

2024年02月24日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

种子老酒添馥香，华润入驻启华章

—金种子酒（600199.SH）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

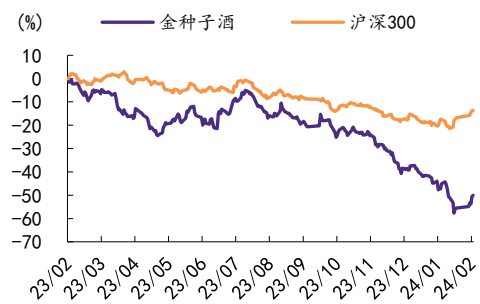
liaowz@cfsc.com.cn

基本数据

2024-02-23

当前股价（元）	15.8
总市值（亿元）	104
总股本（百万股）	658
流通股本（百万股）	658
52周价格范围（元）	12.49-29.37
日均成交额（百万元）	250.44

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《金种子酒（600199）：业绩短期承压，华润赋能华章初启》2024-01-31
- 2、《金种子酒（600199）：业绩符合预期，渠道赋能成效显现》2023-10-28
- 3、《金种子酒（600199）：业绩符合预期，看好双节发力》2023-08-31

■ 安徽四大上市酒企之一，华润入驻带来新动能

公司为安徽四大上市酒企之一，于1998年成功上市，历经二十余年沉浮，在安徽市场具有深厚的品牌基础。公司上市初期业务布局分散一度出现退市风险，随后聚焦白酒主业，但由于战略上坚守“民酒”定位，错过安徽省内两次白酒消费价格带升级的发展机遇。2022年初华润入驻成为公司二股东，启动内外变革，为公司带来新的增长动能。

■ 徽酒市场空间有望达500亿元，呈一超双强格局

安徽白酒市场持续扩容，未来安徽白酒市场按销售额计有望保持8%的复合增速，2025年市场规模达约500亿。分价格带看，0-100元价格带市场规模约120+亿元占34%，100-300元价格带规模约140+亿元占40%。目前省内主流价格带向200元左右上移趋势明显，300元以上市占率超25%，其中高端酒茅五泸的品牌优势明显高档占比较高。分地区规模来看，合肥阜阳合计约占全省30%左右份额为第一梯队；六安、亳州分别为迎驾与古井大本营，与安庆、宿州构成第二梯队；以口子窖大本营淮北为主的其他地市为第三梯队。省内目前呈现一超双强格局，公司按收入计暂列省内上市白酒企业第四，市占率约占3%。全国光瓶酒市场已发展成千亿规模，2022年至2024年预计复合增速超15%明显快于白酒行业，消费升级、年轻化趋势显著。

■ 改革成效初显，馥合香引领升级

华润入驻后推动改革，成效初显：①人员架构调整，换轨市场化考核机制与激励政策，精简人员编制，激发团队活力。②销售渠道变革，内部推动渠道扁平、外部推动啤白融合，终端覆盖率同比提升。③品牌产品重塑，以价格带划分精简品牌、产品线，聚焦一体两翼的产品组合。**在低档价格带中**，公司上市以来积攒深厚的品牌基础，柔和系列与金种子年份系列有望随渠道铺设实现稳步增长。**在中档以上价格带**，公司自香型角度切入寻求差异化，主推馥合香系列承接省内消费升级需求，现处于品牌推广期有待培育。与此同时，为更好借势啤白渠道融合战略，公司推出**高线光瓶酒“头号种子”**主攻年轻消费群体，目前正在省内铺设餐饮渠道；未来随品牌力的逐步积累，有望借助华润啤酒渠道迈向全国。

■ 盈利预测

华润入驻后的改革成效显著，随着馥合香系列品牌的不断培育拉动自然动销，叠加华润在渠道端的赋能，公司有望重回发展正轨。我们看好华润未来进一步赋能公司布局白酒的战略定力与决心，品牌培育正在路上，略微上调盈利预测，预计2024-2025年EPS为0.14/0.37

元，当前股价对应 PE 分别为 111/43 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、改革不及预期、新品导入不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	1,186	1,481	1,998	2,691
增长率（%）	-2.1%	24.9%	34.9%	34.6%
归母净利润（百万元）	-187	-21	94	240
增长率（%）				156.8%
摊薄每股收益（元）	-0.28	-0.03	0.14	0.37
ROE（%）	-7.3%	-0.8%	3.6%	8.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、安徽四大上市酒企之一，积极寻求升级破局.....	5
1.1、历史沿革：历经二十余年沉浮，高端化升级进入加速期.....	5
1.2、股权结构：国资委控制，华润入驻完成国企混改释放新活力.....	7
1.3、产品结构：以次高馥合香系列为体，民酒、高端文化酒为翼.....	8
2、白酒产销大省，消费升级趋势明显.....	12
2.1、安徽白酒市场持续增长，市场空间广阔.....	12
2.2、经济发展助力消费升级，次高端市场扩容动力足.....	14
2.3、省内一超多强格局显著，阜阳、合肥是战略要地.....	17
2.4、全国光瓶酒千亿市场，升级、年轻化趋势显著.....	19
3、“民酒”品牌积淀深厚，华润渠道赋能助力扩张.....	22
3.1、改革成效初显，金种子重新起航.....	22
3.2、做强底盘：柔和系列+年份酒品牌仍强，贡献稳定增量.....	23
3.3、做大中高端：“馥合香”承接省内消费升级需求.....	26
3.4、全国化扩张：高线光瓶新品“头号种子”有望迈向全国.....	28
4、盈利预测评级.....	28
5、风险提示.....	29

图表目录

图表 1：公司 1998-2023Q3 营收与增速.....	5
图表 2：公司 2018-2022 年中高档酒业务营收及增速.....	7
图表 3：公司 2018-2023Q3 归母净利润及增速.....	7
图表 4：公司股权结构（截止 2023 年中报）.....	7
图表 5：公司高管背景简介.....	8
图表 6：公司产品推出历程及价格带分布.....	9
图表 7：2016-2022 年公司白酒业务分档次营收及占比（单位：亿元；%）.....	9
图表 8：金种子馥合香酒获专家评鉴认可.....	10
图表 9：金种子馥合香斩获“第 2 届酒业青云奖年度十大新名酒”.....	10
图表 10：醉三秋品牌历史文化底蕴深厚.....	11
图表 11：金种子明代古窖池群落.....	11
图表 12：公司核心产品结构.....	11
图表 13：2017-2025 年安徽省白酒市场规模及预测情况.....	12
图表 14：安徽白酒分价格带市场规模.....	12
图表 15：安徽省各地区市场规模情况.....	13
图表 16：安徽各地级市白酒容量按梯队划分.....	13
图表 17：2012-2021 年安徽省白酒产量及增速.....	14

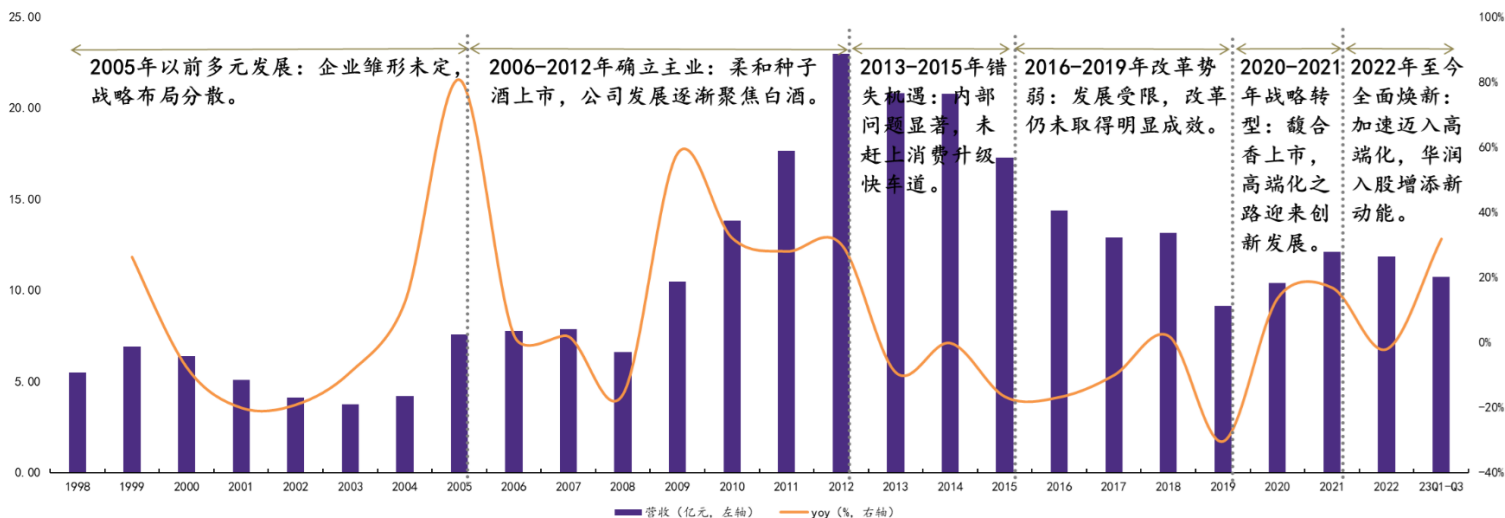
图表 18: 2022 年安徽省人均白酒年消费全国第五 (单位: 元)	14
图表 19: 2015-2021 年安徽省 GDP 及增速	15
图表 20: 2016-2022 年安徽省人均可支配收入	15
图表 21: 2016-2022 年安徽省常住人口稳定上升	15
图表 22: 2018-2022 年安徽省人口净流入	15
图表 23: 《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》主要内容归纳	16
图表 24: 宴席场景与白酒关联方面	17
图表 25: 省内四家上市酒企 2019-2023Q3 营收 (亿元)	18
图表 26: 省内白酒市场份额粗略测算	18
图表 27: 2022 年阜阳市 GDP 总量位居全省第四 (单位: 亿元)	18
图表 28: 合肥白酒市场份额	18
图表 29: 2013-2024 年中国光瓶酒行业增速超白酒	19
图表 30: 2020 年中国光瓶酒竞争格局	19
图表 31: “白酒新国标”的新定义	20
图表 32: 光瓶酒消费者结构划分	20
图表 33: 光瓶酒价格带划分及代表品牌	21
图表 34: 2018-2022 年公司人员构成	22
图表 35: 2018-2022 年公司员工人均创收及人均薪酬	22
图表 36: 安徽省 100 元以下白酒市场规模粗略估算	23
图表 37: 不同档次白酒的消费者分布及未来消费变化	24
图表 38: 最近五年白酒市场存量及增长分布	24
图表 39: 公司 2017-2022 年普通白酒业务销量及同比	24
图表 40: 公司普通白酒业务市占率粗略估算	24
图表 41: 2021 年阜阳金种子酒业老品提价通知	26
图表 42: 2018-2022 年公司普通产品毛利率呈下降趋势	26
图表 43: 2018-2023Q3 公司经销商数量 (单位: 个)	26
图表 44: 安徽省中端白酒市场规模粗略估算	27
图表 45: 阜阳金种子馥合香开窖节启动仪式	27
图表 46: 金种子馥合香中式集体婚礼活动	27
图表 47: “头号种子”新品发布会时尚概念图	28
图表 48: “头号种子”瓶身设计	28

1、安徽四大上市酒企之一，积极寻求升级破局

1.1、历史沿革：历经二十余年沉浮，高端化升级进入加速期

金种子酒为安徽四大上市酒企之一，引领馥合香型白酒新风尚。“金种子集团”创立于1996年，于1998年成功上市。公司发展聚焦白酒业务，系列产品主要包括浓香型金种子系列酒、种子系列酒、醉三秋系列酒和馥合香型白酒等，以大众和次高端价格带为主对全价格带进行产品布局。2022/2023Q1-Q3分别实现总营收11.86亿元/10.73亿元，分别同比-2.11%/+31.73%，归母净利润-1.87亿元/-0.35亿元。公司以低价格带产品为基本盘，收入占比超50%，中高端新产品尚在推广培育中，产品结构升级带动公司盈利能力持续提升，预计短期内有望实现归母净利润的扭亏。公司历经二十余年沉浮，在安徽白酒市场具有深厚的品牌基础，并有望借助新品推广、华润渠道赋能等契机，更好地承接省内结构升级需求，并逐步迈开省外扩张步伐。

