

洋河股份（002304）：改革路径渐清晰，复兴之路重启

2021年02月09日

强烈推荐/首次

洋河股份 公司报告

产品、渠道深度调整：2020年洋河完成了梦之蓝两大产品的升级，升级完成后的洋河产品价格带清晰，未来公司将梦之蓝作为重点产品，目标是将梦之蓝打造成百亿大单品。后续海之蓝和天之蓝的改革也可期。在产品升级的同时，公司通过产品改革去进行渠道改革，由原有的厂商“1+1”模式转向“一商为主、多商为辅”的组织架构，改革后渠道各个环节利益重新梳理，渠道动能逐渐恢复。

新一轮成长开启：经过近一年来的梳理和整合，逐渐看到公司抓住了这几个重点核心问题，1)是人员激励逐渐到位；2)是公司逐渐理顺渠道利益链条；3)是产品定位清晰，产品调整逐渐完成。虽然当前洋河在经历改革的阵痛，2021年可能仍是改革年，但是我们认为公司在战略上抓住了核心问题，且从目前改革效果来看，公司逐渐企稳恢复到增长通道中来。

长期来看，白酒行业市场份额未来将进一步向品牌力强的头部企业集中，特别是次高端价格带未来扩容趋势确定，洋河作为泛全国化的次高端白酒领头者，凭借品牌优势和渠道优势，未来有望充分享受消费升级和市场集中度提升红利。

公司盈利预测及投资评级：我们判断2021年仍是公司的调整年，公司业绩增速仍很难恢复到行业平均增长水平。我们给与了高于市场的盈利预期，主要有几点关键假设：1是M6+在2021年继续有高增长，2是双沟增长能够继续保持双位数增长，3是海之蓝天之蓝能够保持现有的规模，4是期间费用率整体稳定。预测2021年公司实现销售收入9.64%，归母净利润10.51%，EPS5.61元，当前股价对应估值35.9倍，结合白酒行业整体估值水平，给与40倍目标估值，目标价225元，给与强烈推荐评级。

风险提示：宏观经济出现较大的波动，疫情加重对需求影响较大。公司出现明显管理瑕疵，改革不及预期等。

财务指标预测

营业收入(百万元)	24159.80	23126.48	22567.03	24743.50	28164.92
增长率(%)	21.30%	-4.28%	-2.42%	9.64%	13.83%
归母净利润(百万元)	8115.19	7382.82	7660.36	8465.28	9657.42
增长率(%)	22.45%	-9.02%	3.76%	10.51%	14.08%
净资产收益率(%)	0.24	0.20	0.18	0.17	0.17
每股收益(元)	5.39	4.90	5.08	5.62	6.41
PE	37.88	41.64	40.13	36.32	31.83
PB	9.14	8.42	7.28	6.33	5.51

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

江苏洋河酒厂股份有限公司（苏酒集团），下辖洋河、双沟、泗阳三大酿酒生产基地和苏酒集团贸易股份有限公司，是中国白酒行业唯一拥有洋河、双沟两大“中国名酒”，两个“中华老字号”的企业。（资料来源，公司网站）

未来3-6个月重大事项提示：

无

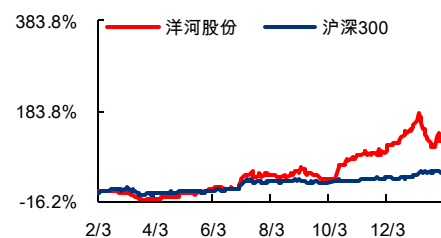
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间(元)	263.7-78.71
总市值(亿元)	3,074.41
流通市值(亿元)	2,545.06
总股本/流通A股(万股)	150,699/124,752
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.72

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

目 录

核心观点.....	3
1. 产品改革带动营销体系改革，洋河启动改革之路.....	3
1.1 渠道管理能力与模式错配.....	3
1.2 启动改革，导入 m6+，重新做渠道梳理.....	8
2. 洋河新一轮成长启动.....	10
2.1 产品矩阵清晰，站稳次高端价位带.....	11
2.2 修复厂商关系，渠道优势显现.....	13
2.3 考核机制调整增加员工士气.....	13
2.4 省外重点市场打造，省内市场快速扩容.....	14
3. 次高端扩容路径清晰，洋河有望成为领头羊.....	16
3.1 次高端扩容趋势确定.....	16
3.2 地方龙头酒企和名酒企业市场份额持续提升.....	17
4. 盈利预测.....	18
5. 风险提示.....	19
相关报告汇总.....	21

核心观点

困境反转公司大致分为三类：第一类是行业的景气周期造成的，譬如 2012 年的白酒行业，受“三公消费”政策影响，导致行业需求受到重创，行业公司业绩受到重挫。第二类是企业经营不善导致的，由于企业在经营上的失误，导致公司陷入困境。第三类是行业景气度向上、公司决策也正确的公司，但是由于项目周期较长或企业资源错配导致的企业短期资金流中断或者是债务包袱过重等情况。

对于食品饮料公司来说，第二类困境反转公司更为常见，即企业往往是因为产品被市场淘汰所带来的业绩下滑、或者是渠道上变革不能与时俱进、或者是竞争对手打压导致收入受损等因素带来的短期业绩陷入下滑或者亏损情况。而这类公司往往拥有较强的品牌和一批有粘性的消费者，一旦公司进行正确的调整，很容易重新拾回过去丢失的市场，重新进入增长通道内。

如何判断这类困境反转的公司经营是否走出底部，我们认为有几个重要的观察角度：1、公司产品战略是否清晰以及准确；2、公司营销和渠道能否跟产品相匹配；3、公司的执行力是否到位（人员激励是否到位）；4、整个销售链条的利益分配是否通顺。如果一个食品饮料企业在困境中，能够抓住这几个核心问题，是大概率能够走出困境的。

洋河在过去几年中，经历了销售链条利益分配和渠道策略失误造成的动销放缓、渠道库存增加等问题，虽然不能说洋河是在困境中，但是在过去几年的发展中，洋河发展的确是遇到了问题。经过近一年来的梳理和整合，逐渐看到公司抓住了这几个重点核心问题，1) 是人员激励逐渐到位；2) 是公司逐渐理顺渠道利益链条；3) 是产品定位清晰，产品调整逐渐完成。虽然当前洋河在经历改革的阵痛，2021 年可能仍是改革年，但是我们认为公司经营已经逐渐从底部走出，有望实现困境反转。

1. 产品改革带动营销体系改革，洋河启动改革之路

1.1 渠道管理能力与模式错配

1、管理与深度分销战略不匹配，经销商积极性受挫

洋河近两年渠道出现的问题，我们认为**是公司渠道管理能力与深度分销战略不能匹配，渠道管理能力发展落后于渠道拓张速度导致的，以及在深度分销的渠道策略与高端酒发展思路不能匹配带来的。**

