持续推进产学研合作，继续加快原料药生产基地项目建设，构建新型“原料+制剂”和“研发+生产+销售”全链条的竞争框架。预计 2022-2024 年公司药品业务实现营收 4.81/5.05/5.30 亿元，同比增长 5.0%/5.0%/5.0%。

费用率预测

1) **销售费用率：**考虑到华润入驻后的费用精细化管理和全省化的规模效应，假设 2022-2024 年销售费用率分别为 24.0%/19.2%/18.4%。

2) **管理费用率：**考虑到华润入驻后对管理流程的梳理和组织二次再造，我们预计 2022-2024 年公司管理费用率分别为 11.0%/8.0%/7.0%。

3) **研发费用率：**预计 2022-2024 年金种子酒研发费用率保持相对稳定，分别为

⁶ 资料来源于公司 2021 年年报，属于公司战略规划，并非公司业绩指引。

2.5%/2.0%/2.0%。

4) **财务费用率**：由于公司有息负债较少，在手现金较为充沛，预计 2022-2024 年财务费用率维持在-1.1%/-0.9%/-0.8%左右。

表8：金种子酒费用率预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入增长率	-30.46%	13.55%	16.70%	-1.22%	40.29%	34.78%
毛利率	37.87%	27.72%	28.80%	30.57%	39.86%	46.95%
管理费用率	10.18%	9.58%	8.64%	11.00%	8.00%	7.00%
研发费用率	1.88%	0.86%	2.51%	2.51%	2.00%	2.00%
销售费用率	34.17%	26.03%	22.57%	24.00%	19.23%	18.4%
财务费用率	-4.2%	-2.6%	-1.9%	-1.1%	-0.9%	-0.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

盈利预测结果：预计未来三年有望维持 23%左右复合增速

我们从量价维度对分品类进行拆分，具体分拆数据结果如下表所示：

表9：金种子酒主营业务拆分及预测

单位：亿元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13.15	9.14	10.38	12.11	11.97	16.79	22.62	29.43
YOY	1.9%	-30.5%	13.5%	16.7%	-1.2%	40.3%	34.8%	30.1%
毛利	6.74	3.46	2.88	3.49	3.66	6.69	10.62	15.04
中高档酒								
营业收入	6.35	3.82	2.59	3.43	3.16	5.26	8.31	12.25
YOY	-9.8%	-39.9%	-32.2%	32.3%	-7.9%	66.7%	58.0%	47.5%
销量：千升	5218	3075	2712	2242	1795	2493	3426	4592
YOY	-14.7%	-41.1%	-11.8%	-17.3%	-19.9%	38.9%	37.4%	34.1%
吨价：万元/千升	12.17	12.41	9.55	15.28	17.58	21.09	24.26	26.68
YOY	5.7%	2.0%	-23.1%	60.1%	15.0%	20.0%	15.0%	10.0%
毛利	4.22	2.44	1.38	1.78	1.79	3.31	5.55	8.45
普通白酒								
营业收入	2.40	1.30	3.33	3.95	3.86	6.24	8.67	11.13
YOY	-23.4%	-46.1%	156.9%	18.8%	-2.5%	61.9%	38.8%	28.5%
销量：千升	5292	2873	7612	6686	5928	7996	9653	11699
YOY	-34.9%	-45.7%	164.9%	-12.2%	-11.3%	34.9%	20.7%	21.2%
吨价：万元/千升	4.54	4.51	4.37	5.91	6.51	7.81	8.98	9.52
YOY	17.6%	-0.8%	-3.0%	35.3%	10.0%	20.0%	15.0%	6.0%
毛利	1.16	0.49	1.11	1.33	1.46	2.91	4.53	5.97
药品业务								
营业收入	3.31	3.90	4.32	4.58	4.81	5.05	5.30	5.57
YOY	0.26	0.18	0.11	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05
毛利	0.37	0.44	0.30	0.32	0.33	0.35	0.37	0.39
其他业务								
营业收入	1.08	0.13	0.14	0.15	0.14	0.23	0.34	0.47
YOY	1078.2%	-87.8%	9.9%	3.1%	-5.0%	64.0%	47.6%	37.8%
毛利	0.99	0.09	0.09	0.07	0.07	0.12	0.17	0.24