图表 1：公司 1998-2023Q3 营收与增速



资料来源：同花顺，华鑫证券研究

1) 1993-2005 年业务布局多元：上市初期公司多元化业务发展战略受挫，一度出现亏损退市风险。金种子由原阜阳市酒厂演化而来，1993年在锁炳勋书记的带领下，进行了人事、用工、分配三大改革，实现产销和利润指标连年翻番，1996年正式成立安徽金种子集团有限公司，推出“金种子”、“种子”两大白酒品牌，1998年以“金牛实业”成功上市，成为全国第八家、安徽省第二家上市酒企。上市初期，公司业务开始向多元化转变，主营黄牛产业，同时兼顾白酒、啤酒、房地产等领域。由于经营不善及战略布局过于分散，难有协同效应，2003至2004年间公司归母净利出现持续亏损，并于2005年出现退市风险。

2) **2006-2012 年聚焦白酒主业：重新聚焦白酒业务，凭借单品柔和种子酒的成功推广重回徽酒第一梯队。**2006 年，公司由“金牛实业”更名为“金种子酒业”，公司主业正式聚焦回到白酒，主推核心单品柔和种子酒和醉三秋系列，其中柔和种子酒一度发展成为省内同价位白酒第一品牌。2006-2012 年间公司归母净利润 CAGR 超 77%快速增长；2012 年柔和种子酒销量破亿瓶，公司营收 22.9 亿，金种子荣升徽酒品牌第一梯队，公司发展达到黄金时期。

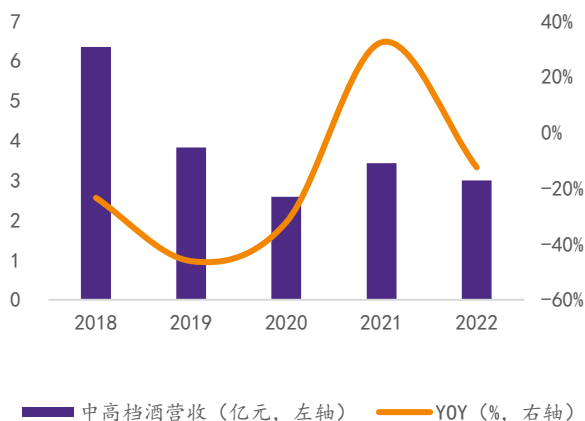
3) **2013-2015 年错失升级机遇：产品价格带升级决心不足，公司未搭乘上消费升级的发展快车。**2011 年前后安徽省迎来白酒的第一轮消费升级，主流价格带开始向上攀升。2012 年金种子虽计划推出徽韵金种子系列上攻 150 元左右价格带市场，但由于公司对产品价格带升级的决心不足，未能在徽韵金种子系列上投入较多资源，徽韵更多作为价格带补充产品而非向上升级突破的重点推广产品，因此品牌、产品升级的布局未能落实传递到终端消费者层面。与此同时，竞品古井贡酒、口子窖分别着重布局“年份原浆系列”和“窖藏系列”，向更高价格带进行升级布局，占据了高端化转型先发优势。2013 年金种子对现有的柔和、祥和系列产品进行升级焕新，但目标市场仍聚焦在百元内低端市场，随着竞争不断加剧，盈利水平受到压制。

4) **2016-2019 年改革成效不显：健康酒赛道谋取突破但市场小众；现存品牌开始老化，改革见效缓慢。**2016 年前后安徽省内第二轮消费升级来临，主流价格带由 100-200 元逐步升至 200-300 元。公司选择开辟健康酒赛道进行差异化竞争，新推出战略单品“和泰”苦荞健康酒布局 100-200 元价格带，定位为“安徽健康酒类的领航者”。后视镜看，由于健康酒市场容量较小，亦不适配商务、婚宴等宴请场景，作为公司主推新品未能帮助公司扭转业绩困局。在缺少产品升级为品牌进行焕新、价格带升级受挫、渠道利润被不断压缩的背景下，公司品牌老化无法承接升级需求，渠道利润透明，低价格带市场竞争加剧下市场份额被不断蚕食的窘境难以扭转。2016-2019 年公司业绩持续下滑，营收 CAGR 为-14.0%，其中 2019 年实现营收 9.14 亿元，同比下降 30.46%，归母净利润实现-2.04 亿元。

5) **2020-2021 年向上转型突破：馥合香上市，高端化之路迎来创新发展。**自 2019 年末贾光明董事长上任以来，调整战略方向，完善次高端价格带产品结构，陆续推出次高端产品系列“金种子馥合香”和高端产品“醉三秋 1507”，开创馥合香型白酒新品类，全面切入安徽省市场主流价位，分享第三轮消费升级红利。2021 年公司中高档酒业务实现营收 3.43 亿元，同比增长+32.34%，高端化转型初见成效。同时为巩固公司现有百元以下价格带市场份额与竞争优势，金种子计划推出战略新品光瓶酒，与古井、口子窖等形成差异化竞争。

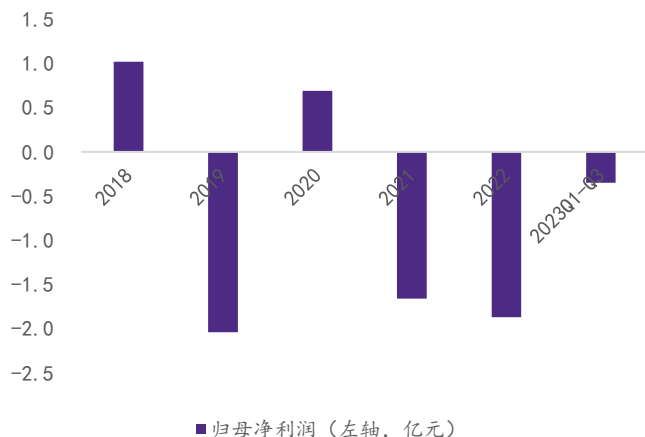
6) **2022 年至今发展换挡提速：华润入股增添新动能，加速迈入高端化。**2022 年阜阳投发将所持金种子集团 49%的股权转让给华润战投，华润成为金种子集团第二大股东。华润入股为金种子在管理团队、销售团队、渠道拓展、产品升级上带来了新赋能。2023 年，公司推出高线光瓶单品“头号种子”，顺应光瓶酒高端化、年轻化的发展趋势，未来有意将其作为核心抓手借助华润渠道实现全国化推广。

图表 2: 公司 2018-2022 年中高档酒业务营收及增速



资料来源: CHOICE, 华鑫证券研究

图表 3: 公司 2018-2023Q3 归母净利润及增速

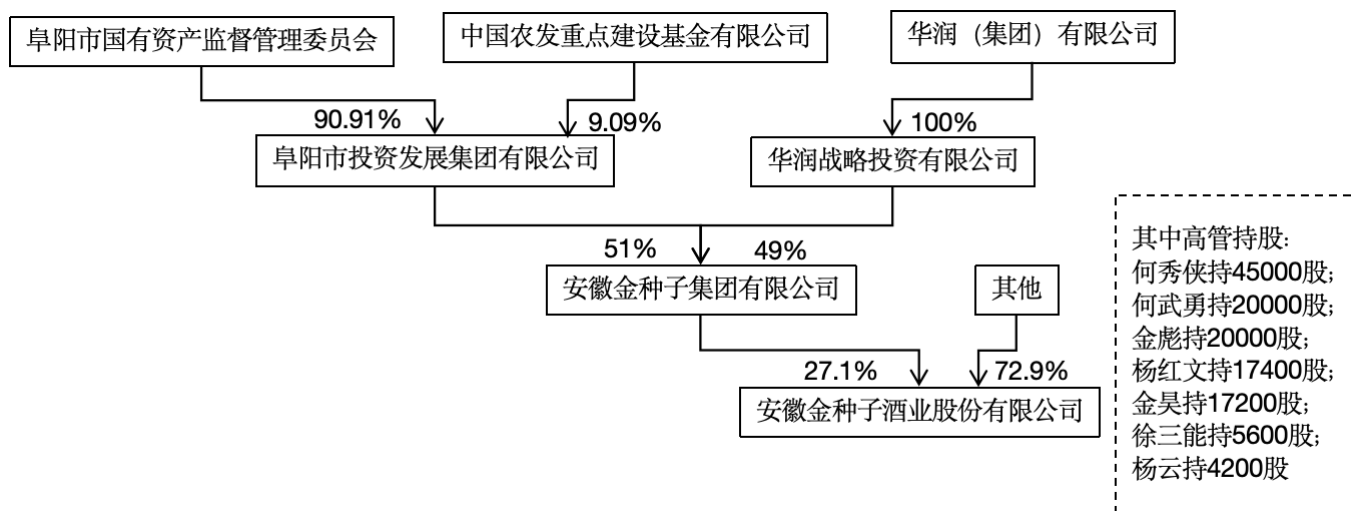


资料来源: CHOICE, 华鑫证券研究

1.2、股权结构：国资委控制，华润入驻完成国企混改释放新活力

背靠地方国资委，华润入股启动国企混改。截止 2023 年中报公布日，金种子酒业实控人阜阳国资委通过金种子集团持有 12.56% 公司股份，阜阳国资委隶属于阜阳财政局，公司实为国营单位。在国企混改热潮下，2022 年 2 月华润集团全资子公司华润战投收购阜阳投发拟以非公开协议转让的金种子集团 49% 股权，成为金种子集团第二大股东。其中，华润系高管何秀侠、何武勇、金昊等人通过二级市场增持部分公司股份，股权结构较为清晰。

图表 4: 公司股权结构 (截止 2023 年中报)



资料来源: 公司公告, WIND, 华鑫证券研究

华润系高管入驻公司，改革升级释放新活力。公司现任董事长为阜阳投发总经理谢金明，华润入股后对公司高管进行了重大调整，其中华润雪花啤酒有限公司董事兼总经理侯孝海、董事魏强等担任公司董事，华润啤酒安徽区域总经理何秀侠为公司董事兼总经理，公司现任财务总监金昊、副总经理何武勇均有华润雪花啤酒多年工作经验，三人的上任将

对金种子集团的销售、财务、人事管理系统升级带来新赋能。

图表 5：公司高管背景简介

姓名	职务	任职日期	年龄	简介
谢金明	董事长	2023/4/7	48	阜阳投发总经理、阜阳建投党委副书记、总经理。现任公司党委书记、董事长。
侯孝海	董事	2022/11/21	54	华润雪花啤酒有限公司党委书记、总经理、华润啤酒（控股）有限公司董事会主席。现任公司董事。
魏强	董事	2022/11/21	53	华润雪花啤酒有限公司党委委员、财务总监；华润啤酒（控股）有限公司执行董事及首席财务官。现任公司董事。
何秀侠	董事、总经理	2022/7/8	49	华润雪花啤酒安徽区域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。现任公司董事、总经理。
杨红文	董事、总工程师	2019/12/27	52	先后任安徽金种子酒总厂技术员、全质办主任，质量副厂长。现任公司董事、总工程师。
金彪	董事、董事会秘书	2019/12/27	49	曾任安徽金种子酒业股份有限公司证券事务代表、阜阳金种子酒业销售有限公司副总经理。现任公司董事、董事会秘书。
徐三能	副总经理	2019/12/27	58	公司第四至六届董事。现任公司副总经理。
何武勇	副总经理	2022/7/8	44	曾任华润雪花啤酒安徽、山西区域人力资源部经理，晋陕、江苏、苏沪区域副总经理。现任公司副总经理。
陈兴杰	副总经理	2019/12/27	58	历任安徽金种子酒总厂生产部主任、值班厂长、集团总经理助理、综合部经理、公司纪委副书记。现任公司副总经理。
金昊	财务总监	2022/7/8	46	曾任华润雪花啤酒有限公司财务部经理、华润雪花啤酒甘肃、黑龙江、山东区域财务总监。现任公司财务总监。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

