

公司研究

改革见成效，蓄力再回归

——洋河股份（002304.SZ）投资价值分析报告

要点

苏酒龙头，砥砺前行：洋河股份成立以来几经辉煌，早期洋河大曲蝉联三届全国名酒称号，20世纪90年代末期逐渐掉队。2002-2012年洋河实现快速发展，2013-2015年行业调整期间亦有力控制下滑幅度，2016年行业复苏以来公司发力次高端及以上产品，但产品老化、渠道库存积压、价格受损等隐患逐渐显现，2019年下半年针对困境开启全面调整，同时也伴随着一定的业绩阵痛期，2019-2020年营收同比下滑。

深挖症结，剖析困境：1) 2015年后高端和次高端白酒带动行业复苏，政商务精英对白酒消费的引领作用增强，公司沿用过去的深度分销模式，渠道战略未及时调整，享受大商资源较少。2) 以销量、业绩为导向的考核制度下，压货、窜货现象较为严重，形成库存积压与价格受损的恶性循环，厂商关系亦有所恶化。3) 海之蓝、天之蓝需求疲软，公司发力梦系列高端产品，但未取得明显成效。

全面变革，成效初显：1) 调整管理团队，以2019年刘化霜主导营销工作为变革起点，21年新领导班子就位，股权激励计划落地。2) 以梦6+为抓手，打造梦6+大单品，渠道利润和推力得以增厚，省内更新换代基本完成，之后继续推出梦3水晶版，实现品牌结构升级。3) 对症下药进行渠道改革，从深度分销转向“一商为主，多商为辅”，改变过去以销量为主的考核指标，关注渠道库存，加强价格管控，费用投放亦侧重终端消费者。目前改革目标初步兑现，以梦6+为主的梦系列成为主要增长引擎，渠道改革获得一定成效，库存水平处于良性。

天时地利，增长可期：1) 白酒行业消费升级、高端白酒价格持续处于高位，600元次高端价格带享受增长红利，2019-2024E的CAGR有望达到20%。目前该价位尚无全国性大单品，梦6+较早进行战略布局，具有先发优势。2) 江苏省内白酒消费升级趋势显著，未来主流价格带有望上移至600元左右，在梦6+所处价位，省内竞品规模较小，另外省内浓香氛围浓厚，预期酱酒热不会对梦系列造成较大冲击。3) 省外以河南、山东、安徽为主要市场，发展潜力较大，公司围绕江苏省展开辐射，省外拓展以近江苏市场为主，仍待后续培育。

盈利预测、估值与评级：公司改革目标初步兑现，梦6+将享受次高端白酒红利快速增长，水晶版二季度以来逐步改善，有望在中秋旺季开始放量。后续公司业绩增长有望提速，当前估值水平具备一定性价比。维持2021-2023年归母净利润预测分别为84.32/97.48/112.94亿元，对应EPS分别为5.60/6.47/7.49元，当前股价对应PE分别为31/27/23倍，维持“买入”评级。

风险提示：梦6+省外放量不及预期，水晶版市场接受度不及预期，天之蓝、海之蓝升级未顺利推进。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,292	28,012	32,273
营业收入增长率	-4.28%	-8.76%	15.12%	15.31%	15.21%
净利润(百万元)	7,383	7,482	8,432	9,748	11,294
净利润增长率	-9.02%	1.35%	12.69%	15.61%	15.86%
EPS(元)	4.90	4.97	5.60	6.47	7.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.22%	19.44%	19.89%	20.70%	21.50%
P/E	35	35	31	27	23
P/B	7.2	6.8	6.2	5.5	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-28

买入（维持）

当前价：173.37元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.07
总市值(亿元)	2612.67
一年最低/最高(元)	124.22/268.60
近3月换手率	43.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.38	6.65	23.69
绝对	-18.51	1.16	29.85

资料来源：Wind

相关研报

激励计划落地，彰显改革后信心——洋河股份（002304.SZ）第一期核心骨干持股计划（草案）点评（2021-07-16）
调整见效，曙光已现——洋河股份（002304.SZ）2020年年报及2021年一季报点评（2021-04-29）

投资聚焦

关键假设

梦之蓝系列：预测 2021-23 年收入同比增长 20%/22%/21%。分产品来看，1) 预计 2021-23 年梦 6 系列收入同比增长 32%/32%/28%，其中省内市场已基本完成梦 6+对老版梦 6 的升级换代，预计梦 6 系列收入同比增长 35%/35%/30%。省外市场相比省内调整时间较晚，预计梦 6 系列收入同比增长 26%/25%/22%。2) 预计 2021-23 年梦 3 系列收入同比增长 12%/13%/14%，其中省内市场水晶版有望在中秋旺季开始逐步放量，预计梦 3 系列收入同比增长 13%/14%/15%。省外市场预期 22 年开始有望逐步放量，预计梦 3 系列收入同比增长 10%/11%/12%。3) 预计 2021-23 年梦 9、手工班等高端系列收入同比增速维持在 8%。

天之蓝系列：预计 2021-23 年天之蓝收入同比增长 7%/7%/8%，其中，1) 省内市场预期后续表现平稳，预计 2021-23 年省内收入同比增速 9%/7%/7%。2) 省外市场在后续产品升级下收入增速有望改善，预计 2021-23 年省外收入同比增长 6%/7%/8%。

海之蓝系列：预计 2021-23 年海之蓝收入同比增速维持在 6%，其中，1) 省内市场库存消化后市场表现将相对稳定，预计 2021-23 年省内收入同比增长 7%/5%/5%。2) 省外市场伴随公司后续调整渠道策略、加强终端培育，市场份额有望保持，预计 2021-23 年省外收入同比增长 5%/6%/7%。

我们的创新之处

我们剖析了公司此次变革面临的主要困境：1) 2015 年后高端和次高端白酒带动行业复苏，公司渠道战略未能及时调整，享受大商资源较少。2) 以销量、业绩为导向的考核制度下，压货、窜货现象较为严重，形成库存积压与价格受损的恶性循环。3) 海之蓝、天之蓝增长乏力，梦系列高端产品未取得明显成效。

我们分析了公司本轮变革的具体措施：1) 调整管理团队，以 2019 年刘化霜主导营销工作作为变革起点，21 年新任管理层就位，新一轮激励计划落地。2) 以梦 6+为抓手，实现品牌升级。3) 对症下药进行渠道改革。我们认为公司改革已取得初步成效，库存水平处于良性，梦 6+成为主要增长引擎，后续业绩增长有望提速。

对于行业空间以及省内竞争态势，我们认为：1) 600 元次高端价格带处于增长红利期，2019-2024E 市场规模 CAGR 有望达到 20%。2) 省内白酒消费升级趋势显著，未来主流价格带有望上移至 600 元左右，在梦 6+所处价位，省内竞品规模尚小。3) 省外以河南、山东、安徽为主要市场，仍待后续培育。在此基础上，我们分产品、分区域对公司 2021-2023 年收入空间进行了详细测算。

股价上涨的催化因素

1) 梦 6+持续快速增长，增速超出预期；2) 梦 3 水晶版下半年开始放量，梦 3 系列升级迭代进度超出预期；3) 公司在山东、河南等白酒大省加强团购渠道运作与品牌培育，省外市场取得较大突破。

估值与评级

预测 2021-2023 年归母净利润分别为 84.32/97.48/112.94 亿，对应 EPS 分别为 5.60/6.47/7.49 元，当前股价对应 PE 分别为 31/27/23 倍，维持“买入”评级。

目 录

1、 引言	6
2、 苏酒龙头，砥砺前行	6
2.1、 2000 年以前：跻身名酒，逐渐掉队	6
2.2、 2002-2012 年：企业改制，缔造蓝色神话.....	7
2.3、 2013-2015 年：行业调整，积极部署	10
2.4、 2016-2018 年：发力次高端，内存隐患.....	12
2.5、 2019 年以来：业绩阵痛，开启变革	13
3、 深挖症结，剖析困境	14
3.1、 行业复苏后渠道战略未及时调整	14
3.2、 渠道库存积压，价格管控失效.....	16
3.3、 海、天需求疲软，梦系列高端化不足.....	17
4、 全面变革，成效初显	18
4.1、 调整管理团队，完善激励机制.....	18
4.2、 以梦 6+为抓手，品牌结构升级	20
4.3、 渠道改革，对症下药	23
5、 天时地利，增长可期	24
5.1、 次高端 600 元价格带享受扩容红利	24
5.2、 省内：主流价格带上移，梦 6+提前卡位.....	25
5.3、 省外：潜力较大，仍需培育	27
6、 盈利预测、估值与评级	28
6.1、 盈利预测	28
6.2、 相对估值	31
6.3、 绝对估值	32
6.4、 估值结论与投资评级	33
7、 风险提示	33

