

方正证券研究所证券研究报告

洋河股份(002304)

公司研究

食品饮料行业

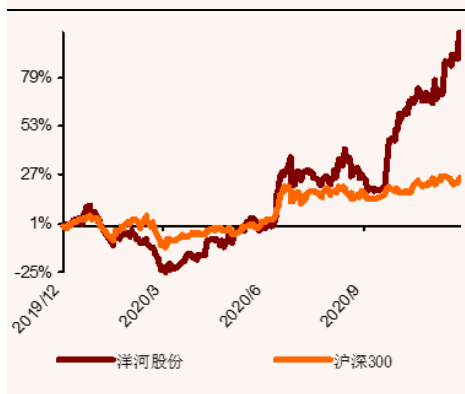
公司深度报告

2020.12.18/强烈推荐(维持)

分析师：薛玉虎
登记编号：S1220514070004

分析师：刘洁铭
登记编号：S1220515070003

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《洋河股份：调整初见成效，最差时点已过，梦6+趋势明确》2020.10.22

《洋河股份：经营压力充分释放，期待H2重回增长》2020.08.29

《调整恢复进度超预期，全年目标收入持平显信心》2020.04.29

《持续调整拖累业绩，疫情拉长调整期》2020.03.01

1、洋河本轮的“深度调整”一半是行业的原因，一半是公司自身原因。16年以来白酒行业进入新一轮景气周期，但相比之下洋河的业绩及股价表现却不及预期，公司也于19年开始深度调整。我们认为洋河在本轮周期中表现不佳，行业和自身各自占到一半的原因，一方面公司02-15年的出色表现使得中高端产品占比较高，面对16年开始的行业升级，梦之蓝对于整体收入的拉动效应不明显，公司转身较慢；另一方面，公司以深度营销模式为核心，厂家管理链条较长，业绩增长的停滞放大了自身渠道模式和组织管理方面的问题。

2、行业问题在于，当前行业由中高端向次高端升级，洋河过去的成功导致中高端产品占比过高，次高端产品对公司整体增长的拉动效应有限。2017年开始，我们连续推出多篇次高端行业深度，阐述次高端板块投资逻辑和发展趋势，指出300元以上次高端将成为白酒消费的主流价格带，其扩容成长现在才刚刚开始，回过头看，我们当时对行业的观点都被验证。当前消费升级+高端白酒批价上行打开市场天花板，行业主流价格带向次高端升级在消费结构、消费需求和行业引导方面均有较强支撑，而百元价格带整体增速下滑，进入存量竞争，未来300元以上次高端正逐步升级为白酒消费的主流价位，预计次高端白酒规模在未来3-5年由600向2000亿扩容较为确定。洋河借助灵活的体制与渠道变革形成的优势在白酒“黄金十年”中脱颖而出，海/天系列营收破百亿，成为行业第一大单品，但过去的成功也导致公司300元以下产品占比过高（约70%），梦之蓝收入占比仅约30%，使得公司在16年以来的行业升级趋势中受到拖累，200多亿的收入规模使得公司转身慢，梦之蓝的增长对于业绩的拉动效应较低，公司成长性受损。

3、自身问题在于，深度分销模式对于公司的刚性支出、组织和经营管理能力要求高，发展过程中积累了不少问题，当业绩增长停滞，问题也被随之放大。本轮消费升级消费者对于产品的品质和品牌更加重视，这对酒企的品牌力也提出更高的要求，而渠道力的重要性则有所减弱。在业绩增长停滞的压力下，公司1)深度分销模式带来的刚性成本；2)主力大单品渠道推力不足；3)团队规模庞大管理难度倍增等方面的问题也随之被放大。

4、多年积淀的营销管理及区域深耕和组织能力依然领先于行业，公司核心竞争力依旧在，看好公司经过积极调整后重新走上发展正轨。经过长时间的积累，公司的营销模式、组织队伍、品牌影响力及省外的区域布局能力依旧行业领先，洋河的核心竞争力依然强大，消费者对于洋河的认可没有根本性的转变。1)从长期看，洋河已基本完成品牌和渠道的泛全国化布局，核心

竞争力短期难被超越，优质基酒的产能及储酒能力也足够支撑洋河未来在高端、次高端市场的布局。2) 从短期看，公司针对性地在管理、渠道和产品层面进行改革，成效显著，第一轮调整基本到位。公司本轮问题的爆发主要缘于动能转换中经营问题的积累，我们看好公司经过积极调整之后再次崛起，成为次高端市场强有力的竞争者。

5、看未来，次高端是公司主战场，梦之蓝将成为本轮洋河增长的新引擎。

1) 从产品视角看，次高端市场是洋河未来的主要战场，而梦之蓝 19 年营收近 70 亿，在次高端竞争中具备先发优势。一方面，500-600 元高线次高端具备较强的成长性，梦 6+ 提前布局，市场规模显著领先竞品，具备冲击百亿的能力；另一方面，梦 3 水晶版将受益于中高端向上扩容，我们看好梦之蓝系列未来的收入占比超 60%，带领洋河完成 200 亿到 500 亿规模的跨越。2) 从竞争格局看，我们认为次高端快速扩容，洋河/今世缘可以竞合发展，苏酒龙头市场份额有很大提升空间。

6、盈利预测与投资建议：预计 20-22 年 EPS 为 5.0/5.6/6.5 元，对应 PE 分别为 43/38/33X。公司核心竞争力不改，业内领先的优质基酒产能及储酒能力也足够支撑其未来次高端布局。看好梦 6+ 和梦 3 水晶版顺应行业趋势放量，梦之蓝系列未来占据次高端市场过半份额。我们认为当前公司回购已基本完成，激励政策也将陆续落地，其品牌+渠道的核心优势也将进一步释能，助推公司高质量增长，维持“强烈推荐”评级。

7、风险提示：1) 公司调整将面临产品结构切换，目前仅完成梦之蓝系列调整，海/天系列仍待调整，而海/天占比较高，调整仍需时间，梦之蓝对业绩增长拉动较慢；2) 河南、山东等核心市场受到酱酒冲击，公司稳定基本盘仍需努力；3) 疫情反复可能会影响消费者的升级需求；4) 食品安全等问题。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23126	21463	23463	26028
(+/-) (%)	-4.28	-7.19	9.32	10.93
归母净利润	7383	7474	8475	9808
(+/-) (%)	-9.02	1.24	13.39	15.73
EPS (元)	4.90	4.96	5.62	6.51
ROE (%)	0.20	0.17	0.16	0.16
P/E	43.58	42.78	37.73	32.60
P/B	8.81	7.27	6.10	5.14

数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

目录

1	洋河本轮“深度调整”一半是行业原因，一半是自身原因	5
1.1	在新一轮上升趋势中洋河进入“深度调整期”	5
1.2	增长动能切换不力+内部问题在业绩增长停滞下被放大	6
2	行业问题：本轮升级趋势下，中高端产品高占比导致公司转身较慢	6
2.1	本轮行业趋势向上，次高端扩容，中高端失速	6
2.2	昨天的成功拖累洋河今天的成长	9
2.2.1	“黄金十年”洋河脱颖而出，海/天成为百元价格带第一单品	9
2.2.2	中高端产品占比过高，新趋势下公司转身较慢	11
3	公司自身问题：业绩增长停滞将深度分销模式的问题放大	12
3.1	业绩增长停滞，深度分销的刚性成本带来经营压力	12
3.2	主力大单品价格体系透明，渠道推力不足形成负反馈	12
3.3	团队规模庞大，管理难度倍增	13
4	为什么看好公司可以调整成功？	13
4.1	长期来看，公司核心竞争力依然强大	13
4.2	短期来看，公司主动积极调整，第一轮调整基本到位	15
4.2.1	公司针对管理、渠道和产品层面的问题进行积极调整	15
4.2.2	第一轮调整基本到位，期待业绩环比持续改善	17
4.3	调整仍要循序渐进，看好公司缓慢良性增长	18
5	展望未来，看好公司携次高端强势回归，梦之蓝将成增长新引擎	18
5.1	次高端是洋河主战场，梦之蓝将成增长新引擎	18
5.1.1	梦之蓝角逐次高端先发优势显著，梦 6+具备大单品潜质	18
5.1.2	海/天在部分市场仍处于消费的主流价格带	20
5.1.3	双沟携名酒基因，开启全国化进程	20
5.2	如何看待未来洋河与今世缘的竞争？	21
6	盈利预测&投资建议	22
7	风险提示	23