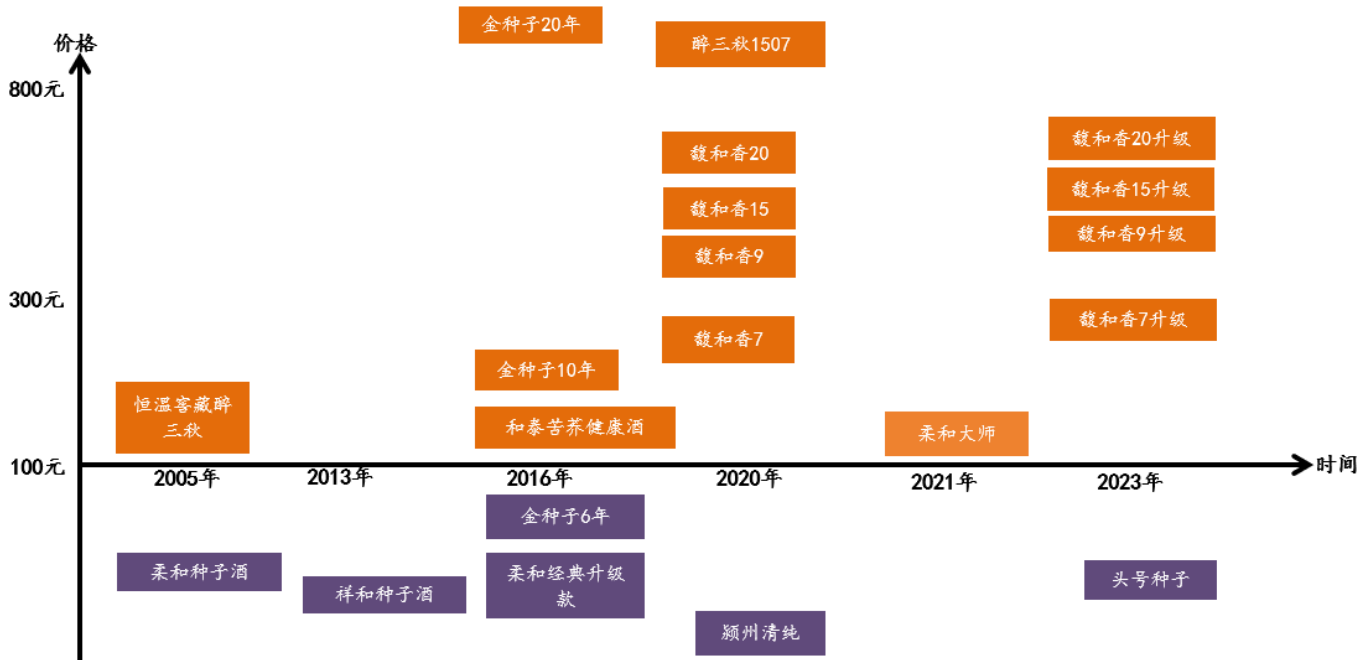
1.3、产品结构：以次高馥合香系列为体，民酒、高端文化酒为翼

公司现有金种子年份酒、种子系列、和泰、醉三秋、颍州和馥合香六大品牌，各品牌定位明确；按价格带可分为普通白酒、中高档酒两大类：

普通白酒业务聚焦百元以下价位，坚持“民酒”定位，为公司基本盘，随覆盖终端的增加稳定实现横向扩张。在多年精耕大众市场下，公司在省内中低档价格带白酒消费群体中建立了牢固的品牌基础，成功树立了大众名酒的品牌形象。2022 年普通白酒业务营收 3.85 亿元，占公司收入比例 56.20%，为公司稳固基本盘；后续随着华润渠道资源的赋能，伴随终端网点铺设率的提升仍能实现稳定增长。

中高档酒业务积极布局中档、区域次高与文化高端市场，承载市场消费升级需求。2020 年起公司调整战略方向，开启升级转型之路，构建以“金种子馥合香”和“醉三秋 1507”为核心的产品矩阵。当前公司中端产品馥合香系列仍处于培育期，未来有望借助省内渠道扩张与 100-300 元价格带市场扩容逐步放量。

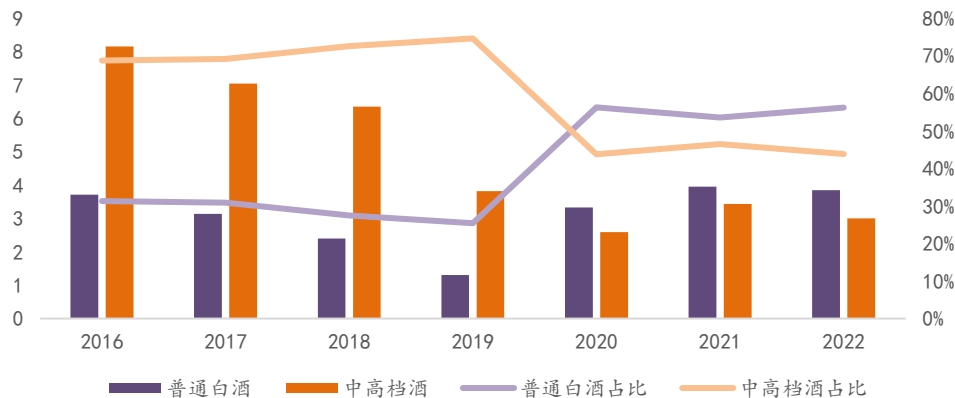
图表 6：公司产品推出历程及价格带分布



资料来源：金种子京东旗舰店，华鑫证券研究

注：价格带分布主要参考终端实际零售价格，具备一定的波动性，且可能与京东等电商平台标价不一致，仅供参考。

图表 7：2016-2022 年公司白酒业务分档次营收及占比（单位：亿元；%）



资料来源：CHOICE，华鑫证券研究

以高端化转型为核心发展方向，确立“一体两翼”的品牌战略。2022 年公司确立“一体两翼”的品牌组合战略，明确了柔和种子酒筑牢底盘、馥合香次高端差异化竞争、醉三秋主打高端文化名酒的产品定位。

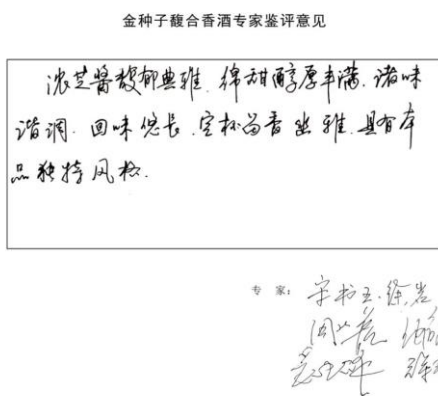
金种子馥合香系列为主体，承载省内消费升级需求。

2020 年 8 月金种子正式推出馥合香系列产品，公司将馥合香定位为徽酒中第一款聚焦次高端高度白酒的战略性产品，以“芝头、浓韵、酱尾，一口三香”的品类特点成为馥合香型白酒定义者，以优秀品质获得 100%“零差评、零质疑”的消费者认可，其中馥 20 荣

获“第三届黄淮流域白酒核心产区典型风格产品”奖、“第 2 届酒业青云奖年度十大新名酒”奖等奖项认可。2023 年，馥 7/馥 9/馥 15/馥 20 在品质、价位、名称、服务、包装上焕新升级，新系列产品覆盖 200-700 元价格带，承载省内消费升级需求。

华润进驻后，馥合香系列产品的战略地位获进一步提升，“金种子就是馥合香，馥合香就是金种子”成为最核心的产品战略。于 2023 年初馥合香系列产品已出徽南下，在广西南宁发布上市，省外扩张进程在华润渠道赋能下稳步推进。

图表 8：金种子馥合香酒获专家评鉴认可



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

图表 9：金种子馥合香斩获“第 2 届酒业青云奖年度十大新名酒”



资料来源：糖酒快讯，华鑫证券研究

柔和种子酒+醉三秋为两翼，筑牢底盘+提升品牌势能齐发力。

1) 柔和种子酒：最早于 2005 年问世，独创柔和香型，以酒质“香幽雅、清淡、味柔和干净”为特点，采用恒温窖藏，缔造绵柔品质，专家和普通消费者一致评价“饮前香气幽雅怡人、入口柔和顺喉、饮后舒适”。柔和种子酒在大众白酒市场具备牢固的品牌基础，成为在安徽县级市场第一个打造了亿级市场的品牌。2022 年华润入主以后，公司推出升级款“柔和大师”版，在品质上实现口感绵柔顺畅、酒体极度纯净、全程大师酿造、老酒多更柔和四重焕新升级，迎合大众对白酒品质与口味更高要求的升级趋势，有望帮助公司进一步筑牢底盘、为老品激发新活力。

2023 年柔和种子酒系列推出战略新品“头号种子”，定位大众低端市场，抢占 50 元以上高线光瓶酒细分赛道。产品蕴含“4243”的品质密码，即以 40%馥合香+20%浓香+40%清香基酒比例勾调而成，所有基酒均采用 3 年以上恒温贮存。“头号种子”目前已在线上售卖，且在省内市场线下铺货，作为公司啤白融合战略的落地产品，资源聚焦加华润渠道赋能，未来具全国化潜力。

2) 醉三秋：品牌具备深厚的文化底蕴，酿造采用金种子明代正德年间古窖池以及省级非物质文化遗产传统制作工艺，经过缓慢、均匀、长期发酵，赋予了醉三秋酒香幽、绵甜、舒适、悠长的绝妙口感。早年公司推出的醉三秋地蕴作为高性价比好酒为市场所认可，2020 年公司对醉三秋品牌进行升级，推出醉三秋 1507 定位区域高端文化白酒，着力于提升公司整体品牌势能。

- ✓ 2005 年醉三秋地蕴上市，定位百元以上价格带，以“恒温窖藏”打造独特品质风格，窖内温度恒定 23-25 度，酒质具有“入口甘润、绵柔爽冽、酒力强劲、后劲

绵长”等特点，饮用场景多为家庭聚餐、朋友小聚等。

- ✓ 2020 年公司推出区域高端文化白酒醉三秋 1507，定价 998 元，细分定位为社交、商务礼赠、高端商务宴请等，醉三秋 1507 在当前公司产品矩阵中处于拔高品牌形象、提升品牌势能战略位置。

图表 10：醉三秋品牌历史文化底蕴深厚



资料来源：糖酒快讯，华鑫证券研究

图表 11：金种子明代古窖池群落



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

图表 12：公司核心产品结构

定位	系列	产品	香型	价格	规格	图片展示	
中高档酒	金种子年份系列	徽韵 20	浓香	1088	500ml		
	醉三秋	醉三秋 1507	馥合香	998	500ml		
	馥合香	馥合香	馥 20	馥合香	698	500ml	
			馥 15		398		
			馥 9		368		
			馥 7		188		
	金种子年份系列	金种子年份系列	金种子 10	浓香	186 (40 度)	500ml	
金种子 6			98 (40 度)		460ml		
普通白酒	柔和系列	柔和大师	浓香	132	460ml		
		柔和种子	浓香	72	460ml		
		头号种子	柔和	68	500ml		
普通白酒	祥和系列	祥和种子	浓香	50	460ml		
	颍州系列	颍州佳酿	浓香	26	500ml		

资料来源：金种子京东旗舰店，华鑫证券研究
注：价格为京东平台零售价格，具备一定波动性，仅供参考。

2、白酒产销大省，消费升级趋势明显

2.1、安徽白酒市场持续增长，市场空间广阔

徽酒扎根本土，省内市场空间广阔持续扩容。据华经产业研究院数据，安徽白酒市场容量从 2017 年约 250 亿元增长至 2021 年约 350 亿元，四年 CAGR 约为 8.8% 保持快速增长态势，预计 2025 年可达 485 亿元。站在当前时点看，省内白酒市场空间仍然广阔。