图目录

图 1: 1997 年开始白酒行业产量连续八年下滑.....	7
图 2: 1998 年洋河大曲零售价大幅低于茅台/五粮液.....	7
图 3: 公司于 2002 年 12 月 27 日设立时的股权结构.....	8
图 4: 员工持股平台蓝色同盟为公司第二大股东.....	8
图 5: 洋河采用蓝色元素为主基调, 主打“男人的情怀”.....	9
图 6: 洋河采取厂商主导、经销商配合的“1+1”模式.....	9
图 7: 洋河在“盘中盘”基础上推出“4*3”模式.....	9
图 8: 双沟酒业在并入洋河前的历年收入规模.....	10
图 9: 双沟酿酒历史悠久、文化底蕴深厚.....	10
图 10: 2004-2012 年公司总营收高速增长.....	10
图 11: 2004-2012 年公司中高档白酒收入占比持续提升.....	10
图 12: 公司 2015 年提出全力打造“522 极致化工程”.....	11
图 13: 海之蓝在行业调整期间稳健增长, 成为百元民酒大单品.....	11
图 14: 2015-2018 年间梦系列产品矩阵继续完善.....	12
图 15: 2016-2018 年公司营收和归母净利润增速加快.....	13
图 16: 2018 年公司新增约 2000 家经销商.....	13
图 17: 2019 年下半年开始公司营收同比下滑, 20Q3 恢复正增长.....	13
图 18: 2019 年公司盈利能力下滑, 2020 年回升.....	13
图 19: 洋河股份自上市以来股价累计涨跌幅复盘.....	14
图 20: 2019 年以前深度分销模式一直贯穿公司的发展历程.....	14
图 21: 公司销售人员数量在同业内遥遥领先.....	15
图 22: 公司销售人员数量占比在同行业内位居前列.....	15
图 23: 深度分销模式的优劣势.....	15
图 24: 库存积压与价格受损形成恶性循环.....	16
图 25: 2018 年公司经销商保证金余额大幅增加.....	16
图 26: 海之蓝、天之蓝产品发展历程.....	17
图 27: 海之蓝、天之蓝在外因内因共同影响下增长乏力.....	18
图 28: 刘化霜总为洋河元老, 一线业务经验丰富.....	19
图 29: 梦 6+ 在原有基础上进行四重升级.....	20
图 30: 继“男人的情怀”后, 公司赋予梦 6+ 更丰富的精神内涵.....	20
图 31: 梦 6+ 相比梦 6 终端价格提升, 渠道利润增厚.....	20
图 32: 2020 年梦系列销售规模拆分: 梦 6+ 在省内已完成产品迭代.....	21
图 33: 梦 3 水晶版在梦 3 基础上进行三重升级.....	21
图 34: 水晶版相比老版梦 3 渠道利润提升.....	21
图 35: 双沟酒业被收购后发展较为缓慢.....	22
图 36: 双沟旗下主要产品.....	22
图 37: 梦之蓝在蓝色经典中的收入贡献持续提升.....	22
图 38: 2019-2020 年梦之蓝系列产品收入占比.....	22
图 39: 公司改革后对经销商采取较为柔性的多维度考核.....	23

图 40: 海天和梦系列营销团队分开, 渠道各有侧重.....	23
图 41: 公司 2020 年经销商减少数量超过 1000 家.....	24
图 42: 2020 年末经销商保证金相比年初大幅减少.....	24
图 43: 公司改革措施针对此前核心痛点, 梦 6+ 处主导地位.....	24
图 44: 次高端以上白酒收入将逐渐占据超过 50% 的市场份额.....	25
图 45: 白酒 600-700 元价格带销售额增长空间较高.....	25
图 46: 梦 6+ 在 600-700 元白酒价格带规模较为突出.....	25
图 47: 江苏省白酒消费以商务招待、宴席消费为主.....	26
图 48: 江苏省 300 元以上价位白酒 2019 年占比接近 50%.....	26
图 49: 江苏省次高端白酒以地产酒为主.....	27
图 50: 省内梦 6+ 在所处价格带与今世缘不存在明显竞争.....	27
图 51: 公司 2020 年省外市场收入下滑、占比约 53%.....	27
图 52: 河南、山东、安徽等为洋河省外主要市场.....	27
图 53: 省外市场先重点突破近江苏省份.....	28

表目录

表 1: 洋河大曲获得中国评酒会第三、四、五届名酒称号.....	6
表 2: 2013-2015 年行业调整期间白酒企业收入及归母净利润增速.....	12
表 3: 按厂家/经销商主导作用划分的白酒企业主要渠道模式对比.....	16
表 4: 2017-2018 年公司提价措施较为频繁.....	17
表 5: 公司现任管理团队.....	19
表 6: 公司分项业务收入及毛利率预测 (单位: 亿元).....	30
表 7: A 股白酒公司盈利预测与估值对比.....	31
表 8: 绝对估值核心假设表.....	32
表 9: 现金流折现及估值表.....	32
表 10: 敏感性分析表.....	33
表 11: 绝对估值法结果汇总.....	33

1、引言

作为苏酒龙头，洋河股份几经辉煌，早期洋河大曲蝉联三届全国名酒称号，之后逐渐掉队。以 2002 年企业改制为起点，洋河在 2002-2012 年期间快速发展，收入复合增速接近 60%，缔造了蓝色神话，在行业调整期间也有力控制了业绩下滑幅度，2016 年行业复苏以来公司发力次高端及以上产品，但产品老化、渠道库存积压、价格受损等隐患逐渐显现，2019 年下半年公司针对困境开启全面调整，同时也经历了一定的业绩阵痛期，2019-2020 年营业收入出现下滑，估值水平亦受到一定压制。

本篇报告在梳理洋河发展历程的基础上，首先深入剖析了洋河此次改革面临的主要痛点，即公司在什么样的困境下开启变革，其次分析了洋河改革的具体举措，判断公司的改革目标是否兑现，最后结合对行业层面以及省内外市场的分析，进一步展望洋河未来的成长空间，并分产品、分区域对公司 2021-2023 年的收入空间进行了详细测算，以判断老牌苏酒龙头的投资价值。

2、苏酒龙头，砥砺前行

2.1、2000 年以前：跻身名酒，逐渐掉队

20 世纪 90 年代以前，洋河大曲获得名酒称号，产销量迅速增长。洋河集团前身为洋河酒厂，始建于 1949 年，原名淮海贸易公司三分公司洋河漕坊，1986 年更名为江苏洋河酒厂，1997 年改制为洋河集团，是宿迁市国资委下属的国有独资公司。20 世纪七八十年代是洋河迅速发展的高光时期，1979 年第三届全国评酒会上，洋河大曲与茅台、五粮液、汾酒等并列为白酒类国家八大名酒，并在 1984 年第四届、1989 年第五届全国评酒会上，蝉联国家名酒称号。80 年代洋河酒厂成立发酵研究所，改进窖泥配方，引入自动化生产线形成机械化酿酒，产量和销量快速增长。1996 年洋河大曲在江苏省内市占率接近 40%，全国市场占有率 3.8%，位居同行业前五。

表 1：洋河大曲获得中国评酒会第三、四、五届名酒称号

时间	届数	获奖白酒
1952 年	第一届	老四大名酒：茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、四川泸州老窖特曲
1963 年	第二届	老八大名酒：茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979 年	第三届	八大名酒：茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、 洋河大曲 、董酒、泸州老窖特曲
1984 年	第四届	老十三优名酒：茅台酒、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989 年	第五届	十七大名酒：茅台酒、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、

资料来源：搜狐网，光大证券研究所

90 年代末期，行业环境变化叠加公司内部反应缓慢、产品及渠道模式落伍，洋河酒厂逐渐没落。进入 90 年代末期，洋河集团效益下滑、经营困难，仅靠洋河大曲维持，而洋河大曲市占率不足 1%，洋河酒厂陷入濒临倒闭的困境。究其原因，主要是：1) 公司内部机制僵化，发展动力与竞争积极性不足。2) 行业层面受亚洲金融危机、国家政策收紧影响，白酒行业总产量下滑，同时行业竞争激烈，川酒、徽酒、鲁酒对洋河形成较大压制。3) 90 年代中期以前，洋河经销商较为单一，以国有糖酒公司为主，之后在民营企业冲击下，老糖酒公司相继倒闭、

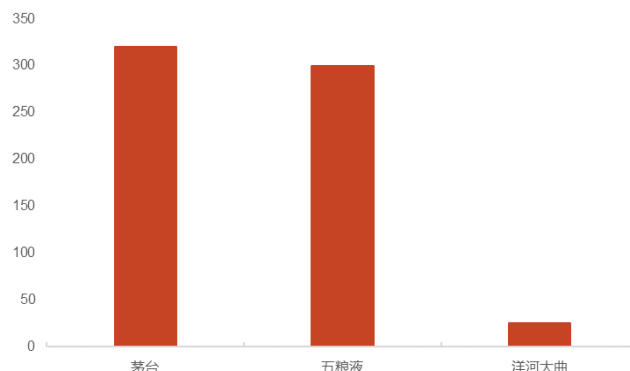
改制、重组，统购统销模式逐渐落伍，洋河大曲在按批条卖酒模式下供不应求的优势逐渐丧失。4) 内部产品结构老化，产品多年未进行创新，1988 年国家正式放开名酒价格管控，但洋河未能及时提价，到 1998 年洋河大曲价格仍为 20 多元一瓶，与茅台、五粮液之间的价差较大，在消费者心目中逐渐落入低端酒序列。1998 年，公司与南京贵宾商贸合作推出了一款贵宾洋河，定位 180-200 元价格带意图发力高端市场，但未能挽救颓势。2002 年，洋河在全国的销售额仅有不到 4 亿元。

图 1：1997 年开始白酒行业产量连续八年下滑



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 2：1998 年洋河大曲零售价大幅低于茅台/五粮液



资料来源：搜狐网，光大证券研究所，单位：元/500ml

2.2、2002-2012 年：企业改制，缔造蓝色神话

企业改制成立洋河股份，引入高管团队持股激发企业活力。2002 年，在江苏省政府的批准下，由洋河集团作为主要发起人，联合上海海烟、综艺投资等 6 家法人以及 14 位自然人，共同发起设立洋河股份，股份公司设立时洋河集团持股 51.1%，14 位自然人股东均为洋河集团经营层成员，持股合计 8.41%。整体上有利于提升高管积极性，优化股权体制。同时剥离不良资产、清理呆账坏账、精简人员，此次企业改制成为洋河当时发展的新起点。