图表目录

图表 1:	16 年至今主要上市酒企业绩及股价增速情况.....	5
图表 2:	洋河的市值优势逐渐被追赶 (亿元)	6
图表 3:	公司 2019 年股价跑输板块及大盘	6
图表 4:	公司 18 年末开始进入深度调整期 (亿元)	6
图表 5:	高端白酒消费结构变迁	7
图表 6:	茅五泸批价自 16 年后进入上行区间 (元)	7
图表 7:	居民可支配收入逐年攀升 (元)	7
图表 8:	国内房产价格稳步上行	7
图表 9:	洋河今世缘次高端单品增长情况 (亿元)	8
图表 10:	上轮和本来新商务价位的演变	8
图表 11:	过去 4 年次高端实现 2 倍增长, 预计未来 5 年看至少 3 倍以上的扩容机会.....	9
图表 12:	次高端收入规模占比约为 10%.....	9
图表 13:	产品、渠道、品牌依次作为核心竞争力驱动行业成长.....	10
图表 14:	洋河历年渠道模式变革一览	11
图表 15:	白酒业务历年营收结构	11
图表 16:	洋河 1+1 模式与大经销商模式对比	12
图表 17:	与今世缘相比公司渠道利润率较低, 渠道推力不足 (19 年 6-7 月情况)	13
图表 18:	主要次高端酒企销售人员规模及人均薪酬情况 (19 年)	13
图表 19:	洋河的品牌打造既有高举高打, 又能落到实处.....	14
图表 20:	梦 6+ 广告宣传已经在高铁、媒体开始铺设	14
图表 21:	2020 全球最有价值 10 大烈酒品牌 (亿美元)	14
图表 22:	2020 华樽杯中国酒类品牌价值排行榜 (亿)	14
图表 23:	洋河营销人员数量持续增加 (人)	15
图表 24:	刘化霜工作经历	16
图表 25:	管理层面深度调整具体举措	16
图表 26:	产品及渠道层面深度调整具体举措.....	17
图表 27:	渠道模式变革	17
图表 28:	公司保证金大幅下滑 (直接退还或充作购酒款, 降低经销商资金压力)	18
图表 29:	次高端竞争格局态势	19
图表 30:	区域龙头次高端单品收入规模 (亿元)	19
图表 31:	高线次高端竞争格局 (2019 年)	19
图表 32:	梦 3 水晶版宣传图	20
图表 33:	江苏省次高端份额占比 (2020 年)	20
图表 34:	次高端主流品牌规模高增 (亿元)	21
图表 35:	江苏省内规模以上酒企数量及龙头产量占比情况.....	21
图表 36:	分产品盈利预测 (百万元)	22
图表 37:	可比公司估值 (2020.12.18 标注*为 wind 一致预期)	23

1 洋河本轮“深度调整”一半是行业原因，一半是自身原因

1.1 在新一轮上升趋势中洋河进入“深度调整期”

白酒行业在 2013 年-2015 年进入调整期，渠道、终端和价格泡沫被挤出，终端需求也自底部逐步复苏。自 2016 年开始行业迎来新一轮上升趋势，茅台、五粮液等高端白酒量价齐升打开行业天花板，留给 800 元以下次高端及区域名酒发力的空间。各龙头业绩开始爆发，持续超预期。但相比之下洋河则在本轮行业上升趋势中进入“深度调整期”，公司 16、19 年均未完成收入增长目标，自 18Q4 起业绩增速也持续不达预期，19 年公司营收/归母净利润分别下滑 4/9%。

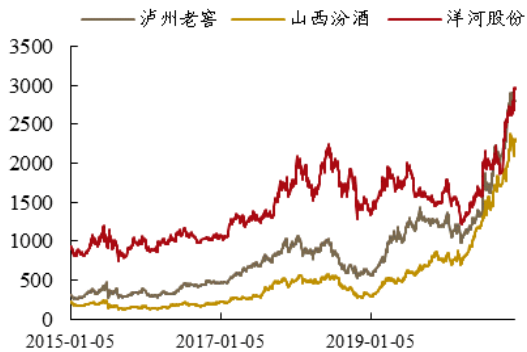
图表1： 16 年至今主要上市酒企业绩及股价增速情况

		归母净利润增速%					16-19 年股价年复合增速%
		2016	2017	2018	2019	2020Q1-Q3	
高端酒	贵州茅台	7.8%	62.0%	30.0%	17.1%	11.1%	56.6%
	五粮液	9.9%	42.6%	38.4%	30.0%	16.0%	53.9%
	泸州老窖	30.9%	32.7%	36.3%	33.2%	26.9%	39.4%
次高端	山西汾酒	16.2%	56.0%	55.4%	32.2%	45.1%	51.4%
	洋河股份	8.6%	13.7%	22.5%	-9.0%	0.6%	17.3%
	水井坊	155.5%	49.2%	72.7%	42.6%	-21.5%	45.6%
	酒鬼酒	22.6%	62.2%	26.5%	34.5%	79.8%	21.0%
	舍得酒业	1025.1%	79.0%	138.1%	48.6%	2.6%	10.1%
地产酒	古井贡酒	15.9%	38.5%	47.6%	23.7%	-11.7%	43.3%
	今世缘	10.1%	18.8%	28.4%	26.7%	1.5%	29.9%
	口子窖	29.4%	42.1%	37.6%	12.2%	-33.3%	10.7%
	伊力特	-1.8%	27.7%	21.1%	4.4%	-33.0%	6.9%
	老白干酒	47.7%	47.5%	114.3%	15.4%	-14.1%	-0.6%
	迎驾贡酒	28.8%	-2.4%	16.8%	19.5%	-11.4%	-4.4%
	金徽酒	33.8%	14.0%	2.2%	4.6%	-2.3%	-
光瓶酒	顺鑫农业	9.6%	6.3%	69.8%	8.7%	-34.8%	37.6%

资料来源：Wind，各公司公告，方正证券研究所

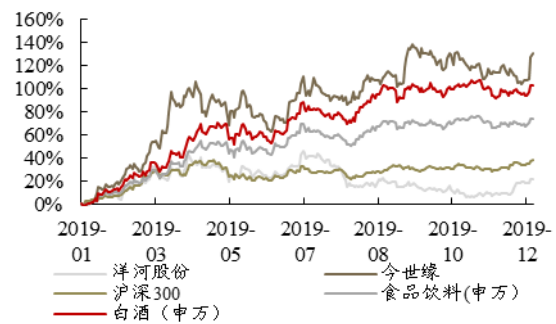
成长性受损直接导致公司股价势弱。2012 年公司曾以 1238 亿市值力压五粮液排名行业第二，但公司在 16-19 年股价年复合增速仅为 17.3%，在上市白酒企业中排名靠后，不仅被五粮液反超，相较于老窖和汾酒的领先优势也被逐渐缩小。19 年公司股价上涨 21%，大幅跑输白酒板块（上涨 103%）和食品饮料板块（74%）。针对暴露出来的问题，公司于 2019 年进入深度调整期，以期触底反弹。

图表2： 洋河的市值优势逐渐被追赶（亿元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表3： 公司 2019 年股价跑输板块及大盘

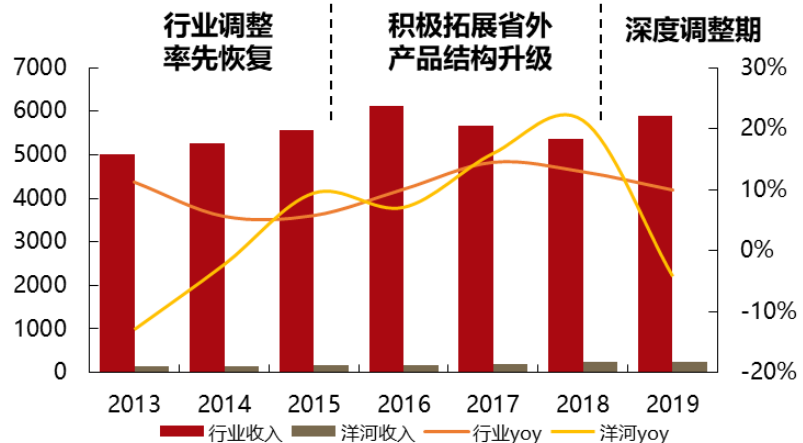


资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2 增长动能切换不力+内部问题在业绩增长停滞下被放大

公司在本轮周期中表现不佳，并于 19 年开始深度调整，我们认为一半是行业问题，一半是自身经营管理的问题导致。首先，2016 年开始行业主流价格带加速向上升级，中高端失速、次高端扩容是本轮周期最显著特点。02-15 年公司表现出色，海/天系列拉动公司保持高速增长，16 年以前公司海/天系列收入占比约为 70%，梦之蓝收入占比较低（约 30%），随着 300 元以下价格带萎缩，海/天基本盘下滑，梦之蓝对于整体收入拉动不明显，加之行业竞争的加剧，导致公司增长动能切换不力。此外，公司以深度营销模式为核心，厂家管理链条较长，业绩的增长停滞放大了自身渠道模式和组织管理方面的问题。

图表4： 公司 18 年末开始进入深度调整期（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，方正证券研究所

2 行业问题：本轮升级趋势下，中高端产品高占比导致公司转身较慢

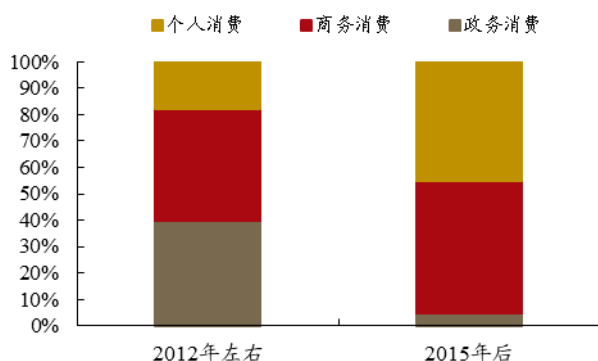
2.1 本轮行业趋势向上，次高端扩容，中高端失速

自 2017 年开始，我们连续推出多篇次高端行业深度，阐述次高端板块投资逻辑和和发展趋势，提出了“300-500 元次高端价位是本轮行

业主流价位增长的核心趋势”、“次高端进入消费需求驱动的增长阶段，韧性和持续性都会更强”、“次高端具备千亿元以上规模，区域龙头产品结构提升空间大，省内市场足够支撑未来5年以上的快速增长”、“次高端不是存量市场，竞争会加速市场培育，做大蛋糕”、“次高端需要品牌+营销两条腿走路，更看好有根基的区域龙头”、“白酒行业趋势延续，次高端弹性将逐步显现”等观点。