分价格带看，徽酒市场主要分为 100 元以下大众市场、100-300 主流价格带、300-800 次高端及 800 元以上高端价格带，其中：

1) 0-300 元的大众市场是省内最大的基本盘，亦是目前徽酒竞争最激烈的价格带。2021 年市场规模约 260 亿元约占总规模的 74%，其中 100 元以下规模约 120 亿元占 34%，100-300 元价格带规模约 140 亿元占 40%，主流价格带由百元内逐步提升至 100-300 元；

2) 300-800 元的次高端市场已达 50 亿规模，占比 14%，近年来徽酒各品牌在次高端价位带纷纷推新，以迎合商务宴请等场景对次高端产品的需求；

3) 800 元以上的高端价格带约 40 亿元左右规模，占比 12%，在该价格带中，省外名酒依托更加明显的品牌优势，占比较高。

分地区看，各市级白酒市场大致可分为三大梯队：

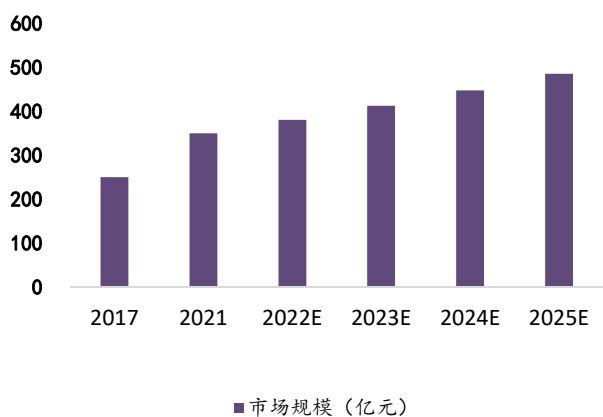
1) 其中合肥、阜阳位列第一梯队，合肥约占 70 亿元，处于绝对领先；阜阳是省内第二大白酒市场，是金种子的大本营市场，人均饮酒力位居安徽榜首，约占 50 亿规模；

2) 在第二梯队中六安约占 26 亿元，滁州、亳州约为 25 亿元，其中六安、亳州分别是迎驾贡酒和古井贡酒的产地市场；安庆、宿州分别约为 22 亿元和 20 亿元；

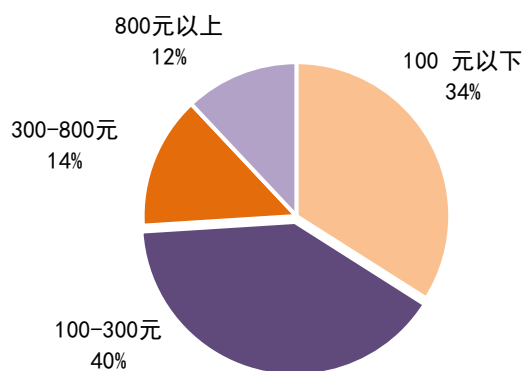
3) 第三梯队中，芜湖、蚌埠市场容量约 18 亿元，淮北、淮南、宣城约占 14-15 亿元，其中淮北是口子窖的原产地，其余地市规模均在 10 亿以下。

图表 13：2017-2025 年安徽省白酒市场规模及预测情况

图表 14：安徽白酒分价格带市场规模

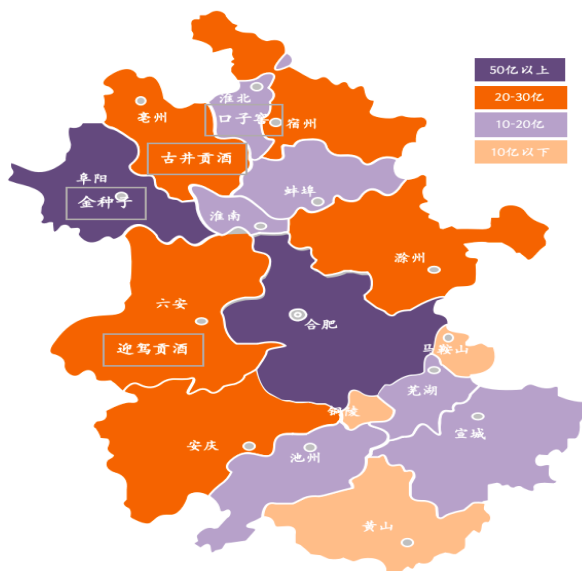


资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

图表 15：安徽省各地区市场规模情况



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

图表 16：安徽各地级市白酒容量按梯队划分

排序	城市	市场容量 (亿元)
第一梯队	合肥	70
	阜阳	50
第二梯队	六安	26
	滁州、亳州	25
	安庆	22
	宿州	20
第三梯队	芜湖、蚌埠	18
	淮北、淮南、宣城	14-15
	池州	10
	马鞍山、黄山、铜陵	9

资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

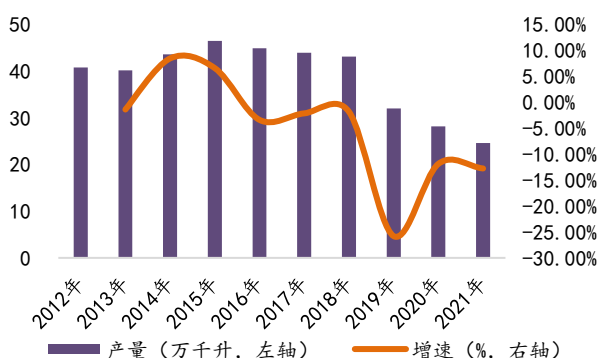
2.2、经济发展助力消费升级，次高端市场扩容动力足

安徽地区白酒产销基础好，白酒年产量、省内人均白酒年消费均为全国第五。徽酒文化历史悠久，可追溯至春秋时期，因徽州独特的地理位置和气候条件，孕育了众多风味不同的品质白酒，传承至今，其中古井贡酒与口子窖均名列中国名酒的榜单中。

需求端看，2021 年省内白酒市场规模达 350 亿元，2022 年省内人均白酒年消费额为 571 元位列全国第五，人均饮酒量全国第七，线上白酒消费全国第二。消费主力群体为中青年，该群体占常住总人口 60%以上，消费群体基数大，消费场景覆盖餐饮、商务、宴请和自饮等。

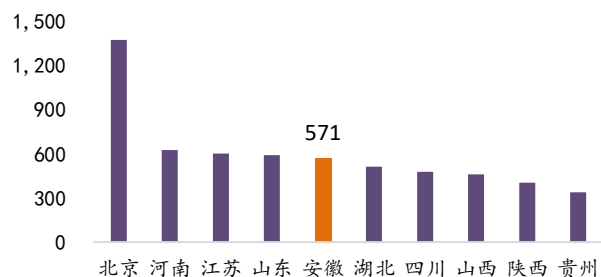
供给端看，安徽是传统产酒量大省，白酒产量按 2022 年数据计位居全国第五，2021 年省内白酒产量为 24.6 万千升，年产量保持稳定增速。省内共有上市酒企古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子四家，合计达规模以上白酒企业共 112 家（截止 2019 年数据），且徽酒品类齐全，覆盖浓香、兼香、酱香等多种香型。

图表 17：2012-2021 年安徽省白酒产量及增速



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 18：2022 年安徽省人均白酒年消费全国第五 (单位：元)



资料来源：酒教主，华鑫证券研究

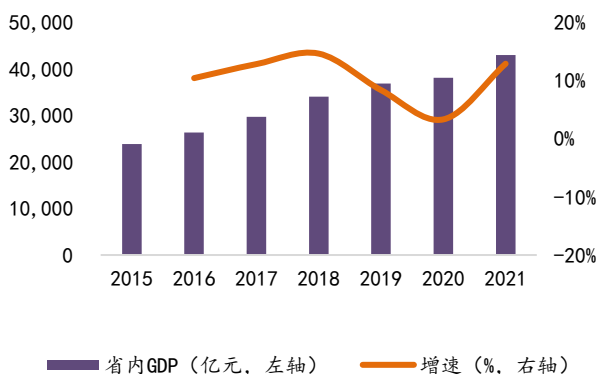
产业+资金+人才政策持续加码，带来人口持续净流入并有效拉动经济快速发展，为徽酒市场持续扩容的主要推动力。1) 产业政策：安徽重点发展集成电路、智能终端、生物医药以及智能语音及人工智能等创新型绿色产业，支撑省内经济迅速发展且带来大量就业机

会，吸引人才流入；**2) 资金政策**：合肥国资成立母基金，通过国资改革带动国企发展，借助投资运营平台进行专业化、市场化、资本化运作。合肥国资累计向战略性新兴产业项目投资超 1200 亿元，带动项目总投资超 4500 亿元，带动上下游产业链总投资近 5000 亿元，在京东方、长鑫存储和蔚来等多个项目的投资上已取得显著回报，拉动全省 GDP 迅速增长。**3) 人才政策**：2023 年安徽出台了 4.0 版人才政策及 16 项专项工作方案，借鉴江浙沪经验，旨在吸引和留住人才。“以产聚人”是安徽的发展策略，通过高端制造业提供大量优质就业机会，吸引各类人才。安徽拥有众多高等院校和科研机构，为制造业高质量发展提供人才支撑，安徽产业的兴起使得更多毕业生选择留在安徽就业。

量：人口净流入带来消费主力人数的稳定增长。安徽省常住人口自 2016 年来保持在 6000 万人以上，并保持稳定增长，其中 15-64 岁劳动人口占比在 60% 以上，白酒消费群体庞大。尽管安徽省出生率变化走势与全国趋势基本趋同，但我们看到由于人口流动使得每年安徽保持人口净流入状态。2018 年安徽省人口净流入 28.23 万人，人口流入总数位列全国第三位，近三年以来总流入人口数保持稳定上升趋势，持续支撑徽酒市场扩容。

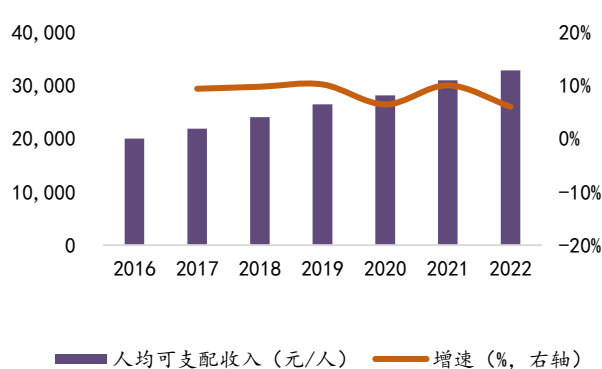
价：消费能力稳步提升推动白酒消费的升级。安徽近年来经济发展速度明显高于全国平均水平，受益于新能源等战略性新兴产业的快速发展，在 2015-2021 年间，安徽省 GDP 从 23831.18 亿元增长至 42959.18 亿元，其中 2021 年增速高达 12.87%，经济持续稳定发展，推动白酒市场持续扩容；人均可支配收入从 2016 年 19998 元增长至 2022 年 32745 元，CAGR 为 8.57%，居民收入水平不断提高，带动省内白酒消费的持续升级，白酒消费价格带不断上移，次高端价格带市场规模持续扩容。