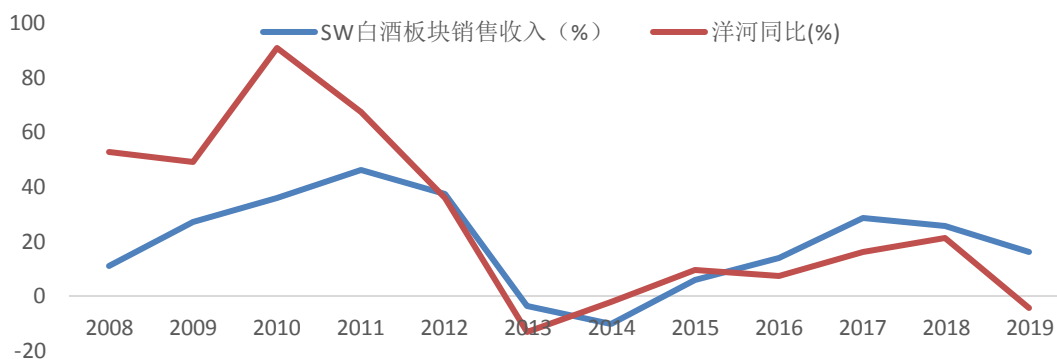
在 2013 年之后，整个白酒行业呈现名酒对地方酒挤压式发展的趋势，消费呈现两极化，特别是 2016 年之后，高端白酒对次高端价位的挤压更为明显。这个过程中，中高端白酒的渠道开始分化，团购渠道崛起变得更强势，流通市场强势地位逐渐被取代。

洋河抓住了渠道变化的机会，从 2013Q2 开始，公司高端酒大力转型做团购渠道，同时做渠道精耕。在“1+1”模式下，洋河对渠道具备较强把控力，新招商实现了洋河成熟高效的管理团队对接，帮助经销商实现对中小企业的深度覆盖，同时发挥原有政务团购的人脉优势，团购迅速发展。

根据当时公开数据显示，公司渠道改革效果明显，到 2014 Q1 公司商务团购占比已经达到整体中高端以上价位团购市场的 60%。其中公司万元以上商务团购客户到 2014 年达到 50 万家，其中 60-70% 为 2014 年新增，依赖全国团购商由原先的 5000 家提升到 15000 家左右。

在 2013 年行业整体比较低迷时期，团购的发展带动当时洋河销售收入的增长。2013 年白酒板块销售收入同比下滑 3.89%，洋河销售收入同比下滑 13.01%，销售收入下滑程度要重于行业平均，但是到 2014 年白酒板块销售收入下降扩大到 10.19%，而洋河当年销售收入仅下滑 2.34%，并且在 2015 年快速的恢复高增长。

图 1：洋河销售收入



资料来源：wind，东兴证券研究所

2015 年洋河在渠道上进一步实施“522”极致化工程，进一步去做渠道精耕和深度分销。“522 极致化”是指 5 个极致化目标、2 个极致化转型和 2 个极致化保障，其本质是深度分销模式的战术指导，经销商呈弱势地位听从厂家战略指挥，厂家在整体战术明确的情况下，一线工作“人人有事做，事事有人管”，围绕 5 个增长核心持续发力，这个措施在当时实现了较好的效果，但是也埋下了隐患。

图 2：洋河的渠道模式和战略

时间	渠道模式及渠道战略
2009	厂商“1+1”模式，对中高档白酒先后实行酒店“盘中盘”模式和“4x3”模式；对普通白酒实施“深度分销”模式
2012	加大深度分销模式，全面推进天网工程和团购工程
2013	未来十年将进入大众消费的主流时代；加大深度分销模式，全面推进天网工程和团购工程；积极探索营销新模式，在互联网应用创新方面收获成果
2014	转型平稳有力；全面推进天网工程和团购工程；积极探索营销新模式，在互联网应用创新方面收获成果

2015	全力打造“522”极致化工程；全面推进天网工程和团购工程；积极探索营销新模式，在互联网应用创新方面收获成果
2016	全面深化“522工程”，扎实推进渠道极致化，推动渠道不断向下扎根，实现营销模式深度转型
2017	加大深度分销模式

资料来源：新闻资料整理，酒业家、微酒等，东兴证券研究所

在洋河追求渠道精耕、深度分销的过程中，业外资本疯狂涌入，虽然洋河在终端投入了大量的销售人员，但是整个管理体系并没有跟上渠道扩张的速度，新经销商在被纳入渠道后，**有3大问题逐渐显现出来**：1是新经销商开发既有资源后，没有开发新客户的能力，导致大量的货流入到流通渠道，串货情况严重；2是大部分团购经销商缺乏专业性，当销售受阻之后，多采取低价倾销的策略。特别是经销商数量增多以后，省内产品价格逐渐透明，导致渠道利润率降低，渠道推力降低；3是厂家“1+1模式”虽然对市场的把控能力较强，但是也使得一些经销商失去主动性。

至2018年底，渠道拓张与管理能力不匹配的问题进一步深化，渠道价格倒挂现象较为突显，经销商销售实际利润较低，加之洋河市场管控较为严格，经销商主动销售的动力逐渐减弱。

图 3：洋河产品售价整理

蓝色经典系列产品——江苏、上海区域					
产品	度数	开票价	大型专业团购商	常规专业团购商	客情标准
海之蓝	42	155	122	122	
	52	170	133	133	
天之蓝	40.8	358	252	262	40
	52	378	272	282	
梦之蓝 m6	42.8	648	470	500	80
	52	678	505	535	

资料来源：新闻资料整理，酒业家、微酒等，东兴证券研究所

从经销商数量增长可以看到，2018年以后，经销商数量仍然有较快的增长，但是销售收入没有呈现同比例的增长，说明通过增加经销商、扩展渠道的模式，对收入的贡献开始减弱。

图 4：洋河经销商数量变化

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
经销商数量	7000	7000	7000	8000	8000+	9000+	10000+
同比		0.00%	0.00%	14.29%	约 3%	25.00%	约 5%
销售收入（万元）	1502362	1467211	1605244	1718311	1991794	2415980	2312648
		-2.34%	9.41%	7.04%	15.92%	21.30%	-4.28%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、提价失败，渠道库存较高

为了应对渠道推力不足的问题，洋河实施提价策略，希望通过提价能够解决渠道利润较薄、经销商动力不足的问题。2018年洋河提高各系列供货指导价，同时启动海之蓝、天之蓝更新换代。

2018年6月，洋河推出海之蓝天之蓝第5代，海天产品除新版酒瓶变大外，海之蓝商标从“洋河蓝色经典”变成“YANGHESPIRITCLASSIC”，天之蓝酒瓶采用磨砂材质；此外，公司对产品防伪标志上有了最新突破，海天产品瓶瓶有红包，扫码出来的是“苏酒生态圈”小程序红包且可以正常领取。