资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

预计 2022-2024 年金种子酒实现营业总收入 11.97/16.79/22.62 亿元，同比变动 -1.2%/40.3%/34.8%。预计 2022-2024 年公司实现归母净利润-1.80/0.05/1.65 亿元，同比变动-8.1%/扭亏/3494.6%，对应 EPS -0.27/0.01/0.25 元。

估值分析与投资建议：治理改善驱动下的困境反转标的

相对估值：25.33-28.95 元

金种子酒作为安徽四大名酒之一，一方面充分享受安徽省内消费升级红利，另一方面华润入驻后公司内部治理改善，未来业绩有望大幅改善。考虑到公司 2023 年主要任务为内部治理改善、“啤白融合”发展以及业绩扭亏等，我们短期看好公司在高线光瓶酒持续发力，中期看好馥合香试水次高端价位，长期看好金种子酒在华润赋能下有望泛区域化扩张。

从 PE 估值角度考虑，我们选取了洋河股份、古井贡酒、口子窖、今世缘、金徽酒等区域性次高端酒企参照值，2023 年 PE 估值中枢在 26X 左右。我们预计金种子酒 2022-2024 年对应 EPS -0.27/0.01/0.25 元，对应 2023-2024 年 PE 水平 4079/113X，高于行业估值中枢。由于金种子酒处于内部管理改革的前期，公司 2022 年仍处于亏损状态，2023 年有望实现扭亏为盈，2024-2025 年开始步入控费提效&结构升级驱动下的利润释放周期，因此 2023 年表现 PE 偏高不具备参考性。

考虑到公司处于基本面改善的前期，短期看 2023 年有望实现扭亏，中期看 2024-2025 年开始步入利润释放周期，长期看公司有望实现泛全国化扩张。综上所述，金种子酒在内部治理改善&啤白融合&泛区域扩张多重驱动下，有望打开公司估值天花板。鉴于短期表现 PE 难以反映公司中期、远期增长空间，因此我们在下文进行测算公司白酒业务中期增长空间。鉴于公司短期业绩波动较大以及改革的不确定性，暂不给予评级，建议关注。