图表 19：2015-2021 年安徽省 GDP 及增速



资料来源：安徽省统计局，华鑫证券研究

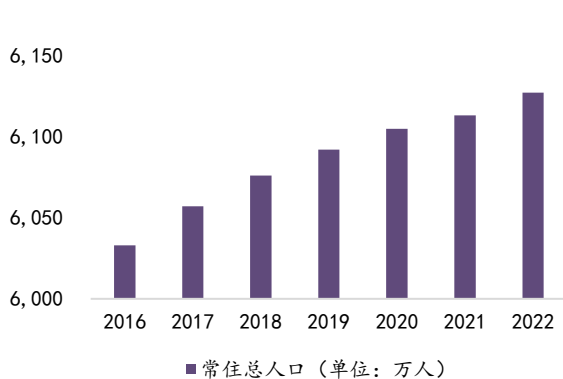
图表 20：2016-2022 年安徽省人均可支配收入



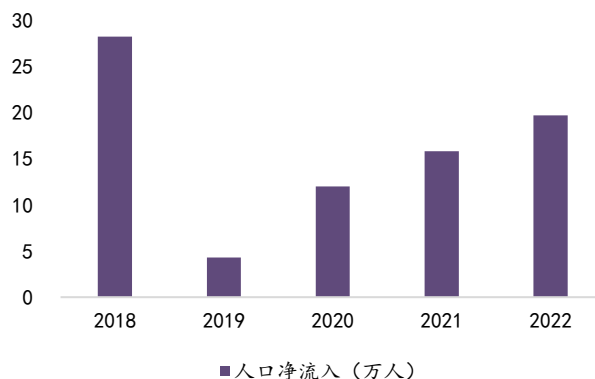
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 21：2016-2022 年安徽省常住人口稳定上升

图表 22：2018-2022 年安徽省人口净流入



资料来源：中经数据，华鑫证券研究



资料来源：澎湃新闻，环球网，华鑫证券研究

政策指引白酒产业高质量发展，高端化升级是趋势。安徽省在 2020 年发布《促进安徽酒产业高质量发展的若干意见》，确定发展主要目标：到 2025 年，安徽白酒企业实现营业收入 500 亿元，酿酒总产量 50 万千升，培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家，打造一批在国内具有更高知名度和竞争力的企业。建成全国优质酒生产、研发和原料、包装基地，构建“品牌强、品质优、品种多、集群化”的安徽白酒产业发展体系，提升安徽白酒在全国的品牌影响力。政策加码，着力突破酒企发展重难点，为徽酒升级转型指引方向。

图表 23：《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》主要内容归纳

《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》主要内容归纳	
重点工作	具体内容
“产区+基地”，优化白酒产业布局	发挥产区优势，提高产业集中度，打造产业基地集群。建立优质原料基地，引导中小企业以产业链为纽带，向龙头企业集中集聚，构建协作配套、协同发展的产业体系。
“扶优+扶强”，培育一批龙头企业	支持企业兼并重组，优化白酒生产主体；对白酒企业分类管理，建立重点企业联系帮扶制度；实施梯队培养计划，实现体制机制创新。
“数字+智能”，促进企业转型升级	支持企业建设数字化车间，创建智能工厂，开展“两化”融合对标贯标工作。
“低碳+循环”，推动实施绿色制造	开发绿色产品，创建绿色工厂，创建绿色工业园区，打造绿色供应链。
“质量+安全”，持续提升产品品质	建立企业标准体系，传承传统工艺，保障水质和生态要求。
“精品+名品”，重塑安徽白酒品牌	抢占高端市场，培养单品冠军，加大对安徽白酒整体形象宣传力度。
“创新+创意”，不断优化营销模式	织密线下营销网络，创新新媒体营销，实现个性化订制。

“领军+工匠”， 加强人才队伍培养	打造一批行业领军人才，选育一批“工匠”专才，培养一批应用型人才。
----------------------	----------------------------------

资料来源：安徽经济和信息化厅，华鑫证券研究

后疫情时代宴席市场需求回暖，大众宴席需求的旺盛带动次高端需求维持高位。宴席用酒在徽酒消费场景中占据不可忽视的地位，受价格、面子、喜好、风俗、实惠、饮用等因素影响，宴席场景下一般人均饮用量与消费档次更高，且品牌曝光与露出效果更好，容易营造更好的消费氛围，有力推动省内白酒的需求复苏。宴席用酒逐渐升级至次高端价格带的趋势仍然明显，是目前省内白酒消费升级的主要推动力。

图表 24：宴席场景与白酒关联方面

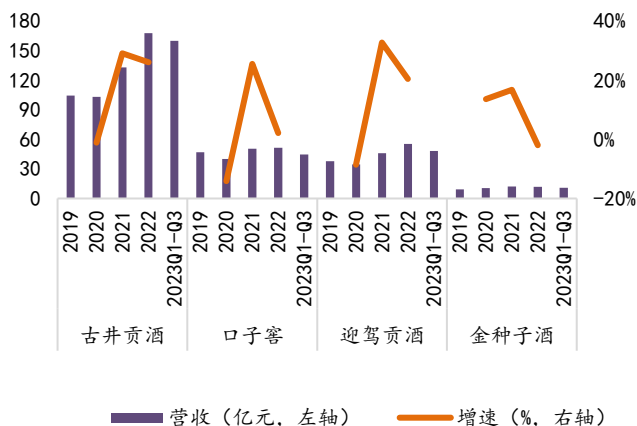


资料来源：华夏酒报，华鑫证券研究

2.3、省内一超多强格局显著，阜阳、合肥是战略要地

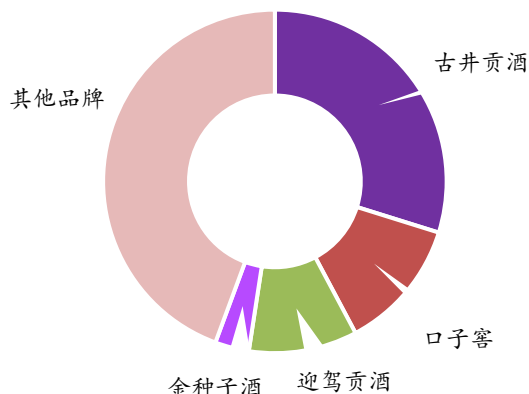
“一超多强”竞争格局显著，徽酒市场竞争壁垒高。省内当前拥有上市酒企 4 家，区域名酒、规模以上酒企 112 家，古井贡酒居于绝对龙头，2022 年/2023Q1-Q3 分别营收 167.13/159.53 亿元，占据省内约 30% 的市场份额（按 2022 年省内销售额粗略估算，下同）；口子窖、迎驾贡酒、金种子酒等多家酒企群雄争锋，2022 年/2023Q1-Q3 分别实现营收 51.35/44.46 亿元、55.05/48.04 亿元、11.86/10.73 亿元，分别占 12%/10%/3% 的市场份额，4 家上市酒企约占省内 56% 的市场份额，“一超多强”的竞争格局显著，且整体省内竞争日趋呈现往头部品牌集中化的趋势。对以茅、五、泸为主的省外名酒品牌而言，布局徽酒竞争主流价格带壁垒依然较高，当前省外名酒品牌竞争优势主要集中在 800 元以上的高端价格带。

图表 25：省内四家上市酒企 2019-2023Q3 营收（亿元）



资料来源：CHOICE，华鑫证券研究

图表 26：省内白酒市场份额粗略测算



资料来源：WIND，华鑫证券研究

徽酒核心价格带竞争激烈，各酒企在大众端与次高端齐发力创造增量。从具体价格带来看，100-300 元大众市场和 300-800 元次高端价格段是徽酒竞争的核心价格带。古井贡酒在量、质上处于领先，古 5、古 8 在大众端占据较大份额，古 16、古 20 快速放量，成为次高端主力产品；口子窖兼香系列新品搭配口子窖 6 年、10 年以及迎驾洞 6、洞 9 也在大众市场中表现强劲，占据重要地位，洞 16、洞 20、口子窖兼香系列新品也积极布局次高端、抢占市场份额。

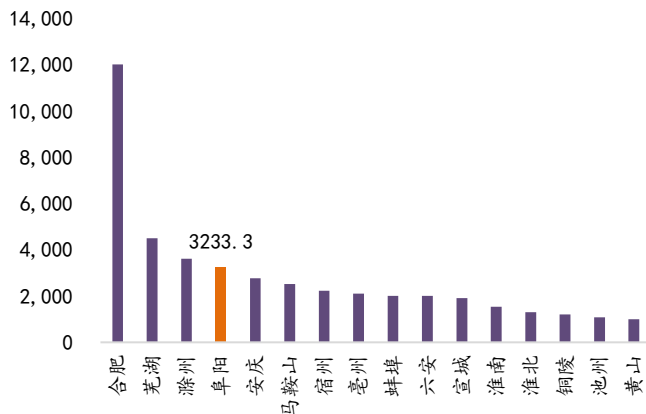
在百元以下的普档市场，金种子深耕价格带多年，对已有产品柔和、祥和等产品在品质、服务等方面焕新升级，并于 2023 年推出战略新品“头号种子”，精准布局高线光瓶细分赛道，与竞品错开价格带差异化竞争，稳固基本盘保持平稳增量。针对大众价格带和次高端价格带，一方面升级推出柔和大师，并借助金 6、金 10 多年积累的品牌影响力进行过渡；同时重磅推出馥和香系列，布局覆盖大众端至次高端价格带，有望带来新增长。

从市场渠道维度看，金种子在大本营阜阳市先发优势，未来有望借助华润渠道打开合肥市场。从省内各市分布来看，阜阳是省内第二大白酒市场，人口超千亿，市场规模约 50 亿，2022 年阜阳 GDP 位居全省第四，白酒文化消费基础好，经济发展稳健，金种子扎根阜阳，具有多重地域优势。古井、迎驾、口子窖分别在各自发源地亳州、六安、淮北占据较强先发优势，金种子抢占当地市场份额壁垒较高。在皖南区域，安庆和芜湖曾是金种子的重点区域，但由于管理混乱、渠道受损等原因近年来份额下降，目前两地白酒市场由古井和口子窖平分秋色；在皖北区域，蚌埠是古井强势区域，金种子、宣酒、皖酒王各品牌百花齐放，未来金种子有望进一步扩大份额。

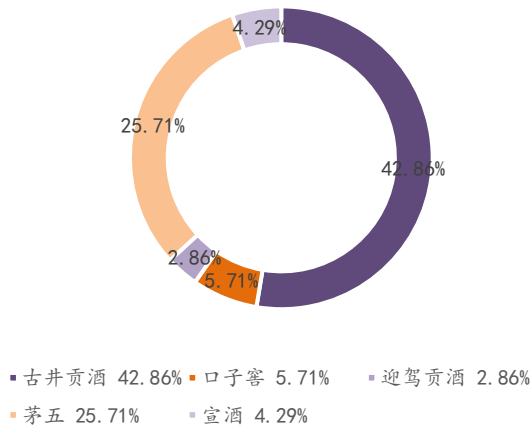
省会合肥作为省内第一大白酒消费市场，消费升级程度亦领先全省，作为样板市场，是徽酒不可忽略的战略要地，当前合肥市内竞争格局与全省基本一致，古井凭借精准卡位、先发布局占约 42.86% 的份额，绝对领先，口子窖和迎驾积极追赶合计约占 9%，区域名品宣酒与省外名酒茅五等不可小觑，合占约 30%。金种子在合肥市场内规模较小，未来有望通过华润渠道赋能、产品价格及香型等差异化竞争策略打开局面。

图表 27：2022 年阜阳市 GDP 总量位居全省第四（单位：亿元）

图表 28：合肥白酒市场份额



资料来源：安徽网，华鑫证券研究



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

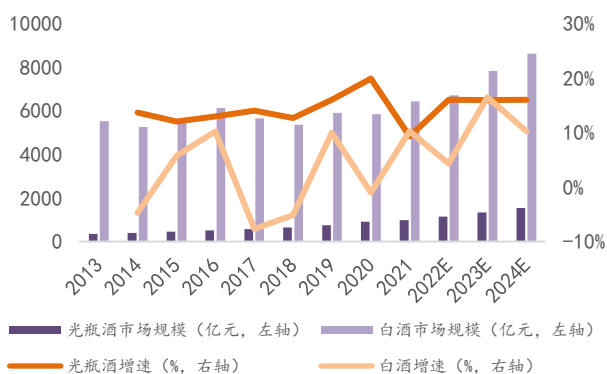
2.4、全国光瓶酒千亿市场，升级、年轻化趋势显著

光瓶酒市场快速扩容，其增速远超白酒行业平均水平，竞争格局相对分散。有数据显示，全国光瓶酒市场规模从 2013 年 352 亿增长至 2021 年 988 亿元，CAGR 为 13.8%，预计 2022 年至 2024 年光瓶酒行业将达到 16% 的年增长，到 2024 年市场规模将超过 1500 亿元。同期全国白酒行业市场规模从 2013 年的 5518 亿元增长至 2021 年的 6434 亿元，CAGR 为 2%，光瓶酒行业扩容速度远超白酒行业平均增速，未来市场发展空间广阔。