此次产品升级换代推动蓝色经典提价，确保提价顺利实施。洋河同时上调海之蓝、天之蓝、梦之蓝出厂价及终端供货价，其中，出厂价方面，海之蓝上涨4元/瓶，天之蓝上涨6元/瓶，梦之蓝M3、M6、M9分别上涨5元/瓶、5元/瓶和10元/瓶；终端供货价方面，海之蓝上涨60元/箱，天之蓝上涨100元/箱，梦之蓝M3、M6分别上涨110元/箱、140元/箱，M9提高600元/箱。

虽然新版海之蓝、天之蓝酒中增加了更多陈年老酒，酒体绵柔度更高更受欢迎，但由于100-300元价格带产品价格敏感性高、相互替代性强，因此海天的终端零售价并未同步上升。同时在升级过程中，海之蓝天之蓝老版本产品混卖，导致新品提价难度更高，终端动销不及预期，提价措施反而进一步压缩了经销商利润，降低推广积极性。

库存积压后经销商出现资金压力，选择降价出售产品，渠道以价换量，产品价盘出现松动。偏高的库存叠加降价损伤了渠道信心，经销商和终端进货意愿不强。至2018年年底，省内经销商库存高企，大部分经销商库存达到4个月高点，对经营形成较大的压力。

图 5：洋河历史提价信息

时间	提价内容
2015年	海之蓝提价3元/瓶，天之蓝提价5元/瓶
2016年2月	海之蓝提价2元/瓶，天之蓝提价4元/瓶

2017年2月	配额内价格不变, 配额外价格走高; 海之蓝提价3元/瓶, 天之蓝提价5元/瓶, 梦之蓝M3、M6、M9分别提价10元、20元、60元/瓶
2017年6月	海之蓝提价10元/瓶, 天之蓝提价20元/瓶, 苏北大区海之蓝、天之蓝供货价分别提价2.5元、8元/瓶
2017年9月	海之蓝、天之蓝提价30元/箱
2017年10月	海之蓝提价6元/瓶, 天之蓝提价9元/瓶, 梦之蓝提价20元/瓶
2017年12月	M3、M6出厂价分别提价5元/瓶、10元/瓶, 终端价提价110元/箱、150元/箱
2018年2月	海之蓝、天之蓝分别提价4元、6元/瓶, 君坊、圣坊分别提价2元、3元/瓶, 梦之蓝M3、M6、M9烟酒店及团购渠道分别提价15元、30元、60元/瓶, 商超渠道分别上涨20元、40元、60元/瓶
2018年7月	海之蓝提价60元/箱、天之蓝100元/箱、M3、M6、M9分别提价100元/箱、200元/箱、400元/箱
2019年5月	海之蓝、天之蓝、梦之蓝(M3/M6/M9)、双沟珍宝坊(君坊、圣坊、帝坊)供货指导价大幅提价, 最高上涨幅度超20%, 其中海之蓝涨价近百元/箱, 天之蓝和M3、M6每箱涨价百元以上, M9更是达到了千元/箱

资料来源: 新闻信息整理, 东兴证券研究所

3、竞品大力出击, 政府团购份额丢失

洋河在江苏省的竞争对手今世缘, 于2016年提出“品牌+渠道”的双驱动战略, 按照今世缘《渠道三化建设指导方案》的要求, 渠道方面大力推进区域市场网格化、渠道建设扁平化、终端管理精细化, 对不同的品牌采取不同的渠道及营销策略。今世缘在省内精耕细作, 同时在政府团购方面开始发力, 取得显著效果。公司销售收入从2016年25.54亿元发展到2019年48.74亿元, 在南京、盐城等市场树立较强影响力, 对洋河形成正面的竞争。我们根据公开信息整理, 江苏省内今世缘市场占有率从2016年以后呈每年递增的趋势,

至 2019 年市场占有率提升至 11.36%。此外郎酒、古井等竞争对手也在江苏市场发力，与省内名酒企业形成正面竞争。

图 6：今世缘销售收入快速增长

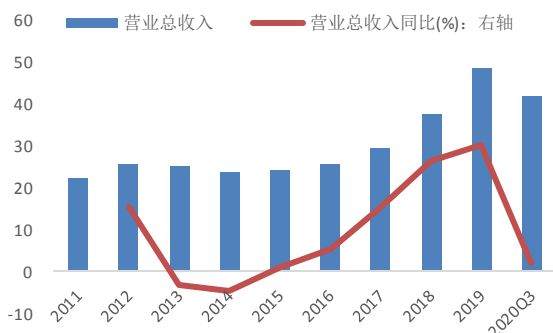


图 7：今世缘省内市场占有率不断提升（公开数据整理）

	洋河股份省内收入	今世缘省内收入	江苏省白酒规模	洋河股份省内市占率	今世缘省内市占率
2014	92.9	22.56	260	35.73%	8.68%
2015	94.57	22.67	300	31.52%	7.56%
2016	92.01	23.88	320	28.75%	7.46%
2017	102.29	27.75	340	30.09%	8.16%
2018	116.12	35.16	380	30.56%	9.25%
2019	102.99	45.42	400	25.75%	11.36%

资料来源：wind，东兴证券研究所

资料来源：新闻资料整理，酒业家、微酒等，东兴证券研究所

1.2 启动改革，重新渠道梳理

1、导入 M6+，产品改革推动渠道升级

面对渠道利润低、经销商积极性低的问题，2019 年年底，洋河开启改革，**通过导入 M6+新品，来重新梳理渠道进行渠道改革**，同时也把 m6+作为未来的战略性产品进行打造。

一方面公司对 M6+的品质进行了全面升级，产品规格进行调整，产品价格也做了提高，终端指导价定位 660 元，开票价格 620 元，比老 M6 价格提升 100 元左右。同时，公司对 M6+实施单独规划销售目标、费用独立投放，实行精细化培育，给与 M6+酒体设计、品牌资源、经销商选择、渠道布局等多方面的核心资源。

图 8：M6+进行了 4 重升级

品质升级	M6+选用头排酒，并且增加了陈年老酒的使用量，酒体更加厚重醇香
规格升级	产品容量从 500ml 增加至 550ml，满足了消费者追求性价比的心理
形象升级	基础瓶型不变，但对色彩搭配和瓶身图案进行了优化，塑造了高端精品的典雅气质
防伪升级	以高科技手段实现开箱、开盒、开瓶的防伪，保证了消费者购买和饮用的安全性。

资料来源：新闻资料整理，东兴证券研究所

一方面洋河加大营销模型的创新, 优化经销商队伍, 按照“一商为主、多商配称”的经销商布局进行**重新招商**, 大力削减此前实力不强的经销商, 选择实力强的渠道经销商搭配团购商, 基于经销商更多的利润空间。