图37: 金种子酒可比公司估值表（截至 2023 年 03 月 08 日）

分类	股票代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				EPS				ROE				
					2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
高端酒	600519.SH	贵州茅台	22,240	1,770.42	60.91	55.15	35.59	30.37	26.20	41.76	49.74	58.30	67.58	29.9%	28.5%	28.0%	27.4%
	000858.SZ	五粮液	7,736	199.30	65.10	43.31	28.71	24.80	21.54	6.02	6.94	8.04	9.25	25.3%	23.6%	23.3%	22.9%
	000568.SZ	泸州老窖	3,589	243.80	71.36	61.92	35.26	28.32	23.19	5.43	6.92	8.61	10.51	31.1%	29.9%	30.0%	29.6%
全国次 高端	600809.SH	山西汾酒	3,229	264.68	168.73	125.12	41.34	31.78	25.05	4.37	6.40	8.33	10.57	42.5%	37.2%	35.4%	33.6%
	600702.SH	舍得酒业	656	197.02	56.55	129.88	42.43	33.23	25.36	3.78	4.64	5.93	7.77	29.7%	25.5%	25.3%	25.7%
	000799.SZ	酒鬼酒	465	143.05	169.79	140.45	39.58	30.89	24.32	2.75	3.61	4.63	5.88	28.0%	27.1%	27.6%	27.8%
	600779.SH	水井坊	385	78.83	49.08	80.13	30.42	25.64	21.45	2.45	2.59	3.07	3.67	50.3%	37.5%	35.4%	34.0%
区域次 高端	002304.SZ	洋河股份	2,530	167.86	48.17	33.18	26.38	21.81	18.34	5.01	6.36	7.70	9.15	18.5%	20.1%	21.2%	21.8%
	000596.SZ	古井贡酒	1,237	267.56	65.31	69.55	46.74	36.69	29.64	4.45	5.72	7.29	9.03	17.3%	16.3%	18.1%	19.3%
	603369.SH	今世缘	765	61.00	49.37	43.55	30.71	24.86	20.20	1.62	1.99	2.45	3.02	23.1%	22.5%	22.9%	23.3%
	603198.SH	迎驾贡酒	542	67.74	30.01	58.28	30.98	24.94	20.53	1.73	2.19	2.72	3.30	24.9%	24.9%	25.9%	26.2%
	603589.SH	口子窖	446	74.30	24.03	33.33	25.22	21.96	19.25	2.88	2.95	3.38	3.86	22.3%	19.2%	19.6%	19.6%
	603919.SH	金徽酒	144	28.35	75.90	59.11	42.02	31.06	24.51	0.64	0.67	0.91	1.16	11.3%	10.7%	13.2%	15.0%
		区域次高端中位数				50.92	30.84	24.90	20.37								
	区域次高端均值				49.50	33.68	26.89	22.08									
	600199.SH	金种子酒	187	28.45	269.64	-112.46	-104.04	4,079	113.5	-0.25	-0.27	0.01	0.25	-6.1%	-7.0%	0.2%	6.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

注：其他公司采用 wind 一致预期；收盘价采取 2023 年 03 月 08 日数据

中性假设下，预计公司白酒业务 2025 年有望贡献 7.2 亿元净利润⁷。针对金种子酒中期空间的问题，现价看公司 2023 年的表现估值难以反映内在价值，因此本文就公司 2025 年中期空间进行逻辑推演和数理测算。2022 年华润系入驻金种子酒后，相继对内部管理、组织架构、市场布局、产品线等进行系统性梳理，预计公司的产品结构、净利率等有望实现较大提升，并进一步打开泛全国化扩张的空间。基于此，我们做出以下假设：1) 在华润系赋能下，公司各产品的净利率有望回升

⁷ 注：此处为中期维度的逻辑测算，并非 2025 年业绩指引，请注意风险。

至同价位行业均值水平；2）在华润系赋能下，公司后续有望打开泛全国化空间；3）预计公司的光瓶酒业务稳态净利率修复至 15% 左右，馥合香等百元以上产品净利率修复至 30% 左右；4）在金种子酒的十四五规划下，公司规划整体营收约 50 亿元。中性假设下，我们预计 2025 年公司白酒业务有望实现营收 40 亿元，馥合香等高价位产品营收占比提升至 20%，白酒业务净利率提升至 18% 左右，稳态下白酒业务 2025 年有望贡献净利润约 7.2 亿。

中性假设下，公司白酒业务 2025 年目标市值约 216 亿，2023 年目标市值约 179 亿。中性预期下，预计 2025 年金种子酒白酒业务有望实现营收 40 元，贡献净利润 7.2 亿元⁸。从相对估值维度看，我们给予白酒业务 2025 年 28-32X 估值（中值 30X），对应 2025 年目标价约 30.65-35.03 元，对应目标市值约 202-230 亿元（中值 216 亿元）；对应 2023 年目标价约 25.33-28.95 元，对应 2023 年目标市值约 166.6-190.4 亿元（中值约 179 亿元）。