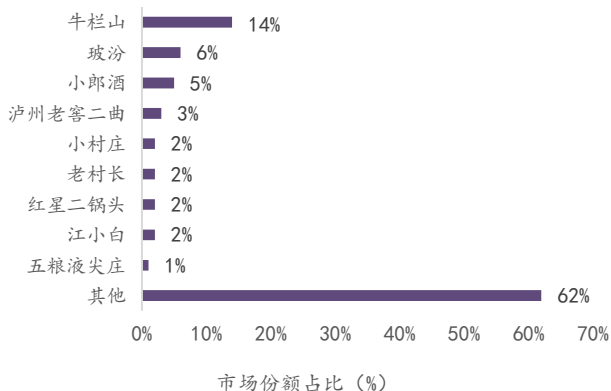
从竞争格局来看，市场集中度较低，2020 年光瓶酒行业 CR3 牛栏山、玻汾、小郎酒分别占比 14%、6%、5%，合计不足 30%，并且由于光瓶酒行业快速扩容，众多全国性、区域性名酒品牌纷纷入局，加剧光瓶酒行业竞争态势，细分行业内品牌众多、格局分散。

图表 29：2013-2024 年中国光瓶酒行业增速超白酒

图表 30：2020 年中国光瓶酒竞争格局



资料来源：华经产业研究院，华夏酒报，华鑫证券研究



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

当前 50 元以上高线光瓶已成为光瓶酒核心赛道，未来五年高线光瓶增速有望达到 20%-30%，较光瓶酒整体增速更快。

- ✓ 在供给端，白酒新国标出台对酿酒原材料与酿造方式进行了新定义，厂商开始对不符合新白酒标准的低线光瓶酒进行升级；且高线光瓶酒凭借相对较高的终端售价一般具备更高的渠道利润空间与渠道操作余地，因此高线光瓶酒多为主流白酒品牌新设光瓶酒产品时的主攻赛道。
- ✓ 在需求端，一方面光瓶酒年轻化、消费升级的趋势有效支撑高线光瓶酒的需求，另一方面高线光瓶酒凭借知名品牌的生产工艺，以出色的酒品品质与高性价比亦承载了部分低档盒装酒向下追求更高性价比的降级需求。当前 50 元以上高线光瓶已成为光瓶酒核心赛道，未来五年高线光瓶增速有望达到 20%-30%，较光瓶酒整体增速更快。

承载中低线光瓶酒的向上升级：光瓶酒消费者结构中 70 后、80 后、90 后分别占比约 29%、42%、23%，且呈现出 80 后向 90 后、95 后过渡的年轻化趋势，年轻消费者占比持续提升，或将成为光瓶酒新一代意见领袖。与中老年消费者相比，年轻消费者更注重品质、及品牌潮流属性等，对价格相对不敏感，根据《中国社会新人消费报告》，11%的 90 后不会比价，75%的 90 后会稍微比价，只有 14%的 90 后注重比价。年轻消费者对价格相对不敏感，同时中老年消费者同时亦有光瓶酒消费升级、喝更好的酒的诉求，推动部分光瓶酒需求由低线向高线进行升级跃迁。

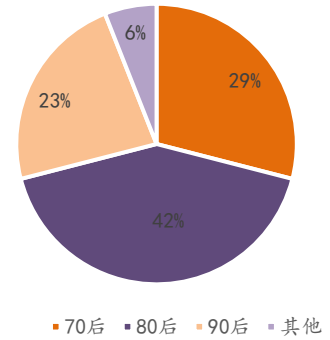
较低档盒装酒更具性价比：光瓶酒更多以包装方式进行归类，并不代表酒质的高低；相反在各品牌酒厂所在地，对品质有要求的白酒消费者更倾向于用大瓶在厂里直接购买散装酒作为口粮。部分高线光瓶酒在品质上不输甚至超越市面常见的白牌低档盒装白酒，价格上呈现的性价比更高，因此亦承载了部分追求性价比消费者的需求。

图表 31：“白酒新国标”的新定义

图表 32：光瓶酒消费者结构划分

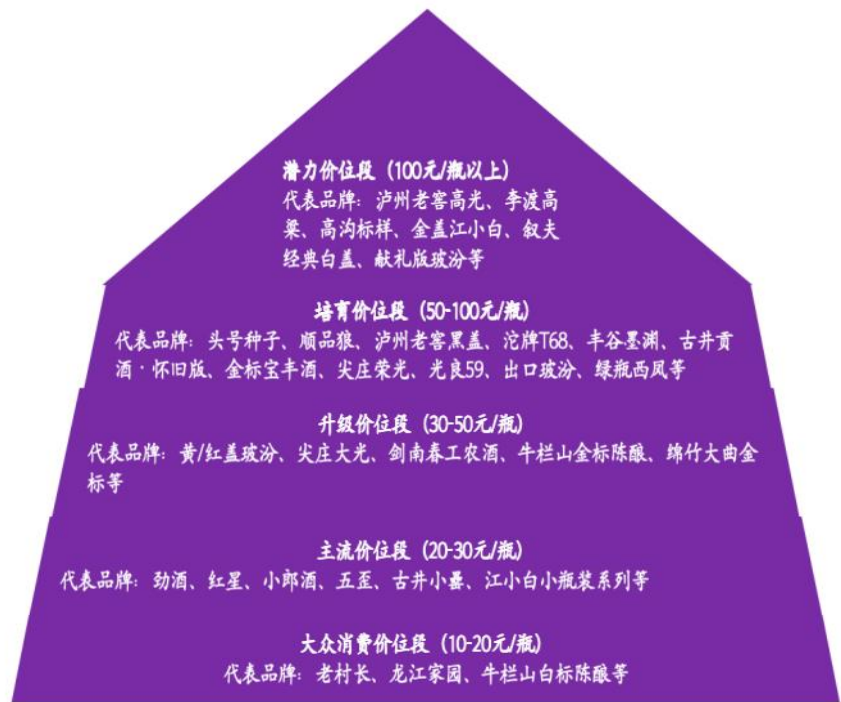
	分类	谷物食用酿造酒精	其他原料食用酒精	食品添加剂
白酒	固态法白酒	×	×	×
	固液法白酒	√	×	×
	液态法白酒	√	×	×
配制酒	调香白酒	√	√	√

资料来源：醉美酒坊，华鑫证券研究



资料来源：酒业家，华鑫证券研究

图表 33：光瓶酒价格带划分及代表品牌



资料来源：微酒，华鑫证券研究

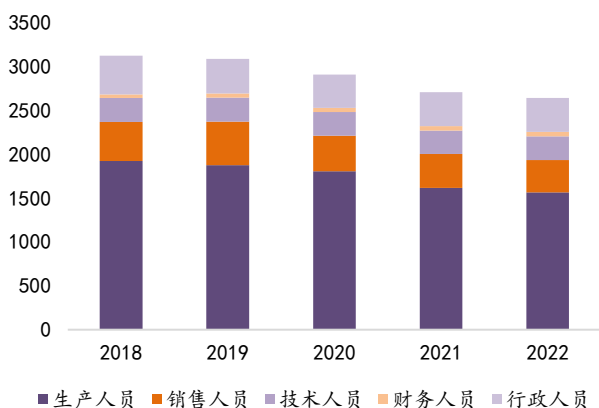
3、“民酒”品牌积淀深厚，华润渠道赋能助力扩张

3.1、改革成效初显，金种子重新起航

人员体系调整提效，市场竞争力持续提升。2020年贾光明董事长上任及2022年华润入驻，推动公司在用人机制上进行了重大改革，精简人员编制，提升公司人均薪酬与人效。其中华润系指派的公司总经理何秀侠于2022年7月就位后，迅速开展销售队伍的练兵与春节会展，期间完成对原销售团队的优胜劣汰，截止2023年春节前基本完成现有销售团队的定岗定编。根据公司2022年年度股东大会上管理层介绍，目前公司销售队伍为“三三制”，其中原金种子团队占比超三成，来自华润雪花管理的核心骨干与外聘有白酒从业经验的社招人才各占近3成左右，三系人马相互激励赛马，打造能上能下、能进能出的内部竞争氛围，激发团队活力。

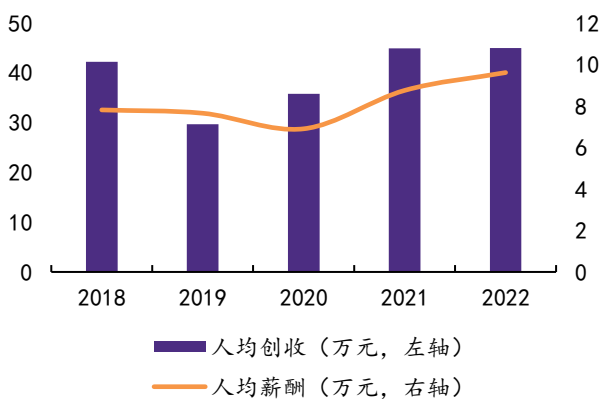
改革至今，员工总数呈收缩态势，但生产人员/销售人员等基础职能员工结构基本保持稳定，其中生产人员比重最高，占60%以上。截止2022年底，公司生产/销售/技术/财务/行政人员数量分别为1560/370/269/50/387人。近三年公司人均创收及人均薪酬保持稳定增长，2020年至2022年人均创收从35.77万元涨至44.98，人员优化增效成果显著。同时人均薪酬也呈现较大涨幅，2020/2022年人均薪酬分别为6.9/9.61万元，复合增长约18%，薪酬制度更加市场化、具竞争力；市场化薪酬考核亦更大程度上激发员工主观能动性。

图表 34：2018-2022 年公司人员构成



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 35：2018-2022 年公司员工人均创收及人均薪酬



资料来源：WIND，华鑫证券研究

销售体系内外变革，提升效率是关键。对内，通过缩减层级，采用扁平化管理来提升效率。公司将此前按产品划分的4个销售公司调整为前后台统一管理，其中前台按事业部分划分，下设销售大区与销售部，后台按职能分为人力、销售财务、销售管理与品牌管理四个部门。对外，公司在销售渠道端启动啤酒白酒渠道融合，对接啤酒大商并加强啤酒已覆盖终端的白酒导入，2023年5月网点覆盖率较2022年底提升5万余家或19%，与2022年7月华润实质入驻时增加超14万家，渠道端赋能效果显著。

销售费用投放模式由立项制回调责任制，注重大商团队组建与品牌打造的连贯性。华润在2023年将费投模式改为立项制，以季度为时间单位根据销售活动的规划对销售费用进

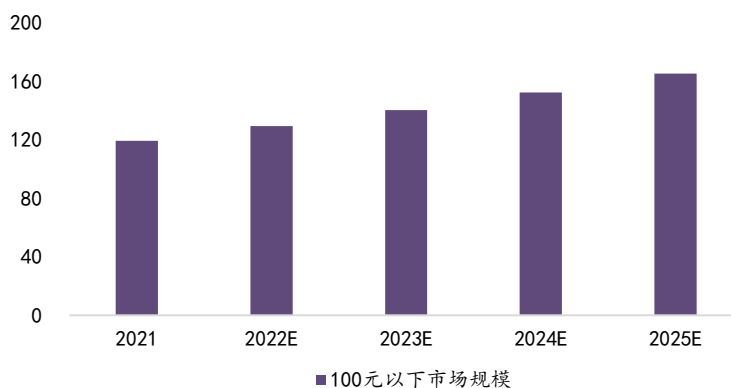
行投放。我们判断主要系集团在嫁接华润啤酒的渠道后，希望可以复用啤酒端所支出的销售费用资源，为白酒的品宣提高费效比。但由于啤酒同样在 2023 年面临较大动销压力，啤酒费投的溢出效应给白酒品牌打造带来的提振效果有限，而立项制本身由于时间跨度的断层不利于大商在中期维度规划团队构建和维系品牌打造的延续性，因此反而压缩了 2023 年公司与大商合作的空间。啤白融合本身仍处于试点阶段，试错与调整是必经之路，华润 2024 年快速调整打法，针对大商或新开辟市场允许按责任制发放费率，即按全年预计订货量申请全年销售费用额度，我们判断将有助于大商对销售人员队伍和市场动作进行中期维度的规划与自主控制，期待未来操作空间打开后与大商的加速合作，以及在关键餐饮店的推广效果。