渠道改革思路是, 渠道商以老 M6 的经销商为主, 新招团购商为辅。省会城市市区可发展 5 家团购商、地级市市区可发展 3 家团购商、县城可发展 2 家团购商, 严格控制团购商的数量和质量, 确保市场高质量发展。具体操作是, 原 m6 经销商代理权到期后不再续签, 自然淘汰一批非核心经销商。据粗略统计, 省内有近三分之二的原有团购商没有新签 M6+ 的代理权, 大幅降低了团购经销商密度。

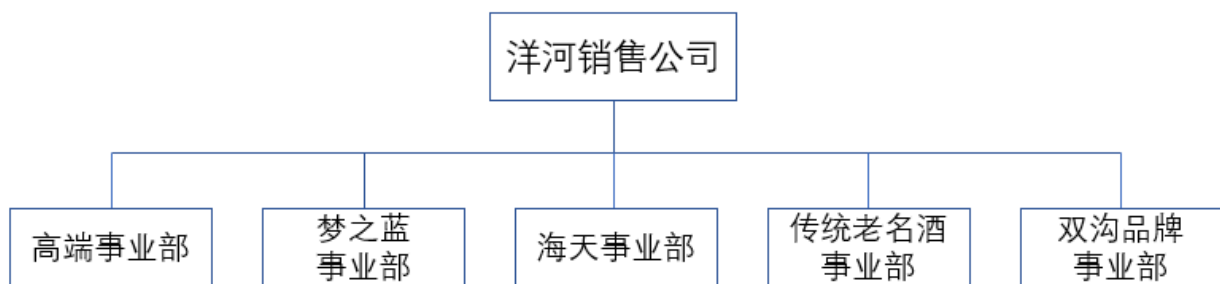
公司于 2020 年 4 月前完成 M6+ 省内招商, 2020 年 6 月全面启动省外招商, 截止到目前, M6+ 基本完成了全国的铺货。这一改革一方面解决同一区域经销商过多导致的渠道利润降低的问题, 还同时改善了过去分工不明确, 内部资源无序的问题, 从效率角度讲解决了很多问题。

2019 年 12 月推出 m6+ 后, 2020 年 11 月继续推出 m3 升级版梦之蓝水晶。M3 水晶的操作模式与 M6+ 的操作模式相同, 也是通过产品改革推动背后渠道改造和升级, 将顺经销商和渠道的利润链条。

2、销售组织架构梳理

2019 年底, 公司启动组织架构的调整, 由原来两大事业部调整为五大事业部。此前公司分两大事业部: 大区分公司办事处和老名酒。目前调整为五大事业部: 1) 手工班和梦 9 成立了高端事业部; 2) 梦之蓝事业部 (主攻次高端价位); 3) 海天事业部; 4) 传统老名酒事业部; 5) 双沟品牌事业部。

图 9: 洋河组织架构调整



资料来源: 东兴证券研究所

在基层, 公司实施营销组织分公司、办事处层面海天与梦之蓝分离运作, 根据两类产品营销方式的不同, 成立梦之蓝团购部和海之蓝、天之蓝渠道部, 梦之蓝聚焦团购市场、扩大对高端人群的直接服务、抢占团购资源; 海之蓝、天之蓝继续传统渠道分销为主。组织架构调整后, 公司用阿米巴方式最大程度独立核算, 从而实现梦之蓝与海天在区域市场营销上的分离, 更加聚焦梦之蓝的运营、增强团购市场推力。

值得注意的是, 在双沟品牌事业部基础上, 2020 年独立成立双沟销售公司, 将人员和经销商同洋河体系分离出来独立运作, 增设双沟河南大区, 重新为双沟品牌树立目标和市场策略。双沟品牌年销售超过 50 亿,

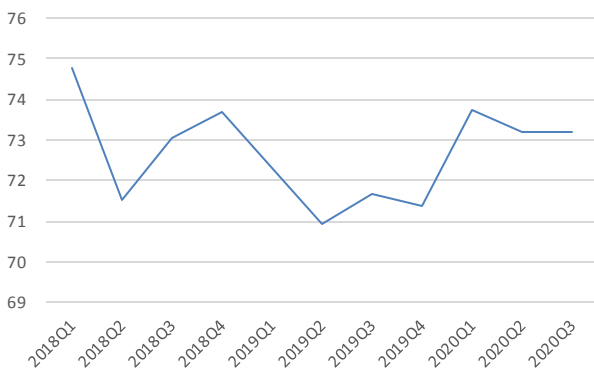
旗下拥有苏酒、珍宝坊、青花瓷、柔和四大系列，在省内具有重要的影响力。在新的调整下，未来双沟有望突破百亿的销售收入。

3、挤出费用水分

在销售组织架构改革的同时，公司重新确立费用投放体系、调整了费用投放方向。基本方向是调整投入比例和力度，缩减渠道和经销商的绝对投入，以消费者为导向将费用直达消费者。同时在费用投放方向上，重点去做 M6+，产品不同设计不同费用。

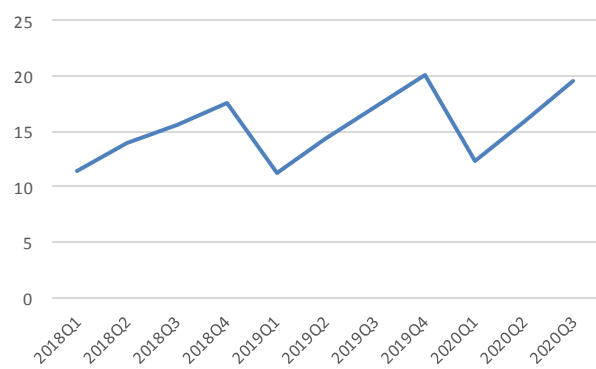
2019 年下半年以来，公司整体削减了针对渠道和经销商的市场投入，减少原有以货折形式对市场的投入。从洋河的销售毛利率上能够较明显的看到，2020 年各个季度公司销售毛利率有较明显的提升。

图 10：洋河毛利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 11：洋河销售费用率



资料来源：wind，东兴证券研究所

4、稳定员工考核

2019 年下半年以来，原蓝色经典品牌公司创业元老、销售公司副董事长刘化霜全面主管公司营销工作，面对当时经销商库存压力较高、销售收入下降的局面下，公司高层做出在任何时候都不允许向下面压货的决定。

对于销售人员，公司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。

对于销售人员，用柔性考核的办法，2019 年减少业务人员压力，调整考核内容，实施柔性化考核，如从 1 年考核周期调整至 2-3 年考核周期，调动员工主动积极性。调整员工考核业绩，主要是为了在业绩下行期员工的收入能够保障，员工士气不受影响，也可以稳定员工队伍。由于员工考核与销售额相关，调整员工考核也是为了防止员工为了完成考核目标主动向渠道压库存的做法。经过调整，员工离职率有所降低。