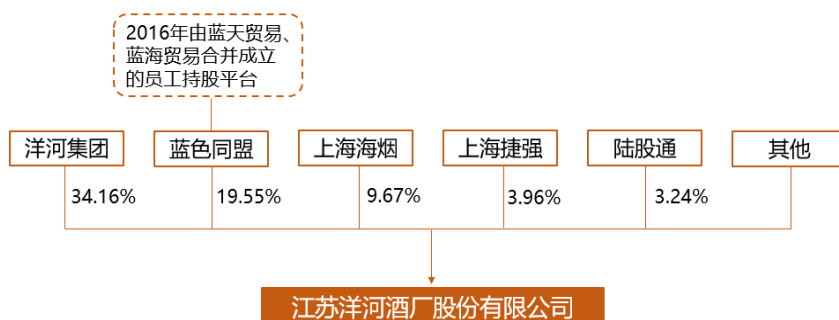
2006 年再次改制，降低国有股、提高中高层员工与业务技术骨干持股比例。2006 年，公司扩股蓝天贸易、蓝海贸易两家员工持股公司，相关持股人员主要为中高层管理人员、业务与技术骨干，此次增资扩股后，洋河集团持股比例下降到 38.61%，国有股得以稀释，蓝天贸易、蓝海贸易合计持股比例 24.44%，较高比例的员工持股有利于进一步调动员工积极性，公司也从国有控股转变为国有参股的混合所有制公司。2016 年，蓝天贸易与蓝海贸易合并入新成立的蓝色同盟，截至 2021 年 4 月 28 日，蓝色同盟作为统一的员工持股平台持有公司 19.55% 股份，为公司第二大股东。

图 3：公司于 2002 年 12 月 27 日设立时的股权结构



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 4：员工持股平台蓝色同盟为公司第二大股东



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：截至 2021 年 4 月 28 日

首创绵柔型白酒，打造蓝色经典系列。2002 年企业改制后的洋河股份，面临的主要问题就是卖什么样的酒，洋河大曲之前未能及时跟上市场变化已经掉队，加之相比茅台、五粮液等高端名酒，洋河在讲故事、拼文化等方面处于劣势，凭借老产品突破难度太大。于是洋河将目光转向新的蓝海，针对消费者诉求展开市场调研，发现在长三角地区，商务人士以及应酬活动较多，对饮用舒适、喝完不上头的白酒需求较高，公司从中找到了产品突破口。**2003 年，公司推出蓝色经典品牌，首创具有“甜、绵、软、净、香”特色的绵柔型风格白酒，以天之蓝、海之蓝、梦之蓝为主，定位中高端白酒。**2009 年，梦系列内部分化出 M3、M6、M9，发力 300 元以上的次高端价格带。

为了在竞争激烈的白酒行业展开差异化宣传，洋河启用较为少见的蓝色元素作为**主基调**，当时其它白酒品牌多数采取红色、黄色、紫色，以契合中国传统文化，相比之下洋河选取的蓝色包装更加柔性，符合绵柔型创新口味，也契合海洋、天空与梦幻的产品意境。酒瓶设计意在塑造高端形象，定位商务宴请，并且推出广告词“世界上最宽广的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀”，为蓝色经典系列塑造营销氛围。

图 5：洋河采用蓝色元素为主基调，主打“男人的情怀”

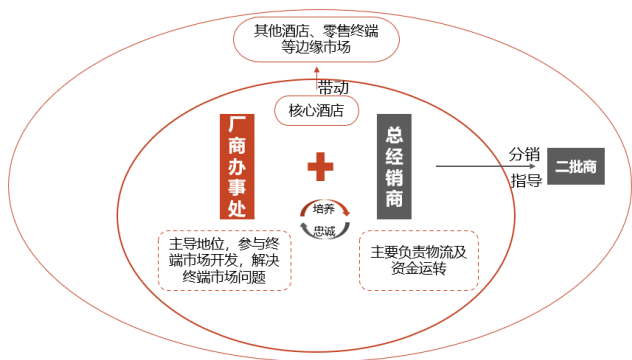


资料来源：公司官网，光大证券研究所

酒香也怕巷子深，厂商主导、经销商合作开发终端市场。产品创新之后，下一步考虑的是如何触达到消费者，洋河采取“1+1”模式，以厂商为主，经销商发挥配合作用，并对经销商采取较为刚性的管理政策，例如对经销商的货物控制上，一旦出现串货，不仅处以双倍罚款，而且可能吊销经销资格。“1+1”模式下，经销商的经营风险较低，二批商在公司带动下实力也在不断增强，从而有助于增强经销商的竞争意识，同时厂商对于终端的掌控较强、反应迅速，有利于新产品进入新市场实现大范围铺货。

针对中高档白酒蓝色系列，公司借鉴口子窖实施“盘中盘”模式，以核心酒店为营销起点，动员力量将产品推荐给核心消费者，逐渐在消费群体中形成强烈偏好。“盘中盘”模式的优点在于通过小盘带动大盘，先培养重点客户，再全面铺开，缺点在于核心酒店费用高企。因此，洋河进一步推出“4*3”模式，改为开发各区域的核心企事业单位，“4*3”模式作为“盘中盘”模式的优化，能够直面更多的消费群体，有助于公司顺利开发团购渠道。

图 6：洋河采取厂商主导、经销商配合的“1+1”模式



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：洋河在“盘中盘”基础上推出“4*3”模式

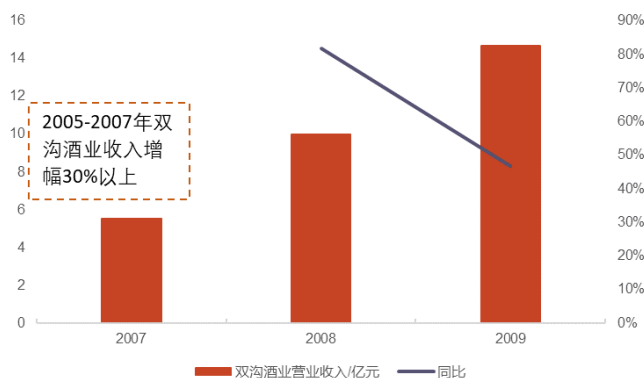


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2009年在深交所上市，2010年收购双沟实现两大苏酒强强联合。2009年公司正式登陆资本市场，2010年收购江苏双沟酒业，双沟历史底蕴深厚，2009年其白酒业务收入达到14.66亿元，双沟大曲曾经在第四届、第五届中国评酒会获得

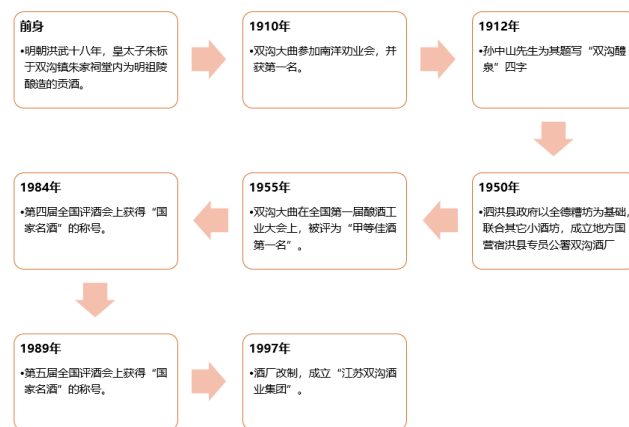
名酒称号。公司成为双沟第一大股东标志着两大苏酒企业强强联合并正式组建苏酒集团，集团公司为投资决策中心，苏酒实业为营销利润中心。2010 年因双沟并表，公司总营收同比增长 90.38%，达到 76.19 亿元。

图 8：双沟酒业在并入洋河前的历年收入规模



资料来源：维维股份公告，光大证券研究所，注：维维股份 2006 年 11 月收购双沟酒业 38.27% 的股份成为其第一大股东，2009 年 9 月向宿迁市国丰资产经营管理有限公司转让其持有的双沟酒业 40.59% 股份

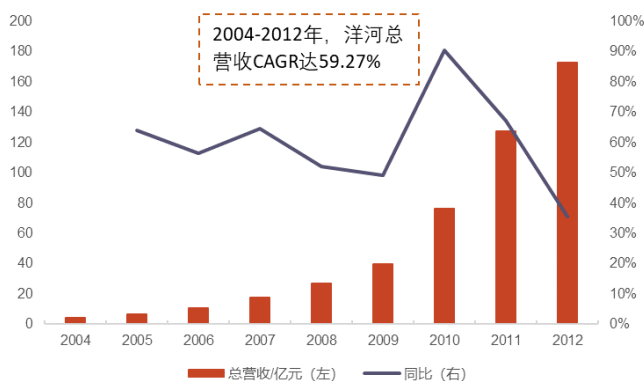
图 9：双沟酿酒历史悠久、文化底蕴深厚



资料来源：中国糖酒网，光大证券研究所

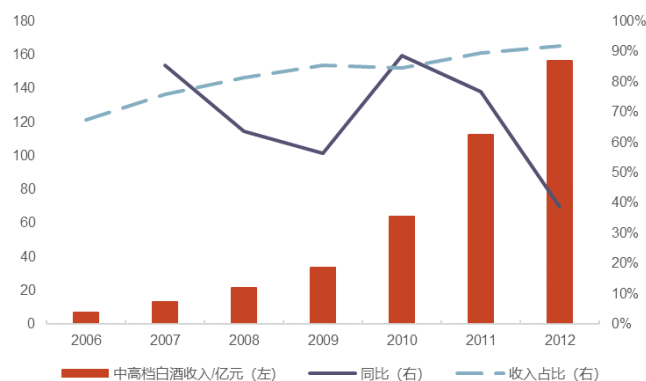
整体来看，2002 年企业改制后，公司凭借蓝色系列产品实现快速增长。从 2004 到 2012 年，公司总营收从 4.17 亿元增长至 172.7 亿元，CAGR 接近 60%，产品结构得以优化，蓝色经典系列增长迅速，中高端白酒收入占比不断提升，2012 年中高档白酒（主要为蓝色经典、双沟珍宝坊、青花瓷）收入 156.36 亿元，占白酒业务收入比重提升至 90% 以上。