对品牌与产品矩阵进行重塑，聚焦一体两翼。 华润对公司原有的 6 大体系、上百个 sku 进行缩减，以价格带对档次与品牌进行划分归类，重新确立了一体两翼的产品体系，明确各个价格带资源聚焦的核心产品。其中，一体为金种子馥合香系列的 4 款产品，其中馥 7 与馥 9 是公司重点发力方向，馥 15 与馥 20 承载品牌露出与拔高调性的职责；两翼分别为低端民酒（柔和、年份酒等）与高端文化酒（主要指醉三秋 1507）。其中低端民酒的销售是公司的核心底盘业务，借助多年积攒的品牌沉淀，未来通过加强与啤酒的渠道融合，有望贡献稳定增量；馥合香系列为公司针对中档价格带的主推产品，未来有望帮助公司更好承接省内消费升级需求，目前仍处于品牌培育阶段；高线光瓶酒系公司为更好借势啤酒渠道而推出的新产品，由于光瓶酒单位货值偏低且渠道与啤酒的重叠度更高，未来有望嫁接啤酒渠道率先迈向全国市场。

3.2、做强底盘：柔和系列+年份酒品牌仍强，贡献稳定增量

省内普通白酒市场整体呈稳定上升态势。 2023 年省内经济呈渐进式复苏，普档白酒更多承载消费者口粮的消费需求率先恢复，我们预估后续将维持稳增态势。其中，低端白酒市场规模据测算，2021 年省内 100 元以下白酒市场规模达 119 亿，预估 2025 年可达 165 亿，四年 CAGR 达 8.5%，保持稳定增长态势。当前安徽省中低端白酒市场竞争激烈，各酒企均积极布局卡位，且逐渐呈现品牌化、集中化趋势，市场基础好的品牌酒企有望在行业中凭借竞争优势，提升市场集中度。

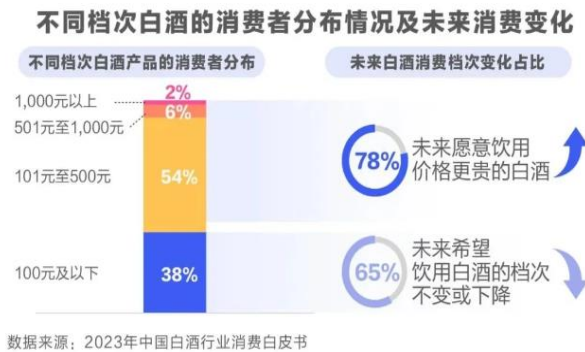
图表 36：安徽省 100 元以下白酒市场规模粗略估算



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

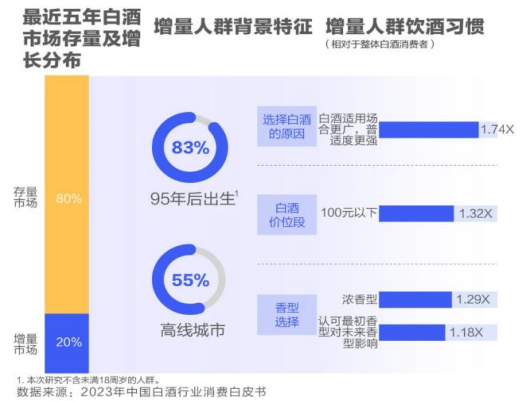
追求性价比的消费者与年轻消费群体是百元以下普档酒市场规模新增的主要来源。数据显示，100元及以下低端白酒消费者占比38%，其中65%的消费者未来希望饮用白酒的档次不变或下降，普档白酒的存量消费需求相对稳定。近五年白酒市场涌入了两成新进消费群体构成增量市场，增量人群呈现出年轻化、居住在高线城市、初入职场等特征，消费需求上更偏好100元以下口粮酒、浓香型产品，为中低端白酒市场带来增量需求。

图表 37: 不同档次白酒的消费者分布及未来消费变化



资料来源：2023中国白酒行业消费白皮书，华鑫证券研究

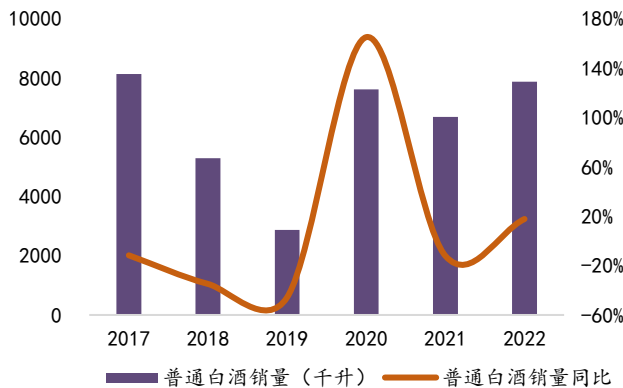
图表 38: 最近五年白酒市场存量及增长分布



资料来源：2023中国白酒行业消费白皮书，华鑫证券研究

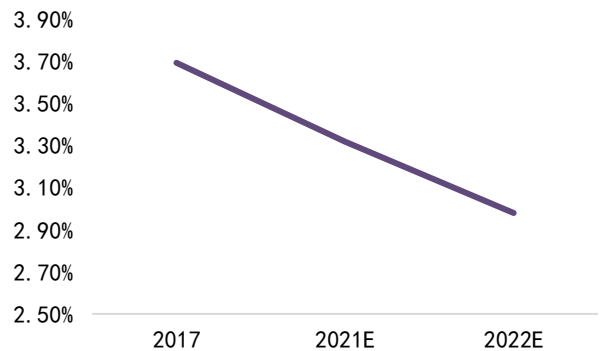
公司低端产品品牌力仍强，内部改革提效、外部重视渠道建设，未来市场占比仍有较大增长空间。2017年公司低档白酒业务市占率测算约为3.69%，2021年/2022年分别为3.32%/2.33%。百元内价格带竞争激烈，由于公司内部调整及其他厂商加大布局等影响，公司低档白酒业务市占率呈下降趋势。公司多年来在省内坚持“民酒”定位，扎根大众市场，品牌优势明显，且近几年多款百元以下价格带单品推动焕新升级，老品市场逐步盘活；未来有望借助华润渠道赋能，以基地、优势市场起步逐步辐射周边，随终端覆盖面的扩张，未来公司在普通白酒的市占率预计将实现平稳增长。

图表 39: 公司 2017-2022 年普通白酒业务销量及同比



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 40: 公司普通白酒业务市占率粗略估算



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

内部提效帮助公司重拾市场竞争力。2020年贾光明董事长上任后，在公司组织变革、用人机制、薪酬体系、预算管理、绩效考评等内部治理方面进行了改革。公司过往普通白酒市场份额被不断蚕食，内部治理低效是主因之一。通过内部提效，重塑健康的经营机制，

启动组织、品牌、产品等业务的重塑工作，公司市场竞争力重回一线水平。2020 年，公司普通白酒业务销量达 7612 千升，同比增长 164.91%，主要系统口径发生变化，普通白酒定义由 50 元以下更改为 100 元以下，自 2021 年起普通白酒业务重拾增长。

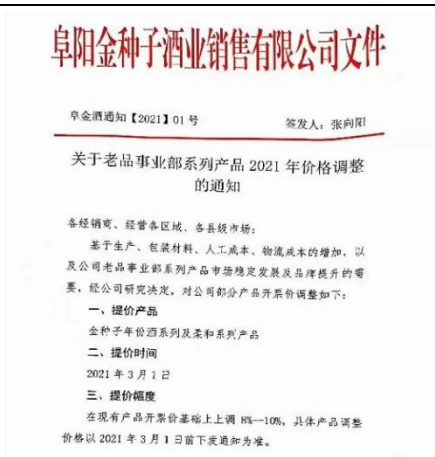
“老品中有黄金”，金种子酒经年坚持“民酒”定位，柔和+年份酒系列在百元以下价格带市场中仍有较大影响力。公司自 2005 年起，就把品牌的营销战略定位为大众白酒品牌，致力于打造大众民酒；后续虽对发展战略有所调整，加大对次高价格带的重视，但普档白酒始终是公司发力的重要方向之一：

- ✓ 2005 年公司推出柔和系列核心单品柔和种子酒，在以香型为主导的白酒市场掀起一股“柔和风暴”；
- ✓ 2013 年公司始终坚持“大众民酒”定位，柔和、祥和种子酒仍为公司主推方向，品牌势能不断累积；
- ✓ 2016 年左右推出金种子年份酒系列，其中主推产品为金种子 6 年与 10 年，对 50-100 元附近价格带进行细分布局；推出柔和经典升级款，对柔和产品进行焕新升级。
- ✓ 2020 年，公司进一步提出“激活存量，做大增量”的产品策略，其中“激活存量”即为聚焦“柔和”与“金种子年份酒”；
- ✓ 2021 年再次对柔和系列进行焕新升级，推出柔和大师系列新品，推动老品的结构升级。

“柔和大师”新品发布，助力存量市场扩盘，带来新利润增长点。2021 年，金种子“柔和大师”的升级发布，打开基地市场新空间。作为金种子柔和系列的老品新款，柔和大师具有承前启后的战略意义，既是唤醒消费者对柔和系列品牌的消费记忆，亦通过包装、品质的升级实现柔和系列的向上升级，全面激活柔和品类承载普通白酒消费升级的需求。柔和品牌本身具备一定的品牌势能，更高的渠道利润带来更强的渠道推力，结合消费者层面的营销投入，使得产品受关注程度稳步提升，为存量市场扩盘增添了强大助力。

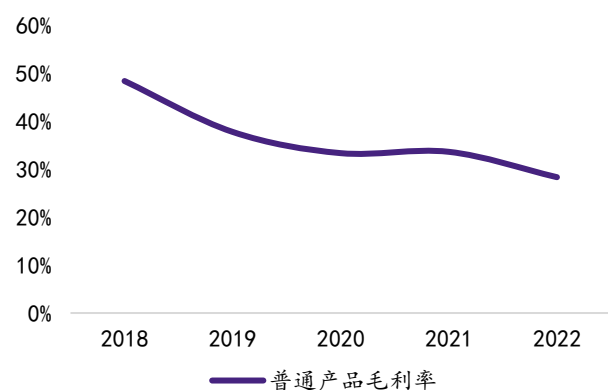
年份酒系列及柔和系列提价，重塑渠道利润，有助于修复公司普通白酒业务毛利。阜阳金种子酒业销售有限公司发布《关于老品事业部系列产品 2021 年价格调整的通知》，自 2021 年 3 月 1 日起，对公司金种子年份酒系列及柔和系列两大主力产品的出厂价进行上调，上调幅度为 8%-10%。据公司公告表示，此次对两大主力产品提价是基于生产、包装材料、人工成本、物流成本的增加，以及公司老品事业部系列产品市场稳定发展及品牌提升的需求，旨在进一步激活年份酒系列和柔和系列老品的活力，向经销商与消费者传递公司对大众市场老品的重视与打造。