2. 洋河新一轮成长启动

2.1 产品矩阵清晰, 站稳次高端价位带

1、次高端价位带抢优

2020年洋河完成了梦之蓝两大产品的升级, 升级完成后的洋河产品价格带非常清晰, 未来公司将梦之蓝作为重点产品, 目标是将梦之蓝打造成百亿大单品。后续海之蓝和天之蓝的改革也可期。洋河实现了在次高端价位成熟, 高端价位稳固, 超高端价位进攻的状态。

高端: 主打 M9 和梦之蓝手工班, 通过持续的消费者培育和品牌建设站位高端价格带, 做消费引领和品牌树立。次高端: 积极推动次高端, 主要包括 M6+、M3 水晶, 持续巩固次高端价位带龙头地位, 紧抓次高端扩容机会。中低端: 稳步发展, 主要包括天之蓝、海之蓝, 突出产品和品牌优势, 加之迭代升级, 未来在市场深度和广度上继续突破。

图 22: 洋河产品线清晰

品牌	系列	产品名称	价格 (元)	品牌	系列	产品名称	价格 (元)
洋河	蓝色经典	梦之蓝 M9 52 度	1799	双沟	苏酒	头排酒	1429
		梦之蓝 M6+ 52 度	828			绿苏	769
		梦之蓝 M3+ 52 度	498			天绣	-
		梦之蓝 M1	379			地锦	439
		天之蓝 52 度	399			普苏	89
		海之蓝 52 度	186		帝坊	518	
	洋河大曲	蓝瓷	94		珍宝坊	圣坊	238
		青瓷	84			君坊	118
		洋河大曲 42 度	38			柔和	金精品
		洋河蓝优	35		银精品		88
	微分子	盛时	828		红精品	60	
		微客 V6	638				
		无忌	328				

资料来源: 新闻资料整理, 酒业家、微酒等, 东兴证券研究所

特别是 m6+ 价位带，在 600-800 元的次高端价位带，没有强有力的竞争对手，有望成为次高端价位带的领头羊。经过改革后的 m6+ 在 2020 年动销较为超预期，M6+ 团购价相较于 M6 上涨了 120-140 元，出厂价也有所上涨。至 2020 年年底，M6+ 对老 M6 的替代率已经达到 90% 以上，且快速增长。根据公司的规划，未来 M6+ 有望成为百亿级的大单品，成为洋河支柱型的产品，一方面 M6+ 可以拉高梦之蓝的品牌势能，提高整个梦之蓝的高端站位，一方面 M6+ 放量可以给洋河业绩提供全新增长极。

M3 水晶版在原 M3 价格上做了提升，操作模式与 M6+ 相似，终端价格提升到 500 元价位带，M3 水晶承接地方白酒企业主流价位带 300-400 元价位带的消费升级，符合当前消费升级的趋势，也被预期会成为放量单品。

据媒体报道，2021 年 2 月 6 日起，洋河梦之蓝 M6+ 将全线提价：上调出厂价 30 元/瓶（出厂价现为 530 元，调整后为 560 元，提价幅度为 5.6%），调整后省内成交价将达到 650-660 元/瓶、省外成交价将达到 750-780 元/瓶。我们认为提价一方面这与公司希望不断提升产品价格带有关，另一方面也显示出经过改革后，洋河主力产品价值链变得通顺，公司开始具有提价能力。

2、双沟打造新增长极

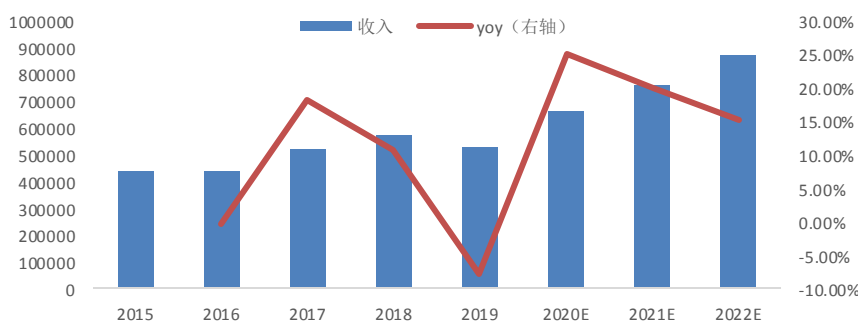
洋河作为老八大名酒，拥有洋河、双沟两个中国名酒品牌，其中双沟在定位上更侧重于省内白酒的龙头。2010 年 4 月，洋河以约 5.36 亿元的价格拿下双沟酒业 40.6% 股份，成为控股股东。2011 年 3 月 21 日，洋河股份发公告称，以总价款 11.75 亿元收购双沟酒业 59.4% 的股权，交易完成后，双沟酒业将成为洋河股份全资控股子公司。

从 2018 年开始，“洋河+双沟”的双品牌战略被确立下来，公司针对双沟品牌组建专门的团队，实现资源上的倾斜，将销售资源和团队关注度聚焦，由专业团队全方位打造，彻底释放品牌活力。在双品牌战略的带动下，苏酒头排酒、双沟珍宝坊·封坛酒等产品接连上市，受到市场广泛欢迎。

2020 年初，洋河股份为使双沟品牌战略决策更有针对性，成立了专业运营双沟酒业市场部和“双沟酒业销售公司”，双沟酒业独立出来进行单独运作。2020 年双沟品牌发展峰会分别在江苏大本营和重点市场河南召开，阐明双沟品牌的发展路径，绘制“突围路线图”，并喊出百亿双沟的目标。

双沟酒业拥有完整的独立的品控与产品体系，高端苏酒头排酒，次高端苏酒绿苏，中档双沟珍宝坊，大众酒柔和双沟，产品体系使得双沟酒业拥有足够市场扩张战略基础，将成为洋河新的增长极。

图 39：双沟酒销售规模（估算）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 修复厂商关系，渠道优势显现

经过洋河一系列的改革，渠道库存有明显的下降，厂商关系逐渐缓和。根据摸底情况，公司自 2019 年下半年进入深度调整期，2019 年 11 月部分经销商库存量已回落至 1.5-2 个月正常水平；受新冠疫情影响，2020 年上半年白酒行业动销受阻，洋河经销商库存量回升至 3 个月左右，中秋后库存水平逐渐回落至正常水平。

通过推出新品，重新去调整渠道利润空间，公司运用扫码手段来进行控盘，稳固市场秩序、带动终端动销和开瓶。M6+目前省内终端售价稳定在 620 元以上，终端利润在 80 元以上。随着 M6+价格体系稳定上扬，公司与经销商关系显著改善，渠道销售动力增强，得到逐步验证。