图 10：2004-2012 年公司总营收高速增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 11：2004-2012 年公司中高档白酒收入占比持续提升



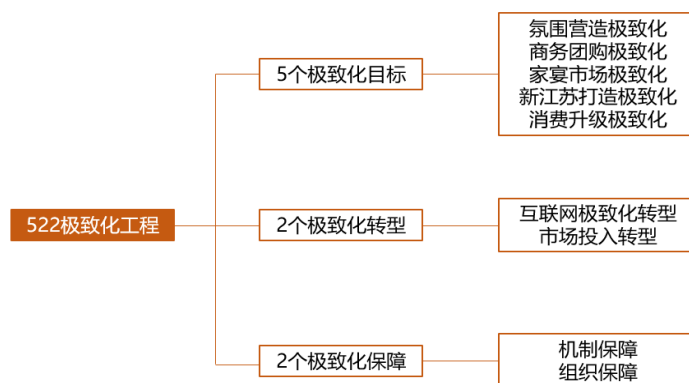
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.3、2013-2015 年：行业调整，积极部署

2012 年末，以八项规定、六条禁令为导火索，白酒行业进入深度调整期，特别是高端白酒消费结构发生较大变化，从过去以政务消费为主，向商务及大众消费转变。行业需求变化下，公司也开始调整渠道策略，基于对“白酒消费转向大众

化和快消品化”的判断，公司全面推进深度分销，包括低端与中高端产品，以快消品的思维来运作白酒。截止到 2015 年末，公司管理 7000 多家经销商，直接控制 3 万多地面推广人员，不断推进天网工程和团购工程，同时积极探索营销新模式，电商平台、洋河 1 号 APP 等在行业内处于领先地位，2015 年，公司进一步提出“522 极致化工程”，持续推动营销转型升级。

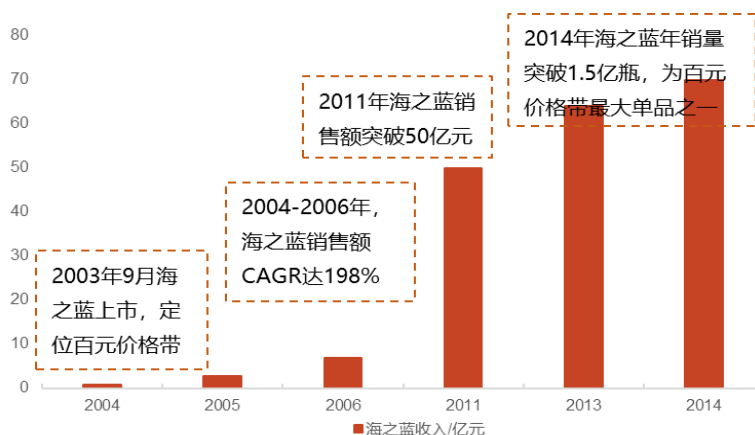
图 12：公司 2015 年提出全力打造“522 极致化工程”



资料来源：酒业家，光大证券研究所

在产品端，洋河以海之蓝为主要认知产品，占位 100-300 元的大众主流消费带，在行业调整期间需求也保持较为稳健的状态。2003 年 9 月海之蓝上市后经历了长达十年以上的持续增长，2004 年全年销售额达到 7600 万元，2011 年突破 50 亿元。受益于大众消费支撑，在行业调整期间，海之蓝成为百元价格带的民酒大单品，2013 年销售额超过 60 亿元，2014 年销售额估计超过 70 亿元，在蓝色系列中的占比超过 60%。

图 13：海之蓝在行业调整期间稳健增长，成为百元民酒大单品



资料来源：糖酒快讯，光大证券研究所

整体来看，在渠道端，深度分销模式有助于公司快速复制，将渠道网络渗透到全国各个地级县市，在产品端，定位百元价格带的海之蓝稳健增长。2013 和 2014

年公司营收与净利润虽然有所下滑，但调整幅度小于同行业内多数白酒企业，2015年收入及归母净利润已回归正增长轨道。

表 2：2013-2015 年行业调整期间白酒企业收入及归母净利润增速

公司	营业收入增速				归母净利润增速			
	2013	2014	2015	2013-2015CAGR	2013	2014	2015	2013-2015CAGR
贵州茅台	17.45%	3.69%	3.82%	8.13%	13.74%	1.41%	1.00%	5.22%
五粮液	-9.13%	-15.00%	3.08%	-7.31%	-19.75%	-26.81%	5.85%	-14.65%
泸州老窖	-9.74%	-48.68%	28.89%	-15.79%	-21.69%	-74.41%	67.42%	-30.51%
山西汾酒	-6.04%	-35.67%	5.43%	-13.95%	-27.64%	-62.96%	46.34%	-26.80%
洋河股份	-13.01%	-2.34%	9.41%	-2.41%	-18.72%	-9.89%	19.03%	-4.47%
酒鬼酒	-58.56%	-43.26%	54.76%	-28.61%	-	-	-	-
水井坊	-70.31%	-24.88%	134.29%	-10.46%	-	-	-	-
舍得酒业	-27.60%	1.86%	-19.99%	-16.13%	-96.82%	13.72%	-46.76%	-73.19%
古井贡酒	9.14%	1.53%	12.96%	7.77%	-14.28%	-4.01%	19.85%	-0.46%
今世缘	-3.02%	-4.60%	1.05%	-2.22%	0.68%	-5.24%	6.14%	0.42%
口子窖	-2.37%	-7.71%	14.41%	1.02%	-12.68%	6.02%	43.41%	9.91%

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：酒鬼酒 2013 和 2014 年归母净利润分别亏损 0.37/0.97 亿元，水井坊 2013/2014 年归母净利润亏损 1.82/4.03 亿元

2.4、2016-2018 年：发力次高端，内存隐患

进入行业复苏期，公司重点发力梦之蓝系列。2016 年以后，得益于中产阶级崛起以及消费升级，白酒行业逐渐回暖，政商务消费回归理性，高端白酒复苏最为显著，次高端白酒也成为重要增长动力。在这样的背景下，洋河将战略重心转向次高端以上产品，意图通过拔高已有产品结构实现高端化，将梦之蓝从蓝色系列中独立出来并定位“新国酒”，将主导产品由海之蓝升级到梦之蓝。2017 年梦之蓝收入规模首次超过天之蓝，2018 年销售规模达到百亿（回款口径），同比增长超过 50%。另外，公司也在继续补充梦系列产品矩阵，2015 年推出电商专供产品梦之蓝 M1，首发价格 598 元，2017 年推出手工班，定价 1688 元，以进军高端白酒市场。

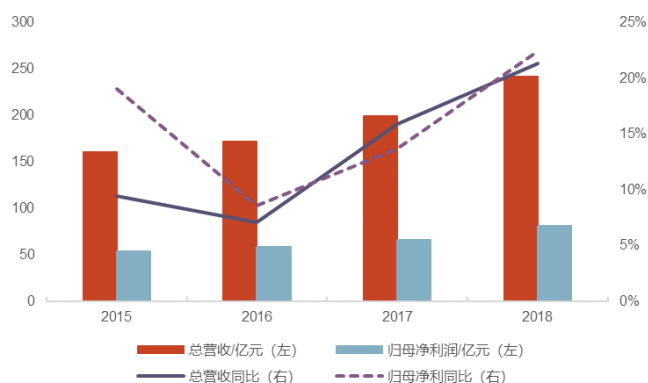
图 14：2015-2018 年间梦系列产品矩阵继续完善



资料来源：公司官网，光大证券研究所

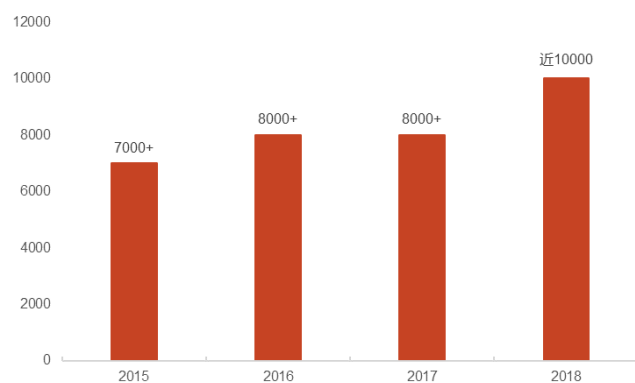
在渠道模式方面，这一时期公司继续不断加大深度分销模式。截至 2018 年底，公司合作经销商数量近 1 万家，拥有 3 万多名地面推广人员。从财务数据来看，2015 年公司营收及净利润恢复正增长，2016-2018 年增速加快，2018 年营收及归母净利润同比增长 20% 以上。但快速发展的背后也存在较多问题，经销商利润空间和积极性较低，渠道库存较高、压货窜货现象严重、价格管控失效，为之后的业绩困境埋下隐患。