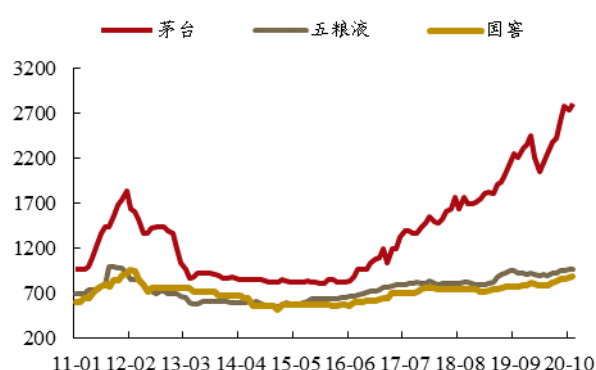
消费升级+高端酒批价上行催化行业主流价格带向次高端升级。本轮行业复苏以高端酒量价齐升为标志，16年底茅台一批价破千，在稀缺性、投资和收藏属性的刺激下茅台一批价上涨至20年底的2800元，销量也从16年的2.4万吨提升至20年计划投放约3.4万吨以上，同时五粮液与国窖一批价也从16年的500元价格带提升至900元以上，未来将冲击千元价格带，高端白酒批价上行打开了次高端的价格天花板。同时，在2012年之后三公消费的泡沫挤出使得高端白酒实现了需求从政商务消费向大众消费的转移，而受益于社会经济发展和收入水平的提升，居民财富完成了快速积累，其消费能力和需求快速爆发。白酒作为典型的社交消费商品，原有的百元价格带品牌已经不能满足消费者的社交与商务需要，主流价格带向次高端升级在消费结构、消费需求和行业引导方面都有较强支撑。

图表5： 高端白酒消费结构变迁



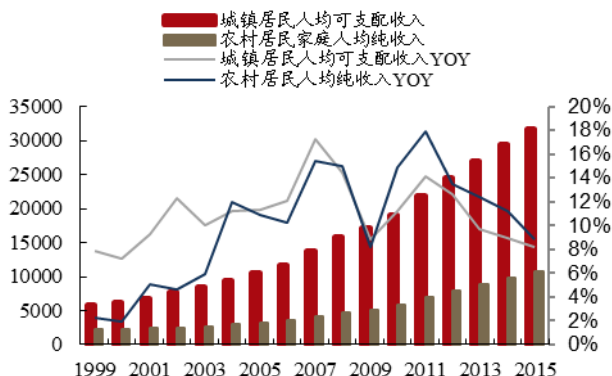
资料来源：观研网，方正证券研究所

图表6： 茅五泸批价自16年后进入上行区间（元）



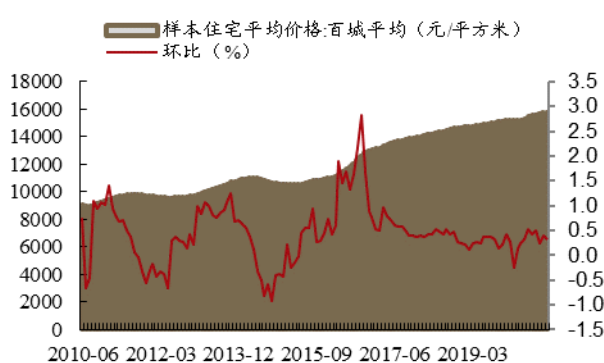
资料来源：Wind，草根调研，方正证券研究所

图表7： 居民可支配收入逐年攀升（元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

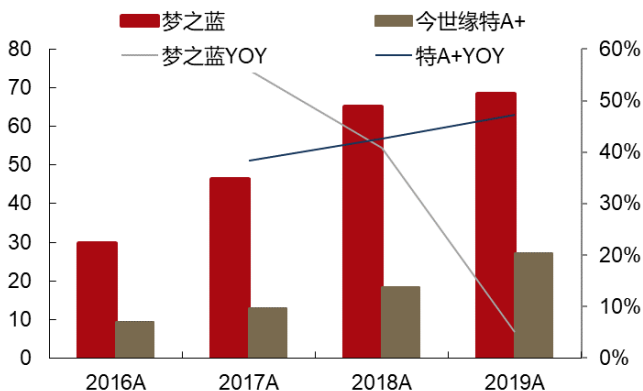
图表8： 国内房产价格稳步上行



资料来源：Wind，方正证券研究所

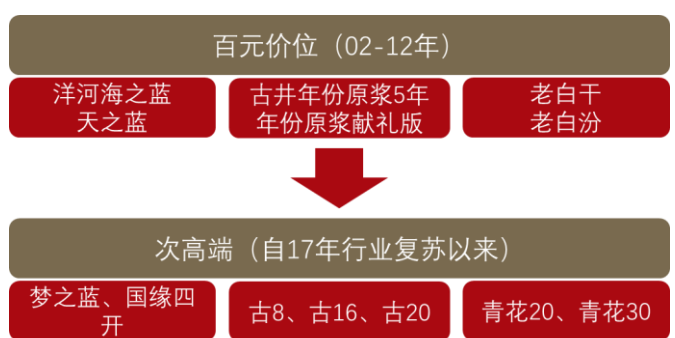
次高端定位商务需求，自 17 年开始部分市场消费已经自发驱动升级。商务消费以社交为核心目标，上一轮百元价格带的海/天系列、古井 5 年/献礼及老白汾等主流单品在一定程度上已经无法满足消费者的社交需求。自 17 年开始在江苏、安徽等国内较为领先的白酒市场，商务消费已经自发进行替换，商务宴、婚宴、送礼等渠道，梦之蓝、对开国缘、四开国缘、口子窖 10 年和古井 8 年的消费已经成为较为普遍的现象，当前在苏南等消费水平较高的区域，婚宴、商务宴已经普遍升级至 500 元价格带。江苏作为行业标杆，其白酒消费通常领先全国消费水平 2-3 年以上，预计未来其他省份也将会逐步向江苏市场的消费水平看齐。

图表9： 洋河今世缘次高端单品增长情况（亿元）



资料来源：各公司公告，方正证券研究所测算

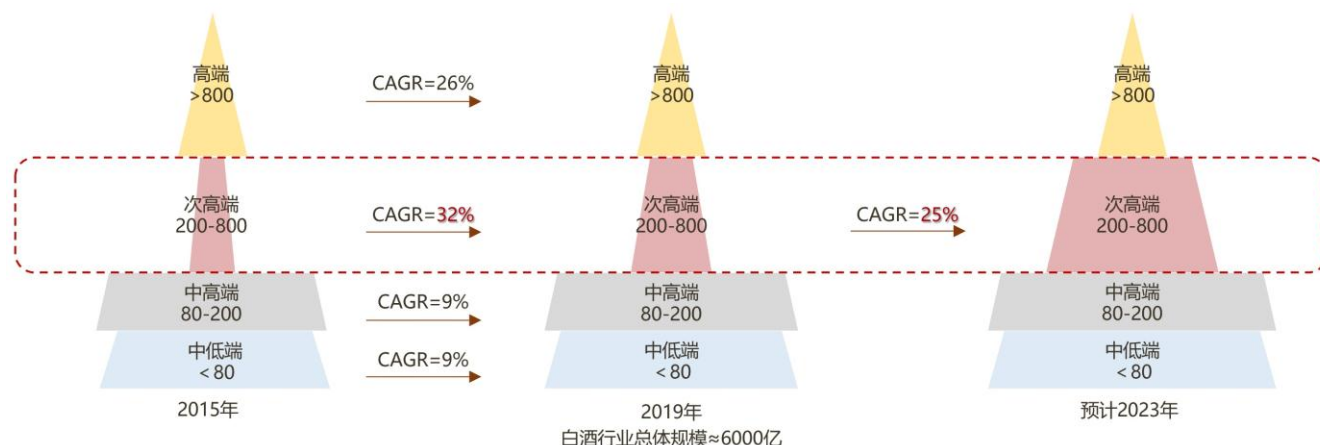
图表10： 上轮和本来新商务价位的演变



资料来源：方正证券研究所

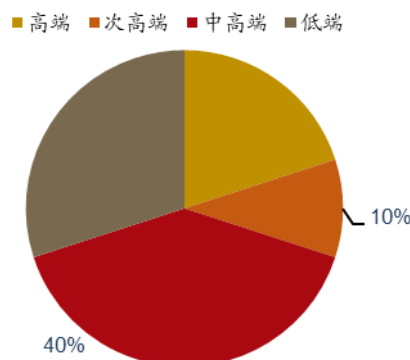
中高端增速放缓，未来次高端扩容较为确定。2002-2012 年餐饮渠道的兴起以及经济活动的发展使得百元价位成为发展最为迅速和成功的价格带，口子窖、洋河、古井等酒企凭借渠道端的创新实现飞跃式发展，当前 80-100 元价位中高端收入规模仍为行业最高占比约 40%，总规模在 2500 亿左右，但由于消费需求的转向中高端增速下滑，高端及次高端明显加速，15-19 年次高端实现翻倍增长。当前次高端容量约 600 亿左右，占比约 10%，我们在多篇次高端深度报告中曾指出（详见《三论次高端，趋势已成，未来已来 20190917》、《白酒成长第二阶段：次高端新趋势 20201106》等），300 元以上次高端将成为白酒消费的主流价格带，其扩容成长现在才刚刚开始，随消费升级的持续中高端有望向次高端扩容持续贡献增量，预计次高端白酒规模在未来 3-5 年由 600 亿向 2000 亿扩容较为确定。