图 43：M6 和 M6+渠道利润对比

产品	终端价	批价	经销商利润	零售价	终端利润
M6	738	460-480	5-8%	500-520	20-40
M6+	798	580	8-10%	620-650	40-70

资料来源：新闻资料整理，东兴证券研究所

另一方面，洋河的营销团队的营销效率一直以来是洋河在市场上的重要优势，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，洋河渠道覆盖的深度和广度是白酒行业中的佼佼者。我们认为渠道价值链通顺的洋河，营销渠道优势可以进一步发挥出来，与产品改革形成乘数效应。

2.3 考核机制调整增加员工士气

2019 年 7 月，刘化霜任公司副总裁，接手营销工作。2021 年 1 月 24 日，宿迁市委决定张联东任洋河股份（苏酒集团）党委副书记。新任领导给洋河带来新鲜血液，有望给洋河带来新的活力。

从激励上来看，在 2015 年上一届管理层陆续退出后，新一届管理层持有公司股份比例较低。在 2019 年年报中披露的 17 位在职高管中，仅 7 位持有公司股份（其中刘化霜、陈太青通过蓝色同盟员工持股平台间接持有公司股权），考虑到 2006 年定增对象为洋河中高层及业务骨干，随着业务开展与人员调动，2014 年后公司目前主要岗位员工激励相对不足，高管团队在换届后激励较往届相对薄弱，因此 2019 年 10 月公司推出回购计划用于对公司核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划，提高管理层和员工积极性。

具体方案是，2020 年 1 月 21 日至 2020 年 10 月 29 日，公司累计回购公司股份数量为 966.13 万股，占公司总股本 0.64%，购买的最高价为 131.99 元/股，最低价为 80.37 元/股，累计使用资金为 10.02 亿元（含交易费用）。

在高管增加股权激励的同时，围绕销售人员的考核和激励方案也将重新进行调整，或在 2021 年正式对外公布。

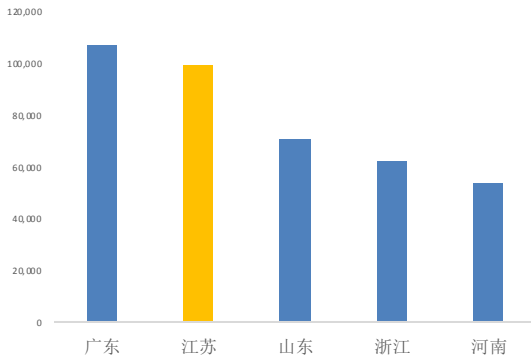
图 54: 高管持股情况（间接持股为估算）

姓名	职务	期末直接持股数(万股)	通过蓝色同盟间接持股数(万股)
冯攀台	监事会主席	567.8	1308.71
周新虎	董事, 副总裁, 总工程师	287.83	465.32
丛学年	董事, 副总裁, 董事会秘书, 财务负责人	277.83	1596.47
郑步军	副总裁	6	0
王耀	董事长	3	116.33
钟雨	副董事长, 总裁	0	0
朱伟	原副总裁	0	116.33
陈太松	监事	0	0
刘化霜	董事, 常务副总裁	0	290.82
陈太清	监事	0	290.82
林青	副总裁	0	0

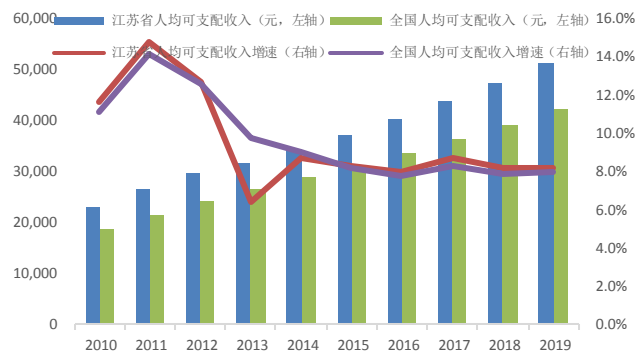
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.4 省外重点市场打造，省内市场快速扩容

省内大本营市场深入扎根，省外市场积极开拓。江苏作为洋河的大本营市场，具有经济能力较强、人均消费水平高的特点，为白酒消费提供了重要的经济基础。近年来江苏省经济总量稳居全国第二位，仅次于广东。同时江苏省人均可支配收入高，2010-2019 江苏省人均可支配收入 CAGR 为 8.50%，2019 年人均 51,056 元，高于全国水平 20.53%。

图 15: 2019 年江苏省 GDP 排全国第二


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 16: 江苏省城镇居民人均可支配收入对比


资料来源: wind, 东兴证券研究所

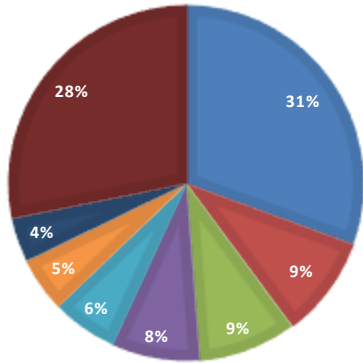
江苏省白酒行业规模来看, 2018 年江苏省白酒行业实现主营业务收入 325 亿元, 同比增长 12.3%, 预计当前江苏省内白酒行业规模超过 400 亿元。由于经济差距, 省内主流消费价格带呈现“南高北低”的局面, 目前苏南市场主流价位在 200-400 元, 主流品牌梦之蓝 M3, 国缘对开和国缘四开等; 苏中地区主流价位在 200-250 元, 主流品牌天之蓝, 国缘单 / 对开; 苏北地区主流价位 150-200 元, 主流品牌海之蓝, 今世缘雅系列等。

从消费升级角度来看, 白酒消费价格苏中向苏南看齐, 苏北向苏中看齐; 从人均销量看, 苏北高于苏中, 苏中高于苏南。预期江苏白酒市场消费升级仍会继续, 看好江苏市场容量持续扩容。洋河在省内是绝对的龙头, 在省内约占三分之一的市场份额, 未来有望继续享受省内白酒市场扩容红利。

对于省外市场, 在连续两年省外市场份额丢失的情况下, 洋河今年瞄准了省外人口基数大省做重点突破。2021 年洋河重点布局河南和山东市场, 欲在省外形成河南、山东样板市场, 市场规模均在 20 亿元以上。洋河在省外也是执行“一商为主”的政策, 大幅砍掉团购商, 提高地方市场的经销商, 县级市场门槛提升至 200 万, 地级市场门槛提升至 400 万。改革完成后, 省外市场有望收复失地, 作为次高端非常稀少的几家全国化酒企, 洋河有望巩固这一竞争优势。