图 15：2016-2018 年公司营收和归母净利润增速加快



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：2018 年公司新增约 2000 家经销商

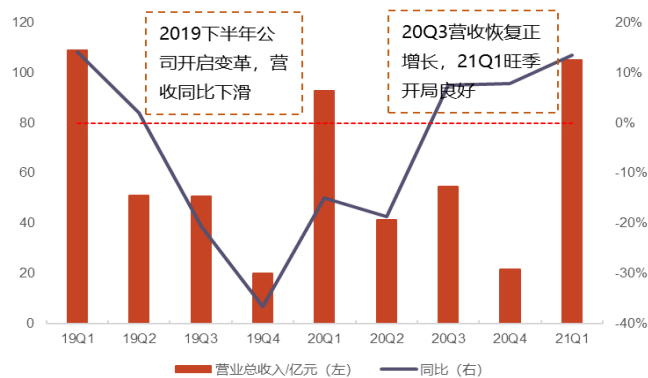


资料来源：公司公告，光大证券研究所，单位：家

2.5、2019 年以来：业绩阵痛，开启变革

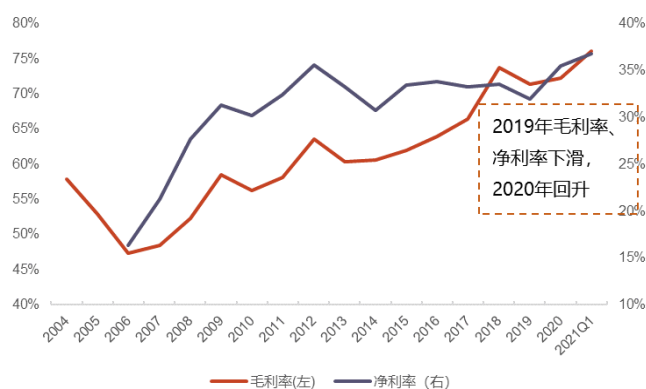
针对前期历史遗留问题，公司在 2019 年下半年开启调整，同时伴随业绩阵痛。2019 年 7 月，公司任命刘化霜先生为副总裁，开始主导营销工作，此后开始采取一系列措施，在营销手段、产品体系、渠道策略等多方面进行变革。调整期间公司经历了一定的业绩阵痛期，2019-2020 年调整期间公司收入有所下滑，总营收分别同比下降 4.28%/8.76%。2021 年以来公司调整逐渐见效，21Q1 总营收同比增长 13.51%，开门红得以验证，公司实现较高增长，产品结构优化下盈利能力也有所回升。

图 17：2019 年下半年开始公司营收同比下滑，20Q3 恢复正增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 18：2019 年公司盈利能力下滑，2020 年回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19: 洋河股份自上市以来股价累计涨跌幅复盘



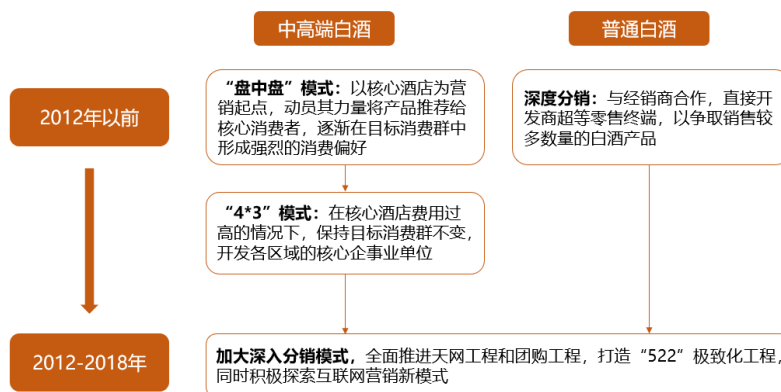
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 股价截至 2021 年 7 月 5 日

3、深挖症结，剖析困境

3.1、行业复苏后渠道战略未及时调整

回顾洋河的渠道模式，2019 年以前深度分销模式一直为主要策略。2012 年以前洋河以“1+1”营销模式为主，公司在各营销网点覆盖的区域市场中发展经销商，密度为每个县或市区 2-4 户，公司直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转。针对中高端白酒，公司实施“盘中盘”和“4*3”模式，专门针对中高端核心消费者开展团购业务。对于普通白酒实施深度分销模式，与经销商合作直接开发商超等零售终端，争取实现放量。2012 年进入行业调整期后，洋河基于白酒进入大众消费时代的判断，全面加大深度分销，包括低端与中高端产品，厂商自己的操盘控制能力进一步增强。

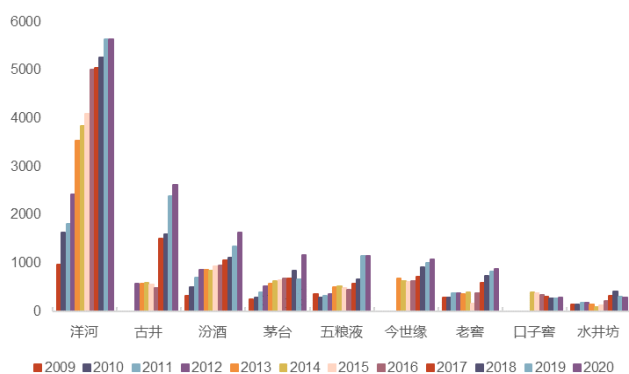
图 20: 2019 年以前深度分销模式一直贯穿公司的发展历程



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

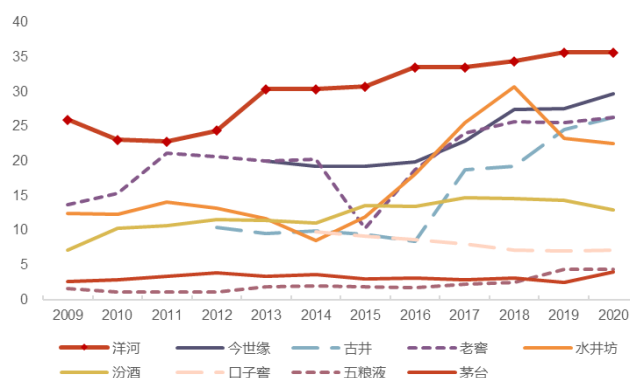
深度分销模式为厂商主导、经销商配合的“大厂小商”模式，该模式对销售团队要求较高。在产品导入初期，公司选择当地优质经销商合作，并派出自己的营销团队对经销商进行指导和管理，从而主导当地营销。厂商承担大部分费用和 risk，并且通过对市场的主导权使经销商发挥各自优势实现长远发展，规避了经销商追求短期利益的弊端。这种模式下厂商营销措施的标准程度较高，有利于新产品快速扩张、打开市场。深度分销模式对公司销售团队数量和执行力的要求较高，公司销售人员数量及占比在白酒行业内一直位居前列。

图 21：公司销售人员数量在同业内遥遥领先



资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：人

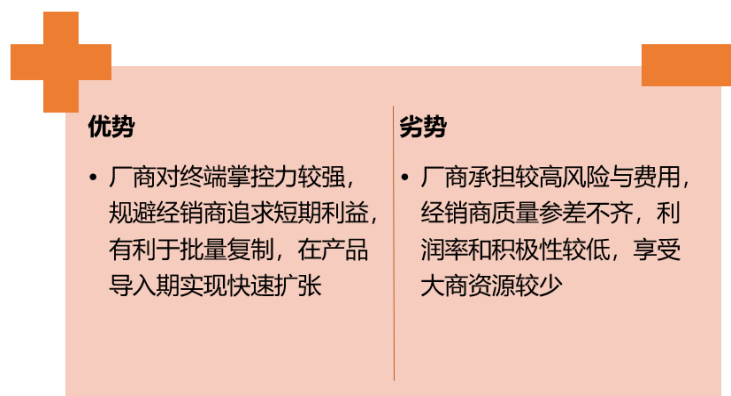
图 22：公司销售人员数量占比在同行业内位居前列



资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：%

2015年后高端和次高端白酒带动行业复苏，公司渠道战略未能及时调整，享受大商资源较少。2012年八项规定出台后，公司迅速调整战略部署，减弱对政商务核心消费者的依赖，转向大众消费并全面推进深度分销战略，从效果来看取得了显著成效，在行业调整期间有力控制了下滑幅度。但是伴随高端和次高端白酒的复苏，政商务精英对白酒消费的引领作用增强，在这个过程中，经销商特别是大商的资源开始发挥重要作用。对比其他酒企，五粮液采取大商模式，老窖采取酒企和经销商协同模式，洋河沿用深度分销模式，部分实力较强、风险偏好高的大商利润空间较低，推广洋河产品的积极性较弱，公司未能享受优质经销商的资源优势，部分经销商更是流向省内竞争对手今世缘。

图 23：深度分销模式的优劣势



资料来源：光大证券研究所整理

表 3：按厂家/经销商主导作用划分的白酒企业主要渠道模式对比

渠道模式	厂家主导模式	经销商主导模式	厂家和经销商协同模式
代表公司	洋河股份	五粮液	泸州老窖
渠道利润	销售价差、返利	销售价差、返利	销售价差、品牌专营公司的分红、返利
厂家与经销商分工	厂家主导市场，承担开发风险，进行市场开发、维护、品牌推广、消费者教育等工作，经销商主要负责物流和资金周转，起配合作用	经销商为主导，厂家的市场开发作用通常转移给经销商，厂家主要负责产品生产、品牌整体宣传等	以老窖品牌专营模式为例，品牌专营公司由经销商持股，管理层与销售团队由厂家任命，下设各区域子公司负责品牌销售和宣传推广
优势	酒企对市场掌控力度较强，触达终端能力较强，便于管理，易于批量复制，有利于新产品在新市场快速扩张，对经销商依赖程度较低	依托优质经销商的资源优势，有利于在新入市场进行低成本快速扩张	厂家与经销商形成利益绑定，共同分享红利，经销商积极性较高，酒企增强对终端的触达能力，并且能够降低销售费用率
劣势	厂家市场投入较高，销售人员数量较多，小商不具备大商的资源和营销能力，对酒企品牌力、管理能力要求较高，管理不力会导致市场价格混乱	酒企对终端掌控能力差，反应能力弱；串货、价格混乱的问题在所难免；经销商议价能力强，影响酒企战略的执行	仍然存在价格体系混乱的风险，酒企对终端的直接管控仍有难度，厂商和经销商之间可能产生代理问题