图表11：过去4年次高端实现2倍增长，预计未来5年看至少3倍以上的扩容机会



资料来源：国家统计局，方正证券研究所测算

图表12：次高端收入规模占比约为10%



资料来源：国家统计局，上市公司公告，方正证券研究所

2.2 昨天的成功拖累洋河今天的成长

2.2.1 “黄金十年”洋河脱颖而出，海/天成为百元价格带第一单品

复盘白酒行业变迁，产品、渠道、品牌依次作为核心竞争力驱动行业成长。1978年到20世纪90年代，行业处于卖方市场，消费端供不应求，具有产能规模优势的泸州老窖和山西汾酒成为行业龙头；92年到90年代末，川酒外流使得行业步入买方市场，以孔府家、秦池为代表的“广告酒”曾迎来短暂高光；90年代末，终端消费能力大幅提升但品牌意识较弱，五粮液凭借大商制+OEM模式以较低成本较快速度推进全国化登顶；而自2002年开始，白酒行业进入“黄金十年”，餐饮消费激增，洋河创造性采取深度分销模式在渠道时代表现突出；16年后居民财富效应显著，消费结构向大众消费转型，消费者对于品牌和品质的重视程度提升，茅台凭借强品牌力成为行业龙头。本轮白酒企业自身治理更趋理性，在消费升级背景下，未来将更多的体现在以品牌为核心下的品牌/渠道/产品等多方面综合实力的系统竞争中。

图表13： 产品、渠道、品牌依次作为核心竞争力驱动行业成长

时间	核心驱动力	宏观背景	微观表现
1978-1992 年	产能	建国初期国内采取计划经济体制，生产资料与社会物资短缺，彼时白酒市场由国家统一调控，组织生产，统购统销，白酒产业处于缓慢发展期	重视基础研究，出酒率提高，老窖在国家政策支持下首次制定国内浓香白酒的生产工艺标准；注重质量，进行了5次国家名酒评选会；88年7月名酒价格管制放开，名酒开始分化，老窖、古井、沱牌等降价降度，茅台、五粮液、剑南春开始提价
		改革开放后，市场由计划经济向市场经济转型，缺粮不再制约白酒生产，市场供不应求；89年开始国家对经济“治理整顿”，货币政策收紧，对酒企的资金和销售带来负面影响	清香白酒出酒率高，出酒量大，产能扩张优势显著，汾酒在1985年成为全国最大名优白酒生产基地；89年后名酒限制上桌，名优白酒价格受到压制
1992-90 年代末	广告营销	经济增长成为发展主线，宏观经济高速增长高通胀；97年亚洲金融危机、出口增速下降到0.5%，5年的通货紧缩导致国内经济持续低迷	90年代初“人工窖泥技术”使浓香酒突破产能限制，行业逐渐向买方市场转型；以孔府家、孔府宴、秦池等鲁酒为代表的地方“广告酒”在央视等平台屡夺标王，业绩直线攀升；97年亚洲金融危机以及产业政策限制使白酒行业进入调整期；秦池“勾兑”事件，山西假酒事件；古井、老窖、汾酒陷入经营困难，五粮液稳价超越茅台
90 年代末-2015 年	渠道时代	亚洲金融危机后 GDP 重回两位数增速；固定资产投资加速；消费者生活水平和消费能力大幅提高但品牌意识较弱	在行业调整期，五粮液通过保价和扩产政策打下坚实基础；五粮液创造性采用大商制以及买断包销的 OEM 模式，以较低成本较快速度极大推进全国化进程
		01 年国企改革、中国加入 WTO，白酒消费蓬勃发展，餐饮酒店消费激增；09-12 年，四万亿政策落地，地方酒保护主义；13-15 年经济软着陆，整治三公消费，行业量价齐跌	以口子窖、洋河为代表的老名酒企业走向复兴之路，盘中盘、后盘中盘、深度营销模式开始推广；茅台开拓军政渠道力保提价与品牌，取代五粮液成为新的行业老大。
2015 年至今	系统性竞争时代	行业经历 13-15 年的调整期后基本将上轮行业库存出清；财富效应、居民收入快速提升；消费结构向大众和商务消费转型；消费者对于品牌和品质的重视程度提升；消费升级成为白酒行业主题	商务需求改善，个人消费崛起成为白酒消费的主力军；15 年 8 月初，高端白酒首次迎来提价，五粮液和茅台价格涨幅近一成，高端白酒业绩回升，茅台凭借强品牌力成为行业龙头

资料来源：微酒，各公司官网，公司公告，方正证券研究所

洋河之所以可以在白酒的黄金十年脱颖而出，主要是做到了“修炼内功，顺势而为”。1) 行业层面，经济腾飞增长，商务消费活动增加，餐饮渠道崛起，中高价位白酒需求爆发，这是洋河崛起的基础。2) 公司治理层面，管理层分别于 02 和 06 年完成股改，公司激励充分机制灵活，公司活力充分释放；3) 竞争力方面，品牌端公司推出中高价位蓝色经典系列，通过“绵柔口感”、“男人的情怀”等营销宣传入手，全新打造洋河品牌形象；渠道端采取深度分销、“消费者盘中盘”等模式，并随行业的发展不断迭代渠道营销方式，公司首次将快消品深度分销的概念引入白酒渠道，陆续推出酒店盘中盘、“4×3”、“5382”

工程和“522”极致工程等营销方式，之后公司走出江苏，基本实现泛全国化，15年省外营收占比即提升至约40%，渠道端的发力使得公司在02-15年成为表现最为出色的白酒企业之一。

图表14：洋河历年渠道模式变革一览

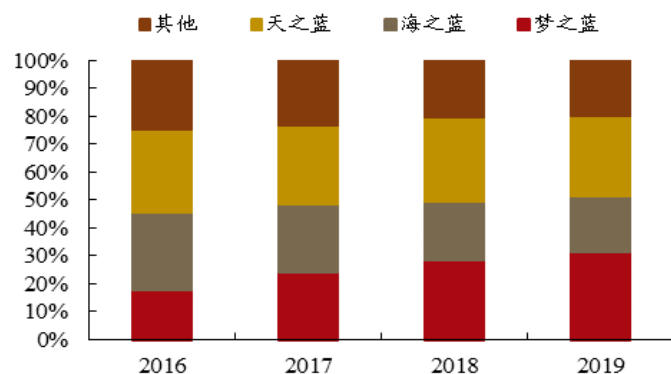
时间	模式选择	背景	内容
2003年	“1+1”深度分销模式	03年前行业通用大经销商模式，可实现快速扩张，但厂家对经销商控制不强，价格体系容易造成紊乱	厂家主导渠道，负责市场开发、维护、品牌推广和消费者教育工作；经销商起资金和物流、仓储等作用
2003-2008年	酒店盘中盘模式	国内商务消费激增，餐饮酒店渠道消费崛起，口子窖通过盘中盘模式取得成功	通过经销商掌握核心酒店终端，以核心酒店这一小盘带动市场大盘
	“4×3”模式	05年后，酒店渠道陷入恶性竞争，渠道费用提升，且消费者自带酒水现象日益增加，优质终端基本被抢夺	保持目标消费群体不变，改为开发各区域核心企事业单位，“三方联动、三位一体、三大标准、三者关系”
2011年	“5382”工程	08年国家推出四万亿计划，商业活动活跃，烟酒店、专卖店兴起，公司有全国化扩张需求	通过“5个围绕，3个调整，8个要点，2个要求”推动团购渠道发展
2015年	“522”极致工程	13年行业进入深度调整期，公司判断未来十年白酒将进入大众消费的主流时代，故需要加大深度分销模式，15年公司提出“522极致工程”，对深度分销提出更精细的操作要求	“522”即5个围绕、2个极致化转型以及2个极致化保障

资料来源：公司公告，方正证券研究所

2.2.2 中高端产品占比过高，新趋势下公司转身较慢

2003年公司主推的海之蓝精准卡位当时市场上几无竞品的138元价格带，结合品牌以及渠道端的创新，海之蓝迅速完成泛全国化，03-06年收入复合增速超120%，成为百元价格带最大的单品，17年海/天系列合计销售达百亿，公司300元以下产品收入占比约为70%。同时，经过“黄金十年”百元价格带的整体增速下滑，进入存量竞争，同价位竞品众多，而行业整体的营销和渠道管理能力不断提升，公司渠道领先、机制灵活的优势也被逐渐追平。与此同时，公司梦之蓝占比仅约30%，即使梦之蓝保持高增对海/天收入下滑的拉动作用也并不明显，公司增长的动能切换不力，转身较慢。

图表15：白酒业务历年营收结构



资料来源：Wind，公司公告，方正证券研究所测算

3 公司自身问题：业绩增长停滞将深度分销模式的问题放大

本轮消费升级消费者对于产品的品质和品牌更加重视，这对酒企的品牌力也提出更高的要求，而渠道力的重要性则有所减弱。之前的成功经验使得公司在 02-15 年表现出色，但这也间接导致公司在本轮的消费升级中业绩增速放缓。面临经营压力，深度分销的弊端以及团队管理的问题也逐步暴露出来。

3.1 业绩增长停滞，深度分销的刚性成本带来经营压力

深度分销模式使得公司在管理和渠道等方面的固定成本支出较高，一旦企业增速陷入停滞，成本问题将给公司带来压力。深度分销在行业及公司收入保持高增时会加速提升渠道的广度和深度，而一旦行业及公司增速下滑，渠道自身存在的问题则会被放大。当前公司通过“天网工程”等模式的运作已经完成近万家经销商和超过 200 万家合作网点的签约，拥有行业内部最大的销售人员队伍，19 年公司销售及管理人员薪酬支出占三费总支出的 27%，收入增速一旦停滞，管理及渠道方面的刚性成本就在无形中增加了公司的经营压力。