图 17: 江苏省内市场占有率 (2018 年)
图 18: 江苏市场主流白酒品牌

■洋河 ■今世缘 ■茅台 ■郎酒 ■五粮液 ■泸州老窖 ■汤沟 ■其他



价格段	主流省内品牌		主流省外品牌
	洋河	今世缘	
800 元+	M9	国缘 V6、V9	飞天、普五、1573
500-800 元	M6+、珍宝坊帝坊	国缘 V3	红花郎 15 年
300-500 元	M3 水晶、天之蓝、珍宝坊圣坊	国缘四开、对开、K 系列	水晶剑、红花郎 10 年、臻酿 8 号
100-300 元	海之蓝、珍宝坊君坊	淡雅、典藏 10 年、典藏 15 年	古井 5 年、口子 6 年、五粮春
50-100 元	青瓷、双沟柔和	典藏 5 年、典藏 8 年	古井献礼、口子 5 年、五粮醇

资料来源：新闻资料整理，酒业家、微酒等，东兴证券研究所

资料来源：新闻资料整理，酒业家、微酒等，东兴证券研究所

3. 次高端扩容路径清晰，洋河有望成为领头羊

3.1 次高端扩容趋势确定

白酒行业市场份额未来将进一步向品牌力强的头部企业集中，洋河作为泛全国化的次高端白酒典范，充分享受消费升级和市场集中度提升红利。

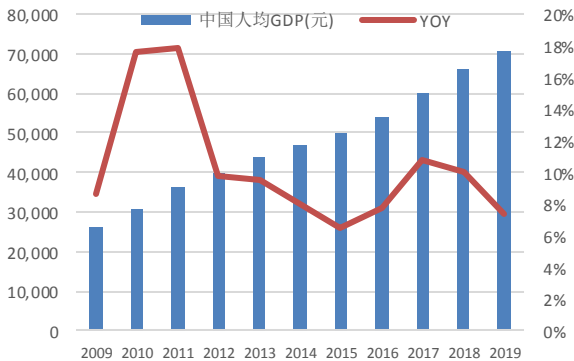
据中国酒业协会统计，白酒行业规模以上企业实现销售收入 5618 亿元，同比增长 8.24%。粗略估算高端酒（800 元以上）约 1700 亿，次高端（300-800 元）约 800 亿。据微酒统计的数据，次高端白酒规模由 2015 年的 200 亿元增长至 2019 年末的 600 亿，年化复合增速分别为约 37%。

近几年随着消费升级和高端酒提价，次高端的发展空间进一步打开。一是高端白酒提价之后的溢出效应，次高端的价位带和空间被充分打开；其次是由于消费升级，人们饮酒品质越来越好，饮酒的价格也提升，中低端酒的一部分消费群体消费升级到次高端价位带，使得次高端的消费群体不断扩大，次高端价格带逐渐被拉宽，由此前的 300~600 元扩展至 300~800 元。

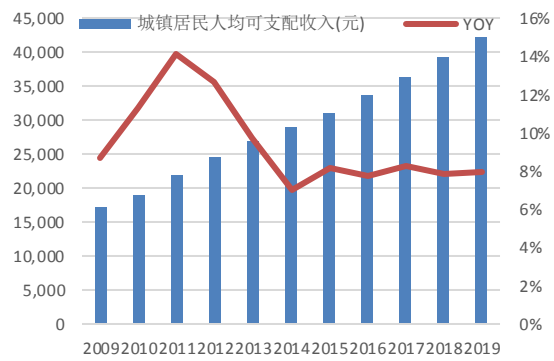
我们预计未来五年，随着人们收入提升、消费升级会推动次稿端白酒市场的快速扩容，次高端白酒市场每年以 12%-15% 的增速增长，到 2025 年将突破千亿规模。

图 60：国内人均 GDP

图 21：城镇居民人均可支配收入



资料来源: wind, 东兴证券研究所

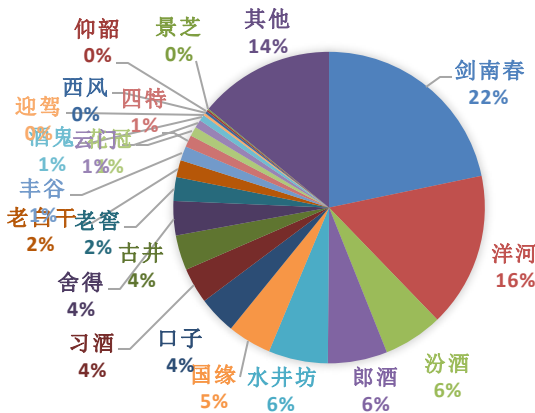


资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.2 地方龙头酒企和名酒企业市场份额持续提升

面对次高端巨大的市场, 目前参与次高端行业竞争的主要可以划分为全国性品牌和地产酒两大阵营, 其中全国性品牌主要包括剑南春、洋河、郎酒、水井坊、汾酒、舍得、习酒等老名酒, 也包括泸州老窖、五粮液和茅台旗下的一些系列酒品牌。地产酒品牌多是地产酒旗下推出的升级产品, 因地产酒主力强势价格带一般位于 100-200 元, 近几年次高端的高速增长使地产酒纷纷大力推广次高端产品, 譬如古井、今世缘、西风等酒企。

图 72: 次高端白酒市场占有率 (2019 年粗略估算)



资料来源: 新闻资料整理, 酒业家、微酒等, 东兴证券研究所

图 28: 次高端品牌价位带

品牌	产品	价位
水井坊	臻酿八号、井台装	359-509 元/500ml
洋河	天之蓝、梦之蓝 M1、M3	393-599 元/500ml
汾酒	青花 20	498 元/500ml
郎酒	红花郎 10	419 元/500ml
沱牌舍得	品味舍得	468 元/500ml
剑南春	水晶剑	458 元/500ml

资料来源: 新闻资料整理, 酒业家、微酒等, 东兴证券研究所

次高端参与者较多, 竞争格局未定, 全国化品牌和地方酒企在次高端价位带的进攻方式也并不相同。全国化的酒企多以自上而下的打法, 从核心区域的意见领袖和核心圈层入手, 然后逐渐向周边辐射影响力。而地方酒企则多采用自下而上的打法, 从区域消费者抓起, 做消费升级。

无论是地方品牌还是全国化品牌在次高端价位的争夺，渠道的营销能力和渠道效率决定了酒企未来的市场份额。我们认为洋河在次高端市场有几大竞争优势：1、公司品牌优势，蓝色经典系列经过近 20 年的运作，已经成为全国性被消费者认可的品牌，未来次高端市场扩容趋势中，全国化品牌有较强的竞争优势。2、公司在渠道和营销上有较多的经验，在过去全国化扩张中积累了很强的渠道管理和营销管理的经验，渠道优势比较明显。3、公司产品矩阵布局合理，未来 M6+ 将成为公司主力产品，卡位在 600-800 价位带，有望放量。4、洋河拥有江苏大本营市场，近几年江苏省白酒容量不断增加，我们判断随着公司对产品和渠道的重新梳理逐渐清晰公司有望重回高速增长的路径上来，成为次高端市场的领头羊。