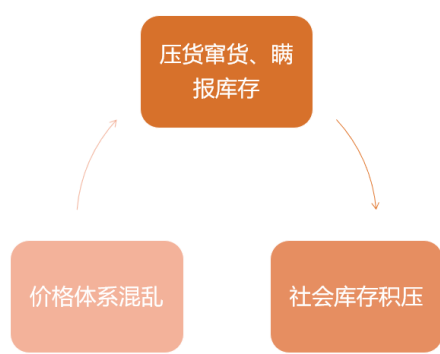
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

3.2、渠道库存积压，价格管控失效

以销量、业绩为导向的考核制度下，压货、窜货现象较为严重，导致形成库存积压与价格受损的恶性循环，厂商关系亦有所恶化。公司对销售人员和经销商采取以销售额为导向的考核制度，在销售目标的压力下，分公司向经销商压货情况较为严重，导致渠道库存积压，供过于求，经销商资金压力下窜货现象较为严重，渠道价格体系受损，利润空间被压缩。在这样的情况下，公司没有及时停货挺价，而是继续提价压货，从而导致价格倒挂并形成恶性循环。2018 年公司营收和归母净利润同比均增长 20%以上，但是在业绩高增长的背后，2018 年经销商保证金发生金额超过 9 亿元，合作经销商已经接近 1 万家。

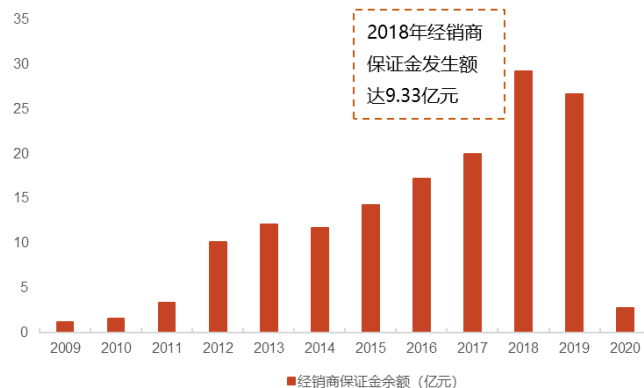
在费用投放方面，公司虽然费用支出较高，但更多用于渠道促销，在终端和消费者层面的培育较弱。2019-2020 年期间老用户有所流失，特别是海之蓝、天之蓝在消费者端的口碑有所恶化，新增客户也较少。

图 24：库存积压与价格受损形成恶性循环



资料来源：光大证券研究所

图 25：2018 年公司经销商保证金余额大幅增加



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：2017-2018 年公司提价措施较为频繁

时间	提价措施
2016 年 2 月	海之蓝、天之蓝产品结算价格分别上调 2 元/瓶、4 元/瓶
2017 年 2 月	海之蓝产品每瓶价格上调 2 元，天之蓝每瓶价格上调 3 元，梦之蓝 M3 每瓶上调 10 元，M6 每瓶上调 20 元，M9 每瓶上调 30 元
2017 年 6 月	海之蓝终端渠道价格上调 60 元/件，即每瓶上涨 10 元，天之蓝价格上调 120 元/件，即每瓶上涨 20 元
2017 年 10 月	终端建议供货价上调，海之蓝上调 40 元/件，天之蓝上调 90 元/件，青瓷上调 25 元/件，君坊上调 40 元/件
2018 年 2 月	上调出厂价，海之蓝、天之蓝每瓶分别提价 4 元、6 元，M3、M6、M9 烟酒店及团购渠道分别上涨 15 元/瓶、30 元/瓶、60 元/瓶，商超渠道分别上涨 20 元/瓶、40 元/瓶、60 元/瓶
2018 年 7 月	上调出厂价及终端供货价，出厂价海之蓝上涨 4 元/瓶，天之蓝上涨 6 元/瓶，M3、M6、M9 分别上涨 5 元/瓶、5 元/瓶、10 元/瓶，终端供货价海之蓝上涨 60 元/箱，天之蓝上涨 100 元/箱，M3、M6、M9 分别上涨 110 元/箱、140 元/箱、600 元/箱
2019 年 5 月	上调供货指导价，最高涨幅超 20%，海之蓝涨价近百元/箱，天之蓝、M3、M6 每箱涨价百元以上，M9 涨价达千元/箱

资料来源：购酒网，云酒头条，光大证券研究所

3.3、海、天需求疲软，梦系列高端化不足

海之蓝、天之蓝在行业复苏以来增长乏力。海之蓝、天之蓝是公司在行业调整前的主力产品，海之蓝在 2003 年推出后成功卡位百元主流价格带，成长为全国性大单品。2008 年后，天之蓝作为海之蓝的升级产品，定位 300 元价格带，受益于商务消费升级红利实现高增长。2012 年行业进入调整期后，海之蓝作为大众消费主流单品，继续维持了稳健增长。2015 年后伴随白酒主流价格带的提升，海、天系列逐渐呈现疲软态势。

图 26：海之蓝、天之蓝产品发展历程



资料来源：公司公告，酒业家，光大证券研究所

海、天需求疲软主要受所处价格带增长放缓、产品老化、渠道推力不足等因素影响。1) 行业层面，海之蓝、天之蓝主要位于 100-400 元价格带，成长空间较低。2) 渠道层面，海、天由于发展多年价格体系已经较为透明，叠加深度分销模式下经销商利润空间较低，渠道推介积极性较弱。另外过去以烟酒店等流通渠道的粗放式营销为主，对于终端的消费者培育投入较弱。3) 产品层面，过去快速增长情况下产品储存时间不足、口感下降，在消费者层面形成产品老化的负面口碑。

4) **消费场景方面**，海之蓝过去以商务宴请为主，但是伴随行业消费升级，海、天系列均转向大众渠道，客户粘性和复购率较之前低。

图 27：海之蓝、天之蓝在外因内因共同影响下增长乏力

行业层面	产品层面	渠道层面	消费场景
<ul style="list-style-type: none"> 白酒行业消费升级，海、天所处的100-400元价格带增长空间较低 	<ul style="list-style-type: none"> 快速扩张下储存时间不足、口感下降、产品老化，在消费者层面形成负面口碑 	<ul style="list-style-type: none"> 渠道利润与积极性较低，采取烟酒店为主的粗放式营销，终端培育不足 	<ul style="list-style-type: none"> 行业复苏以来转向大众渠道，商务属性减弱，客户忠诚度与复购率较低

资料来源：光大证券研究所整理

高端、次高端白酒扩容的行业趋势下，公司将战略重心转向梦系列，但在高端市场的布局未能取得明显成效。进入行业调整期后，公司积极转变了产品战略，将梦系列从蓝色经典中独立出来，定位新国酒力图实现高端化转型。在市场推广方面大力投入梦9，2017年初推出手工班作为高端战略产品，主打纯手工与稀缺性。但由于高端白酒市场份额进一步向茅台、五粮液、国窖等龙头集中，公司布局高端市场的成效较弱，梦9、手工班对公司的收入贡献较小。2019年梦9和手工班销售规模约10亿，占梦系列比重仅10%左右。梦3和梦6受益于次高端扩容，表现相对较好，但未能扭转公司营收整体下滑趋势。

4、全面变革，成效初显

4.1、调整管理团队，完善激励机制

老将回归为此次变革的起点，**董事会换届提名新领导层**。2019年7月刘化霜出任公司副总裁，主管营销工作，刘总业务经验丰富，曾参与打造蓝色经典系列，上任后主要针对整顿经销商队伍、采取柔性考核制度、提高渠道利润、调整返利政策等方面进行改革。2021年1月，宿迁市委对企业领导班子进行调整，公司任命张联东出任党委副书记，提名张联东、钟雨、李民富、王凯、刘化霜、丛学年、周新虎为第七届董事会非独立董事候选人，新任领导班子就位。

2021年6月，公司发布《关于调整部分公司领导工作分工的通知》，决定张联东主持股份公司全面工作，分管集团贸易全面工作，主持双沟酒业工作，刘化霜协助钟雨做好股份公司经理层工作，分管产品中心和国际化战略工作。经过近两年时间，公司在营销层面的变革已取得一定成效，价格、库存、动销等步入良性发展，基本面向上趋势确立。

图 28: 刘化霜总为洋河元老, 一线业务经验丰富



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

表 5: 公司现任管理团队

姓名	主要职务和工作经历
张联东	现任公司董事长、党委副书记, 江苏双沟酒业股份有限公司董事长, 江苏双沟酒业销售有限公司执行董事, 此前担任宿迁市洋河新区党工委副书记、宿迁市政府副秘书长等职务
钟雨	现任公司副董事长、总裁、党委副书记, 洋河分公司总经理, 高级工程师、中国白酒大师
李民富	现任公司董事, 宿迁产业发展集团有限公司党委书记、董事长, 江苏洋河集团有限公司董事长, 江苏双沟集团有限公司董事长
刘化霜	现任公司董事、执行总裁、党委常委, 苏酒集团贸易股份有限公司党委书记、董事长, 历任江苏洋河酒业有限公司市场部部长、副总经理兼洋河蓝色经典总经理, 江苏洋河酒业有限公司总经理, 公司党委常委、战略研究总监, 江苏酒实业股份有限公司常务副总经理、党委副书记, 苏酒集团贸易股份有限公司党委书记、副董事长
丛学年	现任公司董事, 蓝色同盟董事长。高级经济师。历任江苏洋河酒厂总帐会计、财务处长、洋河集团财务部长、总会计师, 公司董事会秘书、财务负责人、董事、副总裁
周新虎	现任公司董事、副总裁、总工程师。正高级工程师、中国食品工业协会白酒专业委员会专家组成员, 中国首席品酒师、中国评酒大师。历任洋河集团技术员、质量检验科长, 公司勾储部部长, 江苏洋河酒业有限公司副总经理, 公司副总工程师、总工程师、副总裁
林青	现任公司副总裁、内部审计机构负责人、党委常委, 苏酒集团贸易股份有限公司副董事长
郑步军	现任公司副总裁、党委常委、公司泗阳分公司总经理、党委书记, 高级工程师
傅宏兵	现任公司副总裁, 贵州贵酒集团有限公司董事长、党委书记, 中国白酒工艺大师, 高级酿酒师
尹秋明	现任公司副总裁、党委委员、财务负责人
李玉领	现任公司副总裁、党委委员, 江苏双沟酒业股份有限公司党委书记、总经理
陆红珍	现任公司董事会秘书、证券部部长