图表16： 洋河 1+1 模式与大经销商模式对比

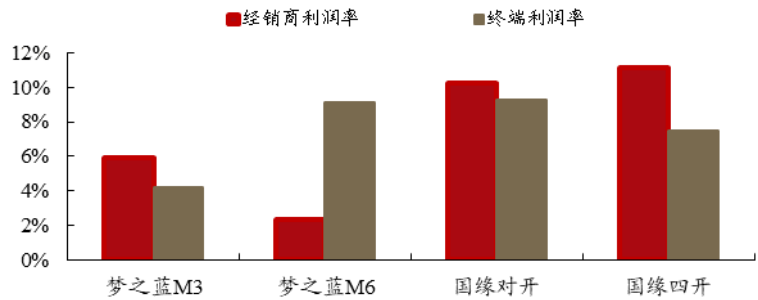
	洋河 1+1 模式	大经销商模式
模式简介	由厂商主导，厂家派驻业务代表入驻经销商，在经销商的主导市场设立“办事处”，分公司或办事处直接做市场，进行市场开发、维护、品牌推广和消费者教育等工作，而经销商主要起配合作用	厂家只规定经销商区域范围并给予指导性战略，大部分工作由经销商负责运营
厂商职责	公司为经销商提供市场开发、维护、品牌推广，消费者教育和产品等服务，解决经销商的市场问题；而经销商主要负责物流和资金周转，起到仓储和商品配送的作用	经销商投入资金进行市场开拓和运作
经销商利润空间	产品价差较小，毛利空间不大	批价和出厂价空间较大，但开拓市场的费用和 risk 需自己承担
终端掌握程度	直接掌控终端	不直接掌控
优势	厂家终端掌控力强，便于管理，防止窜价，对经销商的依赖程度较低	充分利用经销商的资金、人脉和资源实现快速扩张
劣势	厂家负责市场费用投入，销售费用较高	厂家对终端掌控力弱，市场反应缺乏敏感度

资料来源：渠道调研，方正证券研究所

3.2 主力大单品价格体系透明，渠道推力不足形成负反馈

深度分销模式把渠道的能力发挥到极致，通过在同一区域内设置多家经销商等方式，帮助公司将海/天系列营收规模做到百亿，梦之蓝也达到约 70 亿左右体量，渠道价格体系更加透明。但在 300 元以下价格带存量竞争背景下，公司提高产品供货指导价的同时终端零售价并未跟随上涨，渠道利润被压缩，而考核导向也导致经销商的压力较大，渠道推力不足，拖累公司成长。

图表17： 与今世缘相比公司渠道利润率较低，渠道推力不足（19年6-7月情况）

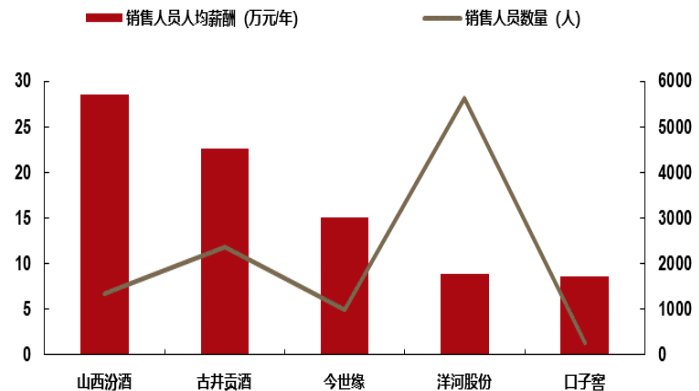


资料来源：渠道调研，方正证券研究所

3.3 团队规模庞大，管理难度倍增

深度分销模式下公司团队规模庞大，管理难度倍增。深度分销助力公司规模快速扩张，其团队规模也不断扩大。对于洋河来说，收入体量从几十亿跨越到超 200 亿，其管理难度更是成倍增长，这也间接导致了品牌资源投入失衡，团购多商政策不一，市场价格体系混乱以及销售政策执行变形等问题。

图表18： 主要次高端酒企销售人员规模及人均薪酬情况（19年）



资料来源：Wind，公司公告，方正证券研究所

4 为什么看好公司可以调整成功？

4.1 长期来看，公司核心竞争力依然强大

我们看好公司可以调整成功的核心原因在于：洋河是上一轮行业趋势中崛起的王者，经过长时间的积累，公司的营销模式、组织队伍、品牌影响力及省外的区域布局能力依旧处于行业领先水平，洋河的核心竞争力依然强大，消费者对于洋河的认可没有根本性的转变。本轮问题的爆发主要缘于公司动能转换中经营问题的积累，我们看好公司经过调整之后可以再次崛起，成为次高端市场强有力的竞争者。

(1) 品牌层面, 公司具备名酒运作基因, 品牌形象深入人心。公司前期通过营销已经顺利完成“蓝色经典”、“梦之蓝”的品牌全国化, 品牌形象一旦形成基本不可逆, 双名酒更是难以超越的形象财富。我们认为打造品牌尤其是高端品牌, 更加考验公司的营销能力, 而洋河前期的到位宣传证明了公司团队具备运作高端化产品的基因。公司于高处可以与国家级活动与 CCTV 栏目展开合作, 低处对于团结各地核心意见领袖、地空宣传等方式也是驾轻就熟, 未来对梦之蓝裂变品牌 M6+ 等在品牌上打造成功的可能性较大。

图表19: 洋河的品牌打造既有高举高打, 又能落到实处

时间	事件
2009年11月	“梦之蓝”成为新加坡APEC峰会“中国之夜”的宴会专用酒
2016年09月	洋河股份成为“国家名片”, 在杭州举办的G20峰会亮相
2016年11月	梦之蓝成为第三届互联网大会宴会用酒
2017年03月	洋河股份成为2017年赛季中超联赛官方供应商
2017年05月	梦之蓝亮相“一带一路”国际高峰论坛
2018年06月	梦9助力青岛上合峰会
2018年08-12月	盐城、郑州、徐州企业高峰论坛
2018年11月	激荡十年水大鱼大与正在发生的突变
2018年11月	承办2018黄淮流域核心产区领袖峰会
2019年03月	领航中国共享世界暨上海企业高峰论坛
2019年04-07月	苏州、沧州、邢台、秦皇岛、南宁、南通、合肥企业高峰论坛

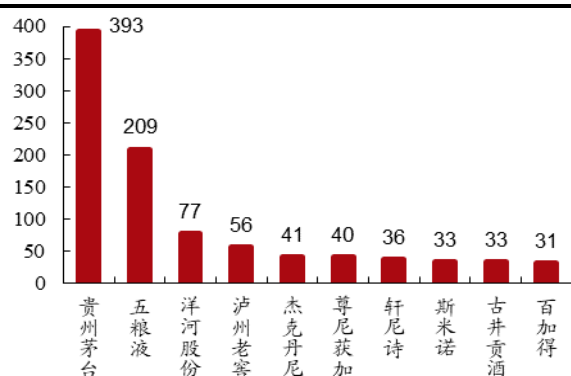
资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表20: 梦 6+ 宣传广告已经在高铁、媒体开始铺设



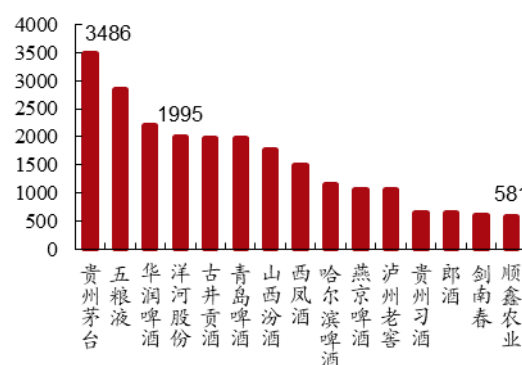
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表21: 2020 全球最有价值 10 大烈酒品牌 (亿美元)



资料来源: Brand Finance, 方正证券研究所

图表22: 2020 华樽杯中国酒类品牌价值排行榜 (亿)

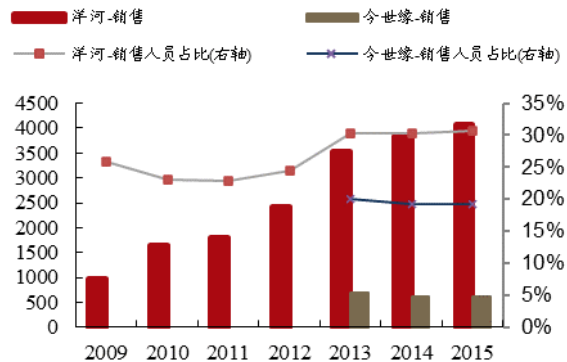


资料来源: 华樽网, 方正证券研究所

(2) 渠道层面, 公司拥有全国最全的渠道网络与最多的销售人员, 在渠道端的广度和深度优势短期内很难被追赶, 其营销模式与省外区域布局能力依旧出色。公司在全国拥有 200 万家经销网点, 覆盖 333 个地级市和 2852 个县区, 签约近万家经销商, 拥有超 5000 名销售人员以及超 3 万名地推人员。

白酒销售“黄埔军校”的渠道管理效率仍行业领先。对于最新的“5382”模式，公司均配套有完整的销售人员操作手册，指导业务人员如何统一开发市场以及为何要如此开发，因此洋河的业务员都能够成为从战略到执行独当一面的精兵，这也极大的提升了公司的渠道管理效率。