4. 盈利预测

我们判断 2021 年仍是公司的调整年，公司业绩增速仍很难恢复到行业平均增长水平。但是我们给与了高于市场的盈利预期，主要有几点关键假设：1 是 M6+ 在 2021 年继续有高增长，2 是双沟增长能够继续保持双位数增长，3 是海之蓝天之蓝能够保持现有的规模，4 是期间费用率整体稳定。

我们预测 2021 年公司实现销售收入 9.64%，归母净利润 10.51%，EPS5.61 元，当前股价对应估值 35.9 倍，结合白酒行业整体估值水平，给与 40 倍目标估值，目标价 225 元，给与“强烈推荐”评级。

图 24：洋河业绩假设

	2019	2020E	2021E	2022E
白酒	2196704	2137282	2351346	2689799
Yoy	-4.13%	-2.71%	10.02%	14.39%
蓝色经典	1641748	1471335	1585507	1847375
yoy	-3.48%	-10.38%	7.76%	16.52%
梦	646447.6	703852.3	833373.9	1035072
yoy	8.62%	8.88%	18.40%	24.20%
m3	307440.6	288994.2	274544.4	329453.3
yoy	-1.00%	-6.00%	-5.00%	20.00%
m6 (m6+)	202783.7	279841.6	419762.4	545691.1
yoy	12.00%	38.00%	50.00%	30.00%
m9	88223.31	85576.61	88143.91	101365.5
yoy	20.00%	-3.00%	3.00%	15.00%
手工班(等)	48000	49440	50923.2	58561.68
yoy	60.00%	3.00%	3.00%	15.00%
天	420138.6	336110.9	329388.7	355739.8
yoy	-10.00%	-20.00%	-2.00%	8.00%
海	575161.8	431371.4	422744	456563.5
yoy	-10.00%	-25.00%	-2.00%	8.00%

低端酒(双沟为主)	554956.3	665947.6	765839.7	842423.7
yoy	-5.99%	20.00%	15.00%	10.00%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济出现较大的波动, 疫情加重对需求影响较大。公司出现明显管理瑕疵, 公司改革不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元								
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E				
流动资产合计	35875	37806	44288	51848	60374	营业收入	24159.	23126.4	22567.0	24743.5	28164.9				
货币资金	3615	4300	31937	37443	42824	营业成本	6353.2	6626.36	6023.50	6532.28	7322.88				
应收账款	5	16	12	14	15	营业税金及附加	3769.9	3201.48	2933.71	3216.65	3661.44				
其他应收款	48	38	37	40	46	营业费用	2561.4	2691.71	2482.37	2622.81	2053.63				
预付款项	19	200	358	520	706	管理费用	1704.2	1856.49	1579.69	1871.21	-85.70				
存货	13892	14433	11552	12528	14044	财务费用	-65.14	-78.43	-80.78	-83.20	860.00				
其他流动资产	16932	183	-41	830	2198	研发费用	27.565	159.965	225.670	247.435	281.649				
非流动资产合计	13689	15649	14766	14093	13425	资产减值损失	1.0989	-2.2485	115	90	90				
长期股权投资	9	25	25	25	25	公允价值变动收益	0	158.679	0	0	0				
固定资产	7834	7257	6676	6096	5515	投资净收益	918.29	850.55	820.00	860.00	12738.6				
无形资产	1782	1747	1642	1544	1451	加:其他收益	63.35	84.98	84.98	84.98	84.98				
其他非流动资产	205	204	0	0	0	营业利润	10813.	9761.88	10212.8	11211.2	12744.6				
资产总计	49564	53455	59054	65941	73799	营业外收入	37.93	22.25	20.00	20.00	21.00				
流动负债合计	15628	16537	16727	17264	17878	营业外支出	12.40	13.32	15.00	15.00	15.00				
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	10839.	9770.80	10217.8	11216.2	3084.20				
应付账款	1261	1331	1184	1284	1439	所得税	2723.8	2384.71	2554.45	2747.99	9660.42				
预收款项	4468	6754	7090	7527	7986	净利润	8115.3	7386.09	7663.36	8468.28	9657.42				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0.14	3.27	3.00	3.00	3.00				
非流动负债合计	311	427	90	90	90	归属母公司净利润	8115.1	7382.82	7660.36	8465.28	9590.91				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E					
负债合计	15939	16963	16817	17353	17968	成长能力									
少数股东权益	-20	-17	-14	-11	-8	营业收入增长	21.30	-4.28%	-2.42%	9.64%	13.83%				
实收资本(或股本)	1507	1507	1507	1507	1507	营业利润增长	22.38	-9.73%	4.62%	9.78%	13.62%				
资本公积	742	742	742	742	742	归属于母公司净利润增长	22.45	-9.02%	3.76%	10.51%	14.08%				
未分配利润	30784	33510	38107	43186	48980	获利能力									
归属母公司股东权益合计	33645	36509	42252	48599	55839	毛利率(%)	73.70	71.35%	73.31%	73.60%	74.00%				
负债和所有者权益	49564	53455	59054	65941	73799	净利率(%)	33.59	31.94%	33.96%	34.22%	34.30%				
现金流量表						总资产净利润(%)		16.37	13.81%	12.97%	12.84%	13.09%			
						ROE(%)		24.12	20.22%	18.13%	17.42%	17.29%			
						偿债能力									
						资产负债率(%)					32%	32%	28%	26%	24%
						流动比率					2.30	2.29	2.65	3.00	3.38
						速动比率					1.41	1.41	1.96	2.28	2.59
						营运能力									
						总资产周转率					0.52	0.45	0.40	0.40	0.40
						应收账款周转率					3475	2151	1587	1909	1943
						应付账款周转率					20.36	17.84	17.95	20.05	20.68
						每股指标(元)									
						每股收益(最新摊薄)					5.39	4.90	5.08	5.62	6.41
						每股净现金流(最新摊薄)					1.24	0.45	18.34	3.65	3.57
						每股净资产(最新摊薄)					22.33	24.23	28.04	32.25	37.05
						估值比率									
						P/E					37.88	41.64	40.13	36.32	31.83
						P/B					9.14	8.42	7.28	6.33	5.51
						EV/EBITDA					26.41	28.98	25.47	22.87	19.86
现金净增加额	1866.04	681.526	27637.3	5505.13	5381.72										

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料行业报告: 奶粉系列报告(一): 国产婴配粉何以崛起--从政策和产品的角度	2021-02-04
行业深度报告	食品饮料行业报告: 站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间	2020-08-11
行业深度报告	食品饮料 2020 年中期策略: 风宜长物放眼量	2020-08-06
行业深度报告	休闲食品产业: 百舸争流	2020-05-19

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

美国俄亥俄州立大学本科，普渡大学硕士，4年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526