表10: 金种子酒 2025 年净利润敏感性分析

白酒业务净利润(亿元)	馥合香营收占比(%)					
	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	30.0%
30	4.7	5.0	5.2	5.4	5.6	5.9
35	5.5	5.8	6.0	6.3	6.6	6.8
白酒业务营收 (亿元)	40	6.3	6.6	6.9	7.2	7.5
45	7.1	7.4	7.8	8.1	8.4	8.8
50	7.9	8.3	8.6	9.0	9.4	9.8
55	8.7	9.1	9.5	9.9	10.3	10.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及测算

表11: 金种子酒 2025 年目标市值敏感性分析（截至 2023 年 03 月 08 日）

2025 年目标 PE	25	26	28	30	32	35
2025 年目标市值	180.0	187.2	201.6	216.0	230.4	252.0
2025 年目标价	27.36	28.46	30.65	32.84	35.03	38.31
3 年维度潜在空间	-3.8%	0.0%	7.7%	15.4%	23.1%	34.7%
2023 年目标市值	148.8	154.7	166.6	178.5	190.4	208.3
2023 年目标价	22.61	23.52	25.33	27.14	28.95	31.66

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及测算

⁸ 注: 此处为中期维度的逻辑测算，并非 2025 年业绩指引，请注意风险。

投资建议：华润入驻打开泛全国化扩张空间

内部治理改善是驱动金种子酒底部反转的底层逻辑。金种子酒过去发展的关键在于内部管理僵化、结构升级速度缓慢、区域扩张相对保守等，华润入驻公司后开始着手对内部治理进行改革，例如梳理内部管理流程、组织二次再造、业务团队大练兵等。预计金种子酒经过华润深度的管理赋能后，在营销决策、政策执行、费投效率等多维度或有质的提升。华润入驻后主导的治理改革是驱动金种子酒本轮国企改革的底层逻辑，也是试水高线光瓶和冲击次高端价位的机制保障。

“啤白融合”打开了光瓶酒的发展空间，也是华润渠道深度赋能的体现。华润啤酒是全国最大的啤酒企业，同时也是安徽省内的啤酒领导品牌。金种子酒的光瓶酒业务的销售渠道和目标客群和华润啤酒高度重叠，未来公司或借助华润雪花在安徽省内的渠道优势再度全省化扩张。其次，古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖等其他安徽名酒品牌主要的战略方向锁定在 100 元以上价位段，因此公司在光瓶酒赛道的主要竞争对手是三四线的区域酒品牌，未来公司或在推出光瓶酒新品后收割其他小品牌份额。

馥合香系列打造第二增长曲线，公司次高端战略有望重新启航。过去金种子酒发展最大的问题是没有及时进行产品结构升级，致使丧失了省内价格带的主导权。随着公司推出馥合香系列，开始加大对 300 元价位的费投利润，我们预计公司有望打造光瓶酒+馥合香双轮驱动发展新格局。

华润入驻后打开公司泛全国化扩张空间，未来打造全国性光瓶酒大单品。从华润啤酒内部对于白酒业务的规划看，金种子酒未来或借助华润啤酒在全国发达和精细化的渠道网络，进行光瓶酒的全国化扩张。参照华润赋能山西汾酒打造玻汾这一全国性大单品，我们预计未来公司在梳理完安徽省内后，光瓶酒或在华润赋能下进行全国化扩张。

综合来看，我们预计金种子酒 2022-2024 年实现营收 11.97/16.79/22.62 亿元，实现归母净利润-1.80/0.05/1.65 亿元，对应 EPS -0.27/0.01/0.25 元。公司处于基本面改善的前期，治理改善、啤白融合、泛区域扩张有望持续打开公司业绩增长空间。考虑到公司短期业绩波动较大以及改革的不确定性，首次覆盖，暂不给予评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.73%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖、金徽酒等酒企相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的发展阶段和成长性，在行业平均 PE 的基础上给予一定溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来三年收入变动-1.2%/40.3%/34.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来三年业绩的风险。

我们预计公司未来三年毛利率分别为 30.6%/39.9%/46.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来三年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