图表23： 洋河营销人员数量持续增加（人）



资料来源：各公司公告，方正证券研究所

(3) 公司优质的基酒产能及储酒能力足够支撑洋河进行高端、次高端布局。洋河目前拥有 7 万多个规模发酵窖池，三大生产基地（洋河、双沟、泗阳），拥有 16 万吨白酒产能，其中约有 60%达到优及以上，可用于梦之蓝手工班的 2%(0.32 万吨)，可用于梦九基酒达到 5%(0.80 万吨)，并拥有 100 万吨原酒储存能力，次高端及高端白酒未来将进入产能为王，重资产竞争时代，公司的“液体银行”为未来打下基础。

4.2 短期来看，公司主动积极调整，第一轮调整基本到位

4.2.1 公司针对管理、渠道和产品层面的问题进行积极调整

公司不回避市场中出现的问题，19 年以来针对性地在管理、渠道和产品层面进行改革。

(1) 管理层面：蓝色经典操盘手回归，提高员工激励

刘化霜回归上任公司副总裁。刘化霜曾参与打造洋河蓝色经典系列，是蓝色经典营销政策落地的主要负责人之一，对于洋河的营销体系理解深刻。19 年 7 月刘化霜出任洋河副总裁及苏酒贸易公司董事长，主抓公司深度调整期的业务改革。

图表24：刘化霜工作履历

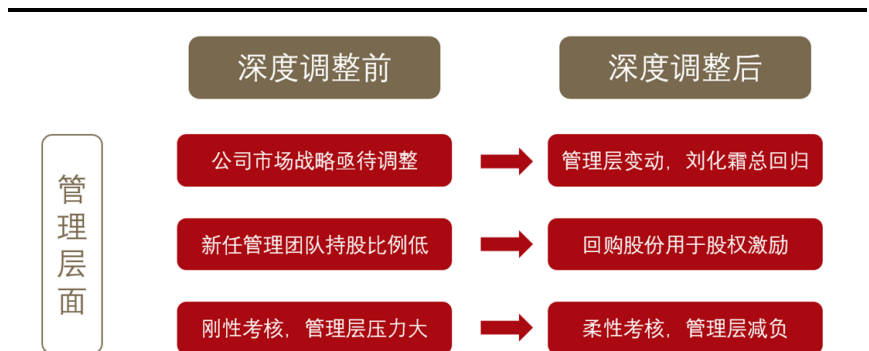
时间	履历
1998-2002 年	江苏洋河集团酒业有限公司市场部部长
2003-2011 年	洋河副总经理，兼任洋河蓝色经典总经理 江苏洋河酒业有限公司总经理
2011-2016 年	公司党委常委 江苏苏酒实业股份有限公司常务副总经理、党委副书记 战略研究总监
2016-2019 年	苏酒集团贸易股份有限公司党委书记、副董事长
2019 年至今	公司董事、副总裁、党委常委 苏酒集团贸易股份有限公司党委书记、董事长

资料来源：公司公告，方正证券研究所

回购股份用于对核心员工实施股权激励或员工持股计划。截至 20 年 9 月 30 日公司已回购 9661310 股，使用资金 10.02 亿，激励机制的完善将进一步提高公司活力和团队凝聚力、战斗力，推动公司长期良性发展。

改刚性考核为柔性考核，以去化库存为主，不增加渠道压力。公司不强制考核销售任务，重点考核价格和库存体系，对销售人员不实行末位淘汰，部分地区（如山东）销售人员提薪约 10-20%；部分市场开始跨期考核，打破一年一考核的期限，减轻业务人员压力。

图表25：管理层面深度调整具体举措



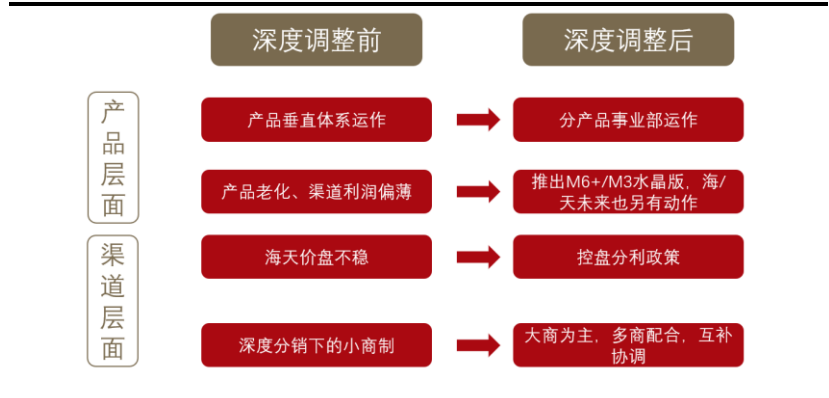
资料来源：公司公告，方正证券研究所

（2）产品层面：顺应次高端趋势，以梦 6+为抓手重塑渠道价值链

公司顺应次高端趋势，推出梦 6+重塑渠道价值链条。公司推出梦 6+以代替老梦 6，梦 6+采用更大容量、更多老酒和更高级的形象，主要起到以下作用：1）提升渠道利润，重新梳理渠道价值链。梦 6+全国价格统一，经销商及终端每瓶空间 50-60 元；2）发展团购渠道，合作优质团购商。选择核心优势终端铺市，选择团购资源丰富的经销商并将资源向团购渠道倾斜，团购渠道保持 50%占比；据调研公司已于 4 月完成梦 6+省内招商，省外招商进度超预期；3）布局 600 元高线次高端市场。在梦 6+的成功经验上公司继续推出梦 3 水晶版，解决 400 元价格带竞争问题。

公司内部推行条线管理的品牌事业部制，资源向双沟倾斜。公司将梦系列与海/天系列分开单独运作，未来将继续对海天产品进行升级，当前已计划在河南等核心城市进行试点；同时成立双沟销售公司，专门负责双沟品牌独立运作，深度推进“洋河+双沟”双品牌战略。

图表26：产品及渠道层面深度调整具体举措

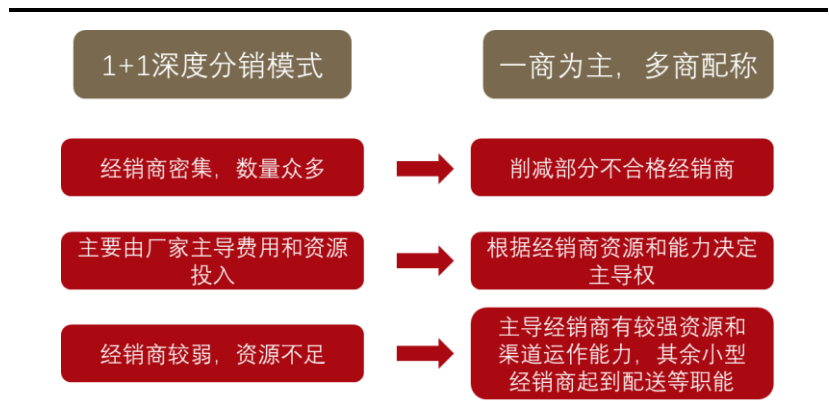


资料来源：公司公告，方正证券研究所

(3) 渠道层面：推行“一商为主，多商配称”的渠道运作模式

公司借助梦6+调整营销模式，改善渠道利润，并通过控盘分利政策稳固海天系列价盘，缓解经销商资金压力。同时，改用“一商为主，多商配称”的渠道模式，使厂商关系更加和谐。公司一改小商制的深度分销渠道模式（省内或砍掉2/3团购商），让权予核心大商，在部分地区选择实力最强的经销商主导市场，其余小商配合为主，改变小商相互压价的局面，配合保障新产品的培育。此外，过去由厂家主导的资源投放方式，改为根据厂商的资源决定主导权的操作模式，满足不同类型经销商的利润诉求。

图表27：渠道模式变革



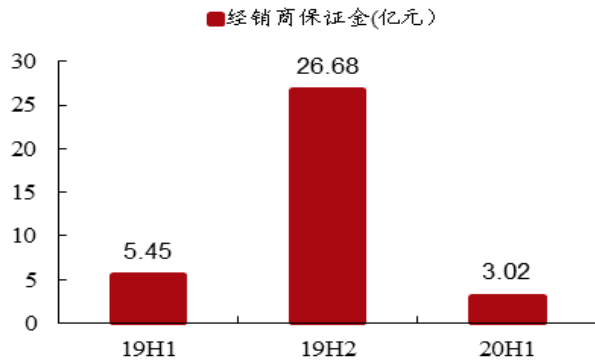
资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.2.2 第一轮调整基本到位，期待业绩环比持续改善

公司第一轮调整主要以去化库存，优化渠道利润为主，当前公司在渠道库存，主产品价格盘，渠道信心等方面均有显著改善，第一轮调整基本完成到位。公司20Q3收入/归母净利分别同比+7.6%/14.1%，自19Q3后营收/业绩再次转为正增长，公司未来将以营销体制及渠道变革

（“大商为主，多商配合”）和产品持续更新（M3 水晶版、海天系列试点更新）放量（M6+全国化）为主要任务，业绩持续环比改善可期。

图表28： 公司保证金大幅下滑（直接退还或充作购酒款，降低经销商资金压力）



资料来源：Wind，公司公告，方正证券研究所

4.3 调整仍要循序渐进，看好公司缓慢良性增长

调整 and 改革是一个渐进的过程。当前山东、河南等公司核心市场受酱酒冲击严重，短期恢复较慢；次高端单品梦之蓝占比较低，增长不足以拉动整体增长；海/天系列基本盘尚不稳定等问题依然存在。洋河作为体量超 200 亿的巨型酒企，调整将首先从核心市场开始，然后逐步展开。