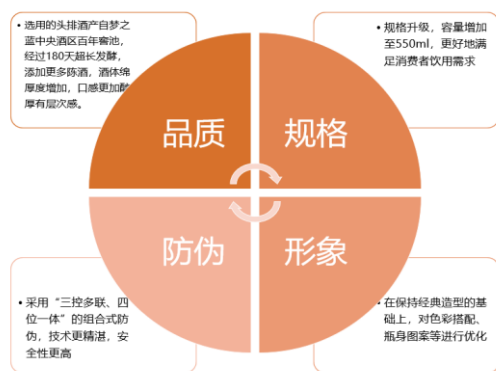
资料来源: 公司 2020 年年报, 光大证券研究所

新一轮激励计划落地, 彰显新管理层发展信心。2021 年 7 月公司发布第一期核心骨干持股计划(草案), 本次持股计划参与对象为公司董事、监事、高级管理人员、中层及以上人员和核心骨干, 参与人数共计不超过 5100 人, 持股规模不超过 966 万股, 约占公司目前股本总额的 0.64%, 拟募集资金上限为 10 亿元, 业绩考核要求为 2021/2022 年营业收入同比增长不低于 15%, 本次考核目标彰显“十四五”开局之年新管理层对于公司变革后的发展信心, 有助于提高管理团队和核心骨干积极性, 另外, 公司在股东大会中提出调整内部体制, 对一线营销人员建立高激励、高约束的考核体系。激励机制不断完善, 有利于激发内生动力, 为后续发展蓄能。

4.2、以梦 6+为抓手，品牌结构升级

公司以梦 6 升级改版为抓手，重点打造梦 6+大单品。针对产品老化问题，公司经过市场调研与探索，瞄准 600 元次高端价格带，于 2019 年 11 月正式推出全面升级的梦 6+作为战略大单品。梦 6+在保留原有蓝色系列经典元素的基础上，在品质、规格、形象、防伪方面进行了四重升级，相比老版梦 6 陈酒含量增加、酒体绵厚度提升、口感更加醇厚，在顺应白酒行业消费升级趋势的同时，进一步诠释了公司蓝色系列的品质实力与品牌内涵。

图 29：梦 6+在原有基础上进行四重升级



资料来源：酒业家，光大证券研究所

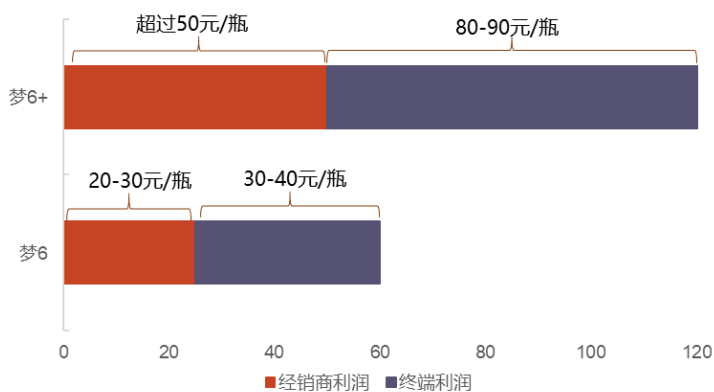
图 30：继“男人的情怀”后，公司赋予梦 6+更丰富的精神内涵



资料来源：公司官网，光大证券研究所

产品力提升的同时，公司对梦 6+转变运营思路，渠道利润和推力得以增强。梦 6+改变过去深度分销的思路，重点发展团购渠道，主要由少数优质经销商来运作，公司也会将资源向大商倾斜。老版梦 6 终端成交价 500 元/瓶左右，梦 6+ 终端成交价目前约 680 元/瓶，价格提升后中间环节利润空间明显增厚。据渠道调研，梦 6 中间环节利润空间约 70-80 元/瓶，梦 6+中间环节利润率接近 20%，产品升级后经销商和终端环节利润率均有明显提升，渠道推力显著增强。另外，公司采取配额制以稳定价盘，避免出现过去片面追求业绩带来的后果。

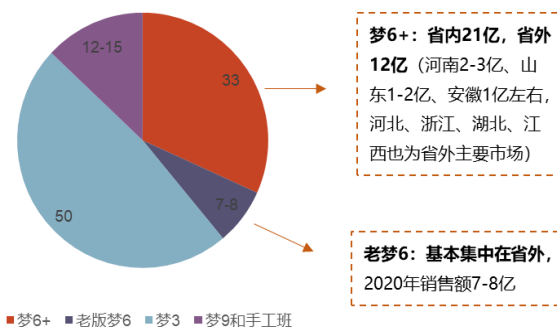
图 31：梦 6+相比梦 6 终端价格提升，渠道利润增厚



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

梦6+形成快速发展态势，省内产品更新换代已基本完成，逐渐成为主要增长驱动。得益于渠道推力改善、产品升级以及公司在600元价格带的前瞻性布局，梦6+已步入快速发展时期，省内市场由于转型调整较早、消费者品牌认知度高，梦6+推广效果亮眼，已实现新老产品的更新换代，省外发展相对较慢，但老版梦6库存也在2020年逐渐消化。据渠道调研，2020年梦6+销售规模超过30亿元，其中省内市场20亿元左右，老版梦6销售额约7-8亿元，基本集中在省外且主要在上半年消化。

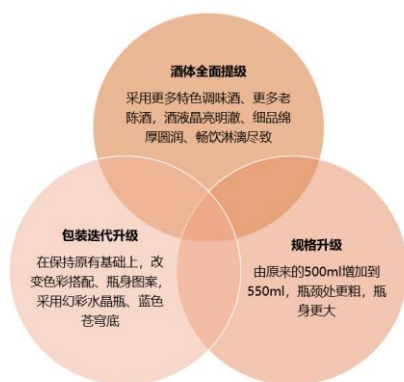
图 32：2020 年梦系列销售规模拆分：梦6+在省内已完成产品迭代



资料来源：渠道调研，光大证券研究所，单位：亿元

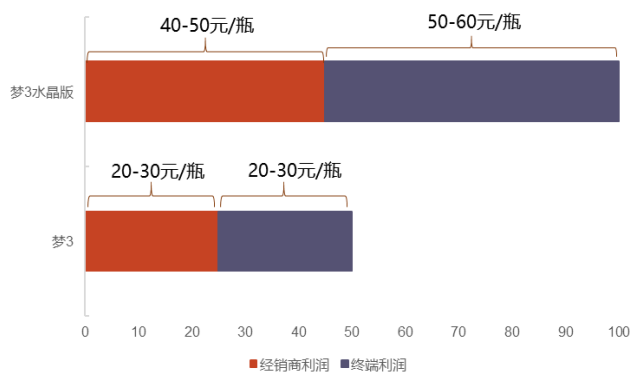
伴随梦6+主导地位确立，公司继续对梦3进行升级，推出梦之蓝水晶版。梦3产品在梦系列中收入占比约50%，为实现产品破局，公司在梦6+初步成功的基础上，于2020年11月正式推出梦3水晶版，对品质、规格、形象三方面进行升级，“晶亮绵润、超值超量”为核心亮点。在渠道利润分配方面，梦3水晶版终端成交价450元/瓶左右，相比老版梦3提价超过50元/瓶，终端和经销商利润超过40元/瓶，渠道利润空间得以改善。由于水晶版推出时间较晚，升级迭代效果仍需后续观察，预期将于21年下半年开始逐步放量。

图 33：梦3水晶版在梦3基础上进行三重升级



资料来源：微酒，光大证券研究所

图 34：水晶版相比老版梦3渠道利润提升

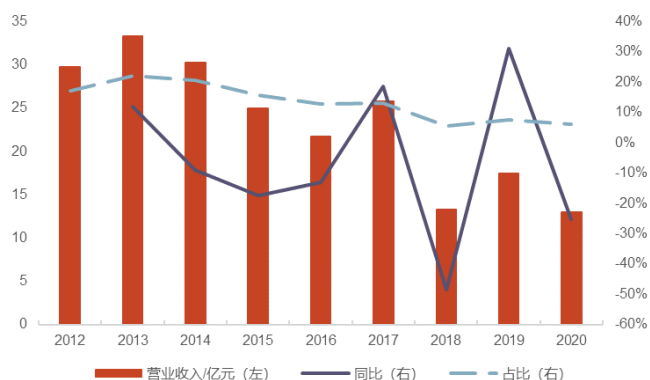


资料来源：渠道调研，光大证券研究所

天之蓝后续也将进行产品升级，有望保持市场份额。在梦6+、水晶版升级完成后，公司后续将对天之蓝采取措施，以保持传统大单品的市场份额，解决成熟期产品老化问题，具体包括：1) 在消费者层面，进行产品升级，提高品质，加强终端培育和品牌传播，以改善消费者口碑。2) 在渠道层面，通过重新定价、加强管控等提高利润空间，增强渠道推力。未来天之蓝作为传统单品，市场表现有望好转，扭转过去的下滑趋势。