图表 41：2021 年阜阳金种子酒业老品提价通知



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

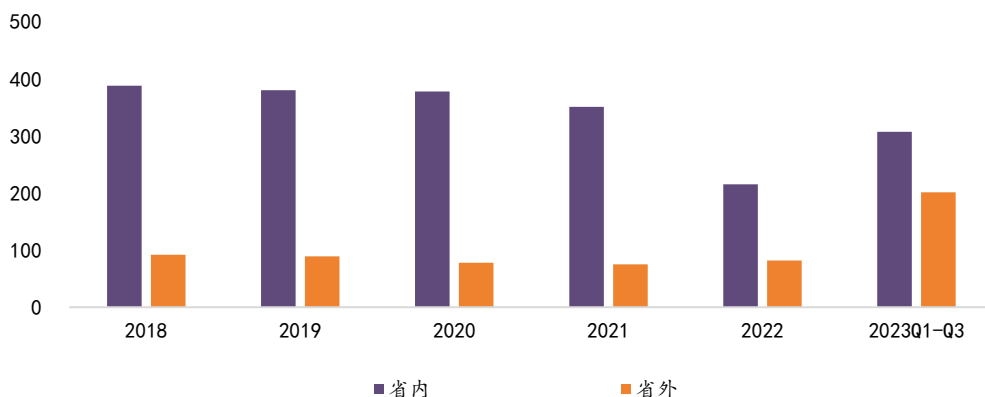
图表 42：2018-2022 年公司普通产品毛利率呈下降趋势



资料来源：WIND，华鑫证券研究

公司经销体系推动改革，叠加华润渠道赋能，终端网点覆盖率稳步提升。公司各级持续推动经销商建设，整合、拓展经销商队伍，增加经销商整体的质量与数量。2023Q3 公司经销商数量基本稳定在 500 左右，其中省内经销商保持在 300+以上。自 2019 至 2022 年，经销商平均销售收入从 5.0 亿元增长至 6.6 亿元，整体质量亦得到有效提升。与此同时，公司在安徽省内获华润渠道赋能，2022-2023 年随着各项渠道拓展战役的顺利开展，整体终端网点覆盖率得到稳步提升，中期维度看公司目标现饮渠道终端覆盖率实现 45%，非现饮终端覆盖率实现 70%，当前仍有较大的提升空间。

图表 43：2018-2023Q3 公司经销商数量（单位：个）



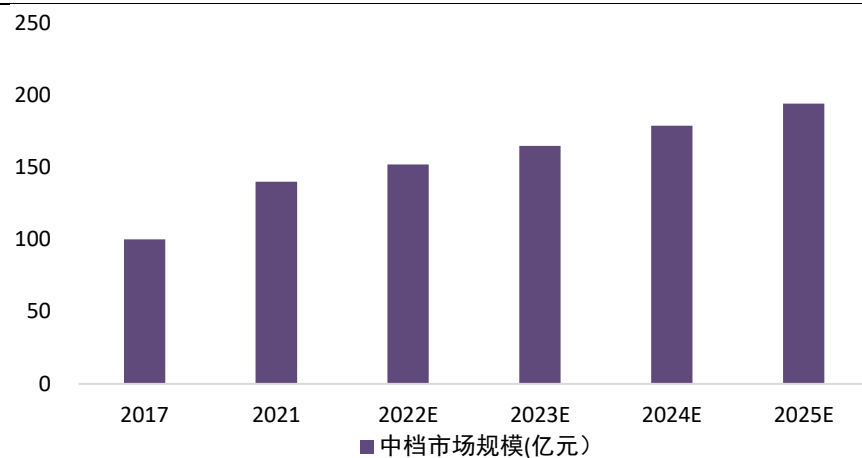
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.3、做大中高端：“馥合香”承接省内消费升级需求

安徽省白酒消费升级趋势明显，向 200-300 元价格带升级已为确定方向。安徽省人均可支配收入从 2016 年 19,998 元增长至 2022 年 32,745 元，CAGR 为 8.57%，经济发展加速省内消费升级趋势，同时叠加消费者端倡导“少喝酒，喝好酒”的健康理念深入人心，在消费能力和消费意愿上共同推动次高端白酒市场享受经济发展的红利。当前，100-300 元的中档价格带已成为徽酒市场的确定性增长点。按照中端占比保持 2021 年水平不变的保守假设估算，我们预计省内 2025 年中档规模可由 2021 年的 140 亿增至约 200 亿，复合增速预

计可超 8.5%。

图表 44：安徽省中端白酒市场规模粗略估算



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

金种子馥合香是“一体两翼”战略的主体，凭借品牌、渠道等相对优势有望在基地市场率先打开局面。阜阳市是安徽省第二大白酒市场，市场容量高达 50 亿，是安徽白酒门户型市场。公司起源于阜阳县酒厂，多年深耕阜阳基地市场，在阜阳市场拥有较强的品牌、消费基础，以及渠道端经年积累下来的深厚资源，有望帮助馥合香系列产品借势消费者对金种子的品牌记忆，快速起量。

从产品特色、渠道推力向终端销售周转累进的路径已基本走通，品牌影响力的进一步培育是接下来影响动销增速的关键。在产品特色上，馥合香系列产品在香型上另辟赛道具话题度，且产品力获金种子多年积累下来的口碑背书，在消费者层面具较强市场竞争力。在渠道推力上，馥合香系列终端价盘稳定，为渠道留足利润；且公司针对消费者层面亦推出了大量鼓励开瓶的奖励政策，刺激终端动销。随白酒产品价格带的提升，白酒消费中的社交属性逐步由品类向品牌转移，次高端产品的品牌力是拉动自然动销的关键。为传递馥合香品牌故事，公司陆续举办了中国馥香白酒研究院的挂牌、金种子馥合香开窖节、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系列营销活动，成为阜阳消费者了解、认同馥合香的重要载体。品牌培育固然有事件引爆的成功案例，但更多依赖时间的培育与沉淀。

图表 45：阜阳金种子馥合香开窖节启动仪式



资料来源：酒说，华鑫证券研究

图表 46：金种子馥合香中式集体婚礼活动



资料来源：印象阜阳，华鑫证券研究

3.4、全国化扩张：高线光瓶新品“头号种子”有望迈向全国

为适应光瓶酒高端化、年轻化趋势，公司推出高线光瓶战略新品“头号种子”，面向90、95后年轻群体。

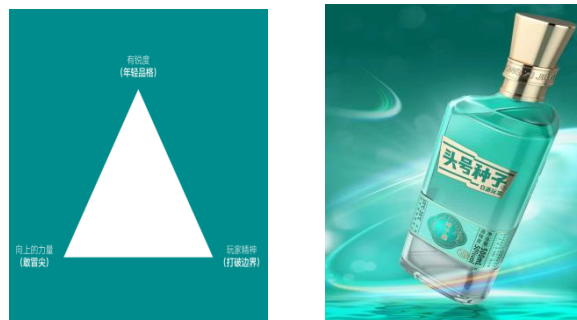
头号种子：2023年3月份金种子在合肥发布高线光瓶战略新品“头号种子”，发布会现场打造成“潮玩秀”的形式，采用光影交互、破界等标签以及缤纷的调酒、酷炫的舞台，充分展示了头号种子计划打造中国年轻人的光瓶新潮饮、定位“白酒玩家”的创新品牌内核。消费群体主要面向90、95后年轻群体，重视新潮时尚的产品调性，“头号种子”在瓶身设计上以“马尔绿+三角瓶”为独特造型满足年轻人重颜值的个性化需求，以敢于冒尖、打破边界创新的品牌精神满足新生代的年轻品格。

图表 47：“头号种子”新品发布会时尚概念图



资料来源：酒业家，华鑫证券研究

图表 48：“头号种子”瓶身设计



资料来源：OCD HF，华鑫证券研究

头号品质：蕴含“4243”品质密码，酒品测试好评率获超80%。“头号种子”由中国白酒工艺大师杨红文领衔，3位国家级白酒评委、16位高级品酒师、15位高级酿酒师共同研发，打造“4243”的品质密码，即以40%馥合香+20%浓香+40%清香基酒比例勾调而成，所有基酒均采用3年以上恒温贮存。在上市之前，已经过阜阳、合肥、南京等10多个地市、3600名消费者实态品饮测试，对标多款畅销名酒，最终头号种子最优率超过80%，具备优秀品质基因。

头号渠道：华润入股打造啤白融合新模式，庞大的终端渠道助力“头号种子”放量安徽、迈向全国。2022年华润入驻金种子，华润深耕啤酒业多年，拥有强大的啤酒渠道网络，当前华润在全国拥有1万多家经销商，餐饮终端200多万家，渠道优势明显。目前头号种子在安徽省的华润啤酒渠道铺货率稳步提升，省外周边河南、江苏等也在同步进行铺货动作，未来有望借助华润渠道逐步扩展至全国市场。

4、盈利预测评级

华润入驻后的改革成效显著，随着馥合香系列品牌的不断培育拉动自然动销，叠加华润在渠道端的赋能，公司有望重回发展正轨。我们看好华润未来进一步赋能公司布局白酒

的战略定力与决心，品牌培育正在路上，略微上调盈利预测，预计 2024-2025 年 EPS 为 0.14/0.37 元，当前股价对应 PE 分别为 111/43 倍，维持“买入”评级。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	1,186	1,481	1,998	2,691
增长率 (%)	-2.1%	24.9%	34.9%	34.6%
归母净利润 (百万元)	-187	-21	94	240
增长率 (%)				156.8%
摊薄每股收益 (元)	-0.28	-0.03	0.14	0.37
ROE (%)	-7.3%	-0.8%	3.6%	8.4%

5、风险提示

宏观经济下行风险、改革不及预期、新品导入不及预期等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	511	749	1,009	1,375
应收款	82	65	60	74
存货	1,329	1,083	967	880
其他流动资产	193	163	180	161
流动资产合计	2,114	2,060	2,217	2,491
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	641	693	684	654
在建工程	158	63	25	10
无形资产	252	240	227	215
长期股权投资	5	5	5	5
其他非流动资产	226	226	226	226
非流动资产合计	1,281	1,226	1,167	1,109
资产总计	3,395	3,285	3,383	3,600
流动负债:				
短期借款	29	0	20	30
应付账款、票据	330	287	282	259
其他流动负债	204	204	204	204
流动负债合计	673	584	594	581
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	166	166	166	166
非流动负债合计	166	166	166	166
负债合计	840	751	760	748
所有者权益				
股本	658	658	658	658
股东权益	2,555	2,535	2,623	2,852
负债和所有者权益	3,395	3,285	3,383	3,600

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-186	-20	88	229
少数股东权益	1	1	-5	-11
折旧摊销	52	55	58	57
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-329	232	93	70
经营活动现金净流量	-462	269	234	344
投资活动现金净流量	52	43	46	46
筹资活动现金净流量	648	-29	20	10
现金流量净额	239	283	300	399

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,186	1,481	1,998	2,691
营业成本	872	987	1,237	1,578
营业税金及附加	126	175	234	312
销售费用	244	237	318	425
管理费用	118	104	138	183
财务费用	-15	-21	-27	-37
研发费用	25	31	42	57
费用合计	372	351	470	627
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	-172	-25	63	178
加:营业外收入	6	9	8	7
减:营业外支出	1	0	1	2
利润总额	-166	-16	70	183
所得税费用	20	4	-18	-46
净利润	-186	-20	88	229
少数股东损益	1	1	-5	-11
归母净利润	-187	-21	94	240

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-2.1%	24.9%	34.9%	34.6%
归母净利润增长率				156.8%
盈利能力				
毛利率	26.4%	33.3%	38.1%	41.3%
四项费用/营收	31.4%	23.7%	23.5%	23.3%
净利率	-15.7%	-1.3%	4.4%	8.5%
ROE	-7.3%	-0.8%	3.6%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	24.7%	22.8%	22.5%	20.8%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	14.5	22.8	33.2	36.5
存货周转率	0.7	1.1	1.5	2.1
每股数据(元/股)				
EPS	-0.28	-0.03	0.14	0.37
P/E	-55.5	-493.1	111.1	43.3
P/S	8.8	7.0	5.2	3.9
P/B	4.1	4.1	4.0	3.6

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。