当前公司采取了正确的举措，第一轮调整基本到位，公司全国范围内经销商体系已经基本恢复稳健，经销商对于公司未来发展普遍乐观，市场预期已经转好。虽然调整仍未完全到位，21 年报表端不会完全反映，但公司自 19 年开始进行调整，20 年又受到疫情冲击，连续两年的调整和业绩低基数预计会使公司在报表端迎来缓慢良性的增长。

5 展望未来，看好公司携次高端强势回归，梦之蓝将成增长新引擎

5.1 次高端是洋河主战场，梦之蓝将成增长新引擎

5.1.1 梦之蓝角逐次高端先发优势显著，梦 6+具备大单品潜质

（1）高线次高端具备较高成长性，梦 6+积极布局将冲击百亿

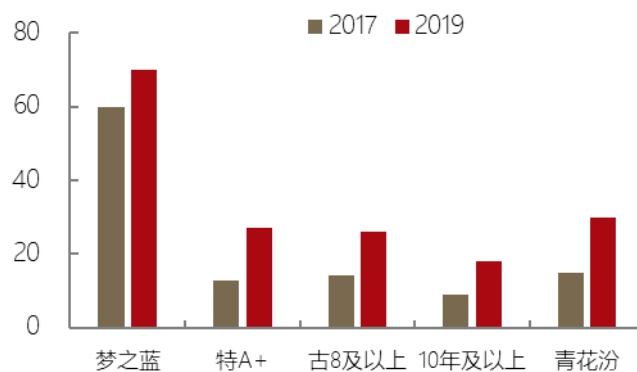
梦之蓝参与次高端竞争具备先发优势。当前次高端主要竞争价位带聚焦于 300-600 元水平（规模约 600 多亿，约占 10%），形成了“全国化品牌+区域强势品牌并存”的竞争格局。洋河等区域龙头核心优势在于区域深耕及营销组织，拥有基地市场也为其增加了更强的抵御风险的能力。梦之蓝 19 年营收近 70 亿，是行业少有的次高端大单品。

图表29：次高端竞争格局态势



资料来源：方正证券研究所

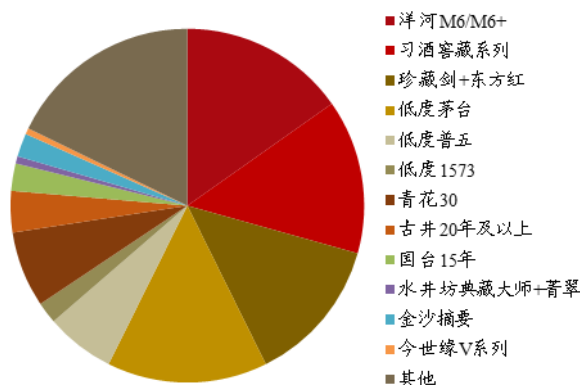
图表30：区域龙头次高端单品收入规模（亿元）



资料来源：各公司公告，方正证券研究所

次高端价格裂变，500-600 元的高线次高端具备较强的成长性。300-400 元是当前次高端主流价格带，未来或将受益中高端升级而扩容；消费升级、居民收入的提升以及新中产数量的增加是次高端继续向上裂变的基础，当前各区域龙头纷纷将资源聚焦于 500-600 元价格带，而高端酒批价上行也打开了次高端提价空间，高线次高端市场仍是蓝海。

图表31：高线次高端竞争格局（2019 年）



资料来源：Wind，各公司公告，酒业家等，方正证券研究所测算

市场扩容+提前布局+品牌/渠道核心优势，决定梦 6+具备冲击百亿的能力。洋河将 M6+作为改善渠道利润，提升梦系列认知以及改善厂商关系的重要武器，预计未来将投入大量资源对其进行打造，当前产品全国招商已经基本完成。目前来看该价位段已经布局且具备放量基础的品牌并不多，仅有梦 6+、青花 30 等区域龙头、习酒、国台 15 年等酱酒以及茅五泸的低度酒等参与竞争，而洋河自身品牌+渠道的核心优势可以很好的解决消费者“看得到”/“想要买”/“买得到”等需求，且产品品质的持续提升又为消费者复购打下坚实基础。

（3）梦 3 水晶版将承接中高端产品升级后的消费需求

产品向上，消费升级背景下 M3 水晶版将受益于产品提档升级。梦 3 卡位的 300-400 元价格带已经基本成为江苏省内的主流消费带，苏南消费升级辐射全省，苏北苏中蓄势待发，未来同样将受益中高端升级而扩容。

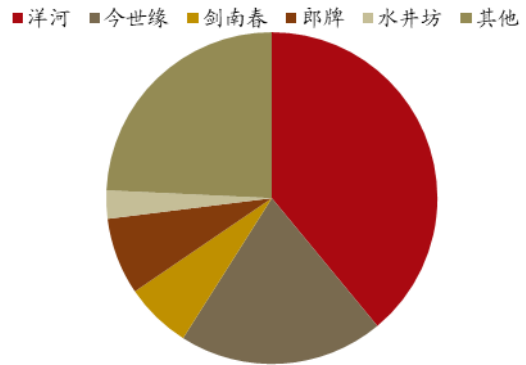
公司近期在梦6+成功运作的基础上推出梦3水晶版。产品将在品牌上提高梦系列单品辨识度，并进一步增厚渠道利润，并对国缘四开形成冲击。依托完善的渠道网络，在消费升级的背景下公司将积极引导目标消费者尽快由海/天系列过度到梦之蓝。

图表32：梦3水晶版宣传图



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表33：江苏省次高端份额占比（2020年）



资料来源：公司公告，渠道调研，方正证券研究所测算

此外，公司将设立高端品牌事业部，专注于高端价格带产品手工班和M9的推广，同次高端价格带产品分别运作，依次将M6+/M9/手工版定位成为次高端/高端/超高端主打产品，提升品牌形象。我们认为随次高端价格带的进一步扩容，公司有望顺利完成动能转换，看好梦之蓝系列未来的收入占比超60%，带领洋河完成200亿到500亿规模的跨越。

5.1.2 海/天在部分市场仍处于消费的主流价格带

海天系列在部分优势市场仍处于核心价格带，基本盘有望保持稳定。省内看，区域发展的层次化为省内百元价格带产品提供缓冲，苏北、苏中的价格带提升仍需时间积累，中高端价格带或维持稳中有降的态势；同时，海/天分别有60/40%的份额在省外，山东、江西、河南等部分地区仍以100-150以及250左右价格带为主要消费带，中短期内海/天系列产品仍可稳定业绩基本盘。

5.1.3 双沟携名酒基因，开启全国化进程

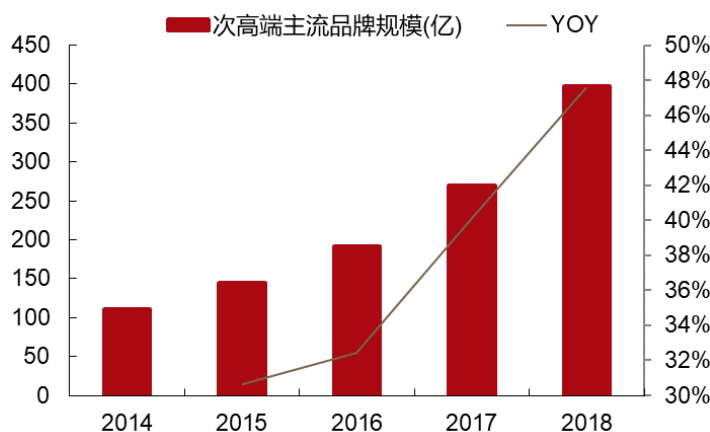
名酒基因将助力双沟品牌全国化进程。双沟曾在1955年第一届酿酒会上夺得甲等第一名，84、89年连续获得“中国名酒”称号，在09年双沟实现销售额达25亿元，省内仅次于洋河，旗下拥有“苏酒”、“珍宝坊”、“柔和”等知名系列产品，在江苏省内拥有深厚的市场和消费基础。20年双沟品牌事业部独立成立双沟销售公司，立足江苏开启全国化进程，从河南市场入手，聚焦珍宝坊和柔和双沟品牌，2024

年销售目标计划达到 55 亿。经过多年的发展，洋河已经完成了泛全国化的渠道和营销体系布局，双沟将站在洋河的高度基础上完成突破。此外，洋河大曲布局省内百元以下价格带，同样具备深厚的消费基础，公司旗下产品实现全价格带覆盖。

5.2 如何看待未来洋河与今世缘的竞争？

次高端是扩容性增长,洋河/今世缘可以实现竞合发展。当前江苏主流消费价格已经升至 300 元左右，据调研反馈当前南京、苏南等地区宴席消费已经普遍升级至 400-500 元以上，升级速度超市场预期。当前江苏省内次高端规模约为 150 亿，江苏作为全国次高端市场升级的风向标，未来 3-5 年省内次高端市场仍然有百亿级的成长空间。