公司重启双沟，以挖掘双沟品牌增长潜力、形成双品牌驱动。双沟作为老牌苏酒，历史和文化底蕴深厚，由于公司过去将主要资源投入蓝色系列，双沟自收购后并未实现较快发展，2020年双沟酒业收入12亿元，占整体收入比重不足10%。2021年以来公司提出重启双沟，将其作为一个独立品牌来运作，到年底实现营销、生产、财务等体系全面独立，张联东兼任双沟酒业董事长，体现了对双沟老字号品牌的重视，产品方面以头排酒、珍宝坊等为增长新引擎。

图 35：双沟酒业被收购后发展较为缓慢



资料来源：公司公告，光大证券研究所

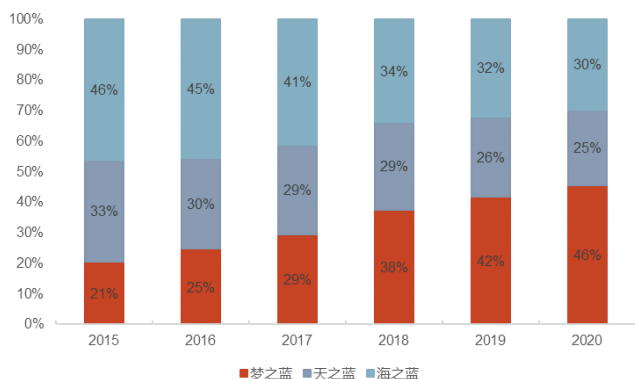
图 36：双沟旗下主要产品



资料来源：京东，光大证券研究所，注：统计时间为2021年6月11日

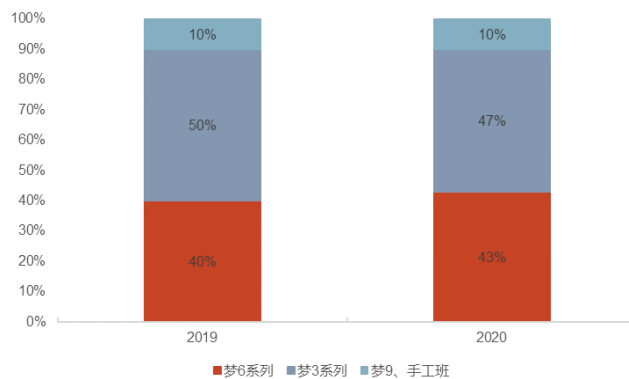
品牌结构升级，梦系列占比提升。从收入结构来看，梦之蓝占比逐年提升，2018年开始超过海之蓝、天之蓝，逐渐成为核心产品系列，2020年梦之蓝、海之蓝、天之蓝在蓝色经典中的收入占比估计分别为46%/25%/30%。其中，估计梦6系列2019/2020年在梦系列中的占比分别为40%/43%，梦3系列占比分别为50%/47%。伴随梦6+成为主要增长引擎，预期梦系列收入贡献将继续提升，品牌和产品结构升级趋势显著。

图 37：梦之蓝在蓝色经典中的收入贡献持续提升



资料来源：渠道调研估算，光大证券研究所

图 38：2019-2020 年梦之蓝系列产品收入占比



资料来源：渠道调研估算，光大证券研究所

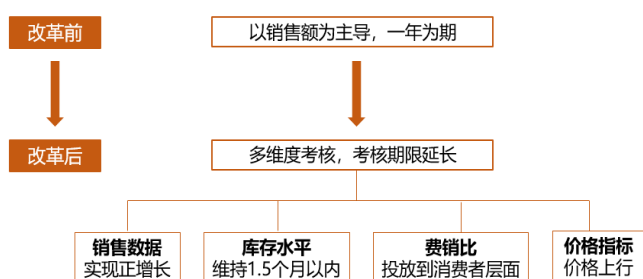
4.3、渠道改革，对症下药

渠道模式方面，公司从深度分销转向“一商为主、多商为辅”的战略。具体包括：选择当地实力较强的经销商来主导市场，不再进行压价竞争，而是以稳定价格水平、保证渠道利润为主，其余经销商可以补充服务其他渠道，相比主导经销商而言盈利模式相对简单，但在价格稳定的情况下也可以保证这类经销商的利润空间，对于违规和实力较弱的经销商进行整顿优化。公司对经销商的考核改为柔性化及跨期考核，从过去的以一年为期限到现在延长至三年及以上，除销售额之外，更关注库存、价格等指标，以改善厂商关系、清除渠道库存。

在费用投放方面，公司从原来的渠道推动型逐渐转变为用户关注型。在保持整体费用水平的情况下，改变费用投放结构，弱化渠道促销，侧重对消费者、品牌方面的投放，包括发展团购渠道、培养核心消费者、加大品鉴和品牌推广活动等，以提高开瓶率，让产品真正在消费者端得到消化。

在组织架构层面，梦之蓝和海、天系列划分为不同的营销团队，渠道考核各有侧重。考虑到过去的深度分销模式已经不太适合各产品系列的发展，公司对营销架构进行了调整，改变由一个团队运营多个产品的形式，设立海、天和梦之蓝两个营销团队。海、天系列为成熟期大单品，考核侧重于传统流通渠道的开发维护、网点布局陈列等，梦系列以次高端为主，重点发展团购渠道，考核侧重团购客户的开发、品鉴活动效果等。

图 39：公司改革后对经销商采取较为柔性的多维度考核



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

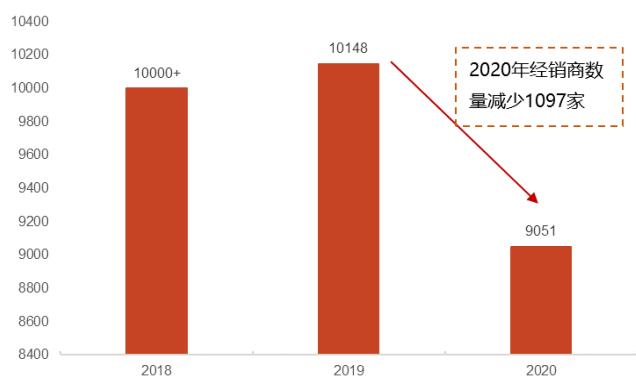
图 40：海天和梦系列营销团队分开，渠道各有侧重



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

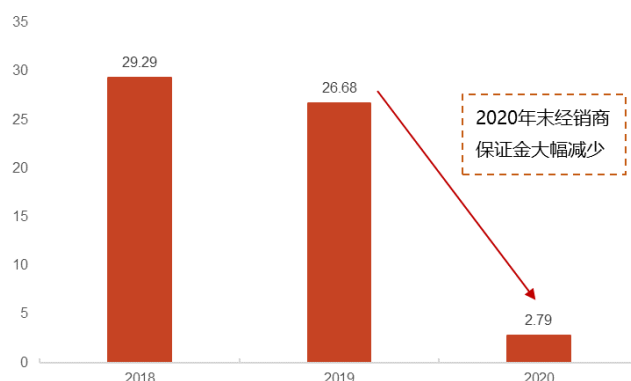
从各项数据来看公司渠道改革成效初显。2020 年公司经销商减少数量超过 1000 家，经销商保证金余额大幅减少。据渠道调研，2020 年 11 月公司全国库存水平大约在 17-18%（占销售开票比重），约 1.5 到 2 个月之间，基本达到安全水平，相比之前 20%以上的库存水平大幅降低。截止 2021 年 7 月公司整体库存水平两个月左右，省内库存水平相对更低，在 1.5 个月以内。

图 41: 公司 2020 年经销商减少数量超过 1000 家



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 单位: 家

图 42: 2020 年末经销商保证金相比年初大幅减少



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 单位: 亿元

整体而言, 公司改革以梦 6+为主导, 水晶版跟随, 天之蓝、海之蓝后续升级稳住市场份额, 同时配合渠道运营与营销策略的转变, 针对此前产品生命力老化、库存积压、价格管控失效等核心痛点, 以实现品牌升级、价格稳定、库存良性, 目前来看改革效果较为成功, 以梦 6+为主的梦系列成为主要增长引擎, 逐渐进入快速增长阶段, 渠道改革获得一定成效, 逐步实现轻装上阵。

图 43: 公司改革措施针对此前核心痛点, 梦 6+处主导地位



资料来源: 光大证券研究所

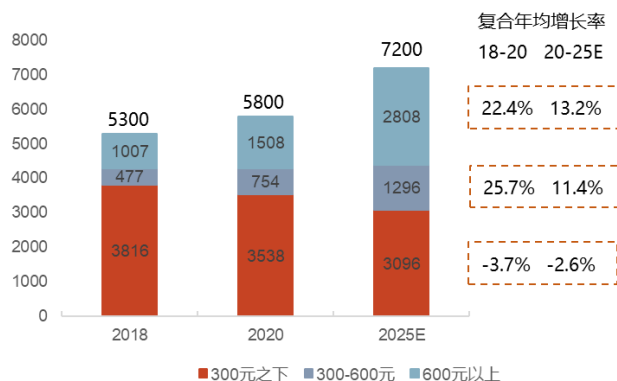
5、天时地利, 增长可期

5.1、次高端 600 元价格带享受扩容红利

白酒行业消费升级、高端白酒价格持续处于高位, 600 元次高端价格带享受增长红利。2016 年以来的行业复苏伴随着消费者升级、中产消费阶层崛起、理性诉求回归, 白酒消费场景中商务消费占比显著提升, 次高端白酒商务属性较强, 迎来发展窗口。同时, 高端白酒茅台、五粮液价格持续处于高位 (目前飞天茅台整箱/散瓶批价 3700/3000 元左右, 普五批价接近 1000 元), 为次高端白酒打开