1) 金种子酒 2022 年业绩预告亏损约 1.75 亿元至 1.95 亿元，2023 年公司会存在进一步亏损的风险；

2) 华润系入驻后，开始在公司内部进行大规模的改革，或存在人才流失和中层人员变动的风险；

3) 金种子酒机构投资者持股比例相对较低，或存在一定的市场交易风险。

市场风险

行业竞争加剧；内部改革不及预期；馥合香推广不及预期；疫情反复。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1013	888	899	1109	1347	营业收入	1038	1211	1197	1679	2262
应收款项	91	145	109	138	186	营业成本	750	862	831	1009	1200
存货净额	969	1342	1257	1206	1251	营业税金及附加	119	137	137	192	259
其他流动资产	96	140	110	168	232	销售费用	270	273	287	323	417
流动资产合计	2511	2617	2477	2724	3118	管理费用	108	114	142	145	169
固定资产	742	763	741	726	708	研发费用	9	30	30	34	45
无形资产及其他	259	262	251	241	230	财务费用	(27)	(23)	(13)	(15)	(18)
投资性房地产	346	219	219	219	219	投资收益	5	10	10	10	10
长期股权投资	0	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	6	8	(21)	0	0
资产总计	3858	3866	3692	3914	4280	其他收入	210	(33)	(30)	(34)	(45)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	38	(168)	(229)	0	199
应付款项	450	652	616	772	947	营业外净收支	7	4	6	6	6
其他流动负债	337	299	341	403	481	利润总额	45	(163)	(223)	6	205
流动负债合计	787	952	956	1175	1427	所得税费用	(26)	2	(45)	1	41
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	1	(0)	(1)
其他长期负债	169	170	170	170	170	归属于母公司净利润	69	(166)	(180)	5	165
长期负债合计	169	170	170	170	170	现金流量表（百万元）					
负债合计	956	1122	1127	1345	1597	净利润	69	(166)	(180)	5	165
少数股东权益	8	9	10	10	9	资产减值准备	(13)	3	(7)	0	0
股东权益	2894	2735	2555	2559	2674	折旧摊销	45	49	79	85	88
负债和股东权益总计	3858	3866	3692	3914	4280	公允价值变动损失	(6)	(8)	21	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(27)	(23)	(13)	(15)	(18)
每股收益	0.11	(0.25)	(0.27)	0.01	0.25	营运资本变动	(53)	(175)	149	183	95
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	其它	14	(2)	8	(0)	(1)
每股净资产	4.40	4.16	3.88	3.89	4.07	经营活动现金流	57	(300)	71	272	347
ROIC	-10.84%	-6.76%	-7%	0%	8%	资本开支	0	(72)	(60)	(60)	(60)
ROE	2.40%	-6.08%	-7%	0%	6%	其它投资现金流	(270)	239	0	0	0
毛利率	27.7%	28.8%	30.6%	39.9%	46.9%	投资活动现金流	(270)	163	(60)	(60)	(60)
EBIT Margin	-21%	-17%	-19%	-1%	8%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-17%	-13%	-13%	4%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	14%	17%	-1%	40%	35%	支付股利、利息	0	0	0	(1)	(49)
净利润增长率	-134%	-340%	-8%	扭亏	3495%	其它融资现金流	(47)	12	0	0	0
资产负债率	25%	29%	31%	35%	38%	融资活动现金流	(47)	12	0	(1)	(49)
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	现金净变动	(259)	(126)	11	211	238
P/E	269.6	(112.5)	(104.0)	4078.9	113.5	货币资金的期初余额	1273	1013	888	899	1109
P/B	6.5	6.8	7.3	7.3	7.0	货币资金的期末余额	1013	888	899	1109	1347
EV/EBITDA	(113.8)	(126.4)	(131.0)	331.6	78.3	企业自由现金流	0	(406)	(16)	188	260
						权益自由现金流	0	(394)	(5)	200	275

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032