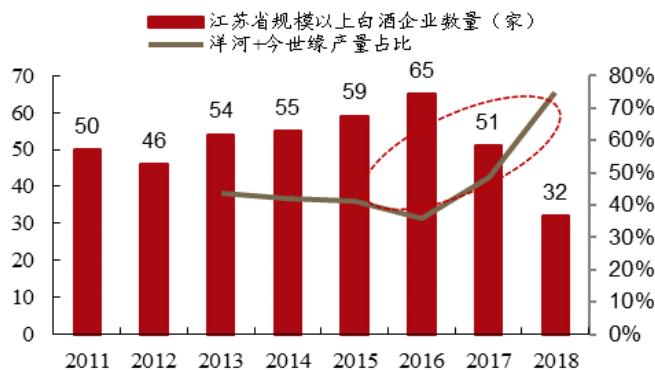
图表34：次高端主流品牌规模高增（亿元）



资料来源：国家统计局，中国产业信息网，方正证券研究所

苏酒龙头在综合实力方面较竞品均有优势，未来可充分受益扩容保持高增，市场份额仍有提升空间。16年后白酒行业经营逐步由粗放转向精细，省内洋河/今世缘的综合实力相较于其他地产酒及外酒品牌均占优，龙头集中度提升趋势基本不可逆。当前今世缘由于特A+类产品占比较高（约60%）顺应行业趋势实现高增，但梦之蓝在16-19年营收CAGR同样超30%，今世缘的高增并未挤压梦之蓝系列的增长，二者竞争或将加速次高端价格带的培育。

图表35：江苏省内规模以上酒企数量及龙头产量占比情况



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

6 盈利预测&投资建议

1) 盈利预测

由于遭受疫情冲击，2020 年公司自春节后进入去化库存状态，公司的深度调整期被延长，预计各核心产品均将受到疫情冲击，其中梦之蓝由于下半年的复苏预计增长持平，而消费场景的缺失对海/天系列的冲击更大，海/天系列同比下滑，预计 2021 年疫情对公司的冲击将被降到最低。2021-2022 年公司收入企稳，消费升级主导公司产品结构优化升级，预计梦 6+，梦 3 水晶版等次高端单品将保持高增带动梦之蓝收入保持高速增长，而海/天系列仍需时间调整恢复。

梦之蓝产品占比将持续提升，公司产品结构优化将带动毛利率提升。考虑到深度调整期公司在渠道改善以及职工薪资提升方面均有费用支出，再考虑到未来的新品推广、收入扩张下的规模效应等因素，预测 2020-2022 年公司销售费用率和管理费用率（含研发）保持回落趋势。

图表36：分产品盈利预测（百万元）

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
梦之蓝				
销售收入	6853.2	6921.7	8912.4	11257.5
YOY	5.1%	1.0%	28.8%	26.3%
天之蓝				
销售收入	4405.8	3833.0	3833.0	3833.0
YOY	-8.8%	-13.0%	0.0%	0.0%
海之蓝				
销售收入	6300.3	5355.2	5355.2	5355.2
YOY	-8.8%	-15.0%	0.0%	0.0%
其他白酒				
销售收入	4407.8	4187.4	4187.4	4396.8
YOY	-5.0%	-5.0%	0.0%	5.0%
其他业务				
销售收入	1159.4	1165.2	1175.2	1185.7
营业收入	23126.5	21462.6	23463.3	26028.2
YOY	-4.3%	-7.2%	9.3%	10.9%
毛利率	71.3%	71.3%	74.9%	76.0%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

2) 投资建议

公司在品牌和渠道方面已基本实现全国化，核心竞争力不变，业内领先的优质基酒产能及储酒能力也足够支撑其未来的高端及次高端布局。公司针对次高端扩容推出梦 6+和梦 3 水晶版进行卡位，我们看好梦 6+和梦 3 水晶版顺应行业趋势放量，梦之蓝系列未来占据次高端市场过半份额。当前公司回购已基本完成，激励

政策陆续落地，公司品牌+渠道的核心优势也将进一步释能，助推公司高质量增长。

预计 20-22 年公司收入分别为 214.6/234.6/260.3 亿元，同比 -7.2/+9.3/+10.9%；归母净利润分别为 74.7/84.8/98.1 亿元，同比 +1.3/+13.4/+15.8%；对应 PE 分别为 43/38/33X，EPS 为 5.0/5.6/6.5 元/股，维持“强烈推荐”评级。

图表37：可比公司估值（2020.12.18 标注*为 wind 一致预期）

	股票名称	市值 (亿元)	PE (倍)			EPS (元/股)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
高端酒	贵州茅台	23,177	56	50	42	32.8	37.2	43.6
	五粮液	10,747	62	54	46	4.5	5.2	6.1
	泸州老窖	2,997	65	53	42	3.2	3.9	4.9
次高端	山西汾酒	2,879	149	107	88	2.2	3.1	3.7
	水井坊	385	47	54	43	1.7	1.5	1.8
	酒鬼酒*	421	141	93	67	0.9	1.4	1.9
	舍得酒业*	280	55	53	43	1.5	1.6	1.9
地产酒	古井贡酒	1,351	64	62	53	4.2	4.3	5.0
	今世缘	717.8	49	46	38	1.2	1.2	1.5
	口子窖	419.3	24	27	21	2.9	2.6	3.3
	伊力特*	124	28	37	24	1.0	0.8	1.2
	老白干酒	271	67	80	61	0.5	0.4	0.5
	迎驾贡酒*	309	33	33	26	1.2	1.2	1.5
	金徽酒	233	66	73	60	0.7	0.6	0.8
光瓶酒	顺鑫农业*	508	63	62	46	1.1	1.1	1.5
	平均		65	59	47			
	洋河股份	3,198	44	43	38	4.9	5.0	5.6

资料来源：Wind，方正证券研究所

7 风险提示

- 1) 公司调整仍需时间：公司调整将面临产品结构切换，目前仅完成梦之蓝系列调整，海/天系列仍待调整，而海/天占比较高，调整仍需时间，梦之蓝对业绩增长拉动较慢。
- 2) 酱酒对公司调整形成冲击：河南、山东等核心市场受到酱酒冲击，公司稳定基本盘仍需努力。
- 3) 疫情反复：可能会影响消费者的升级需求。
- 4) 食品安全等问题。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	37806	44169	53575	64978	营业总收入	23126	21463	23463	26028
货币资金	4300	11378	21249	31895	营业成本	6626	6162	5898	6237
应收票据	659	346	405	440	税金及附加	3201	3179	3037	3114
应收账款	16	9	10	11	销售费用	2692	2521	2572	2843
其它应收款	38	42	45	50	管理费用	1856	1844	1908	2037
预付账款	200	130	142	144	研发费用	160	0	0	0
存货	14433	13104	12564	13278	财务费用	-78	0	0	0
其他	18819	19506	19565	19599	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	15649	15361	15094	14890	公允价值变动收益	159	1180	210	230
长期投资	5076	5949	6815	7683	投资收益	851	873	866	868
固定资产	7520	6391	5309	4278	营业利润	9762	9909	11225	12997
无形资产	2023	1991	1941	1899	营业外收入	22	24	29	34
其他	1029	1029	1029	1029	营业外支出	13	14	19	24
资产总计	53455	59530	68670	79868	利润总额	9771	9919	11235	13007
流动负债	16537	15137	15802	17192	所得税	2385	2445	2760	3199
短期借款	0	0	0	0	净利润	7386	7474	8475	9808
应付账款	1331	1187	1142	1205	少数股东损益	3	0	0	0
其他	15206	13950	14660	15987	归属母公司净利润	7383	7474	8475	9808
非流动负债	427	427	427	427	EBITDA	9367	8460	10706	12403
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.90	4.96	5.62	6.51
其他	427	427	427	427					
负债合计	16963	15564	16229	17619	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-17	-17	-17	-17	成长能力				
股本	1507	1507	1507	1507	营业总收入	23126	21463	23463	26028
资本公积	742	742	742	742	营业利润	9762	9909	11225	12997
留存收益	34264	41738	50213	60021	归属母公司净利润	7383	7474	8475	9808
归属母公司股东权益	36509	43983	52458	62266	获利能力				
负债和股东权益	53455	59530	68670	79868	毛利率	0.71	0.71	0.75	0.76
					净利率	0.32	0.35	0.36	0.38
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	0.20	0.17	0.16	0.16
经营活动现金流	6798	6430	9178	9938	ROIC	0.70	0.75	1.37	2.32
净利润	7386	7474	8475	9808	偿债能力				
折旧摊销	776	704	659	605	资产负债率	0.32	0.26	0.24	0.22
财务费用	-3	0	0	0	净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-851	-873	-866	-868	流动比率	2.29	2.92	3.39	3.78
营运资金变动	-271	315	1130	633	速动比率	1.41	2.05	2.60	3.01
其他	-240	-1190	-220	-240	营运能力				
投资活动现金流	-1293	648	693	708	总资产周转率	0.45	0.38	0.37	0.35
资本支出	-293	468	483	478	应收账款周转率	2151.31	1731.53	2510.38	2492.26
长期投资	-1828	-1000	0	0	应付账款周转率	17.84	17.05	20.15	22.18
其他	828	1180	210	230	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-4823	0	0	0	每股收益	4.90	4.96	5.62	6.51
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	4.51	4.27	6.09	6.59
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	24.23	29.19	34.81	41.32
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-20	-1	-7	P/E	43.58	42.78	37.73	32.60
其他	-4823	20	1	7	P/B	8.81	7.27	6.10	5.14
现金净增加额	682	7078	9871	10646	EV/EBITDA	33.89	36.69	28.07	23.37

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。若据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告可能附带其它网站或超级链接，对于可能涉及本公司网站以外的地址或超级链接，本公司不对其内容负责。本公司提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，所链接地址的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站信息的费用或风险。

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

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail: yjzx@foundersc.com
北京	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	上海市浦东新区新上海国际大厦36层	
深圳	广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
长沙	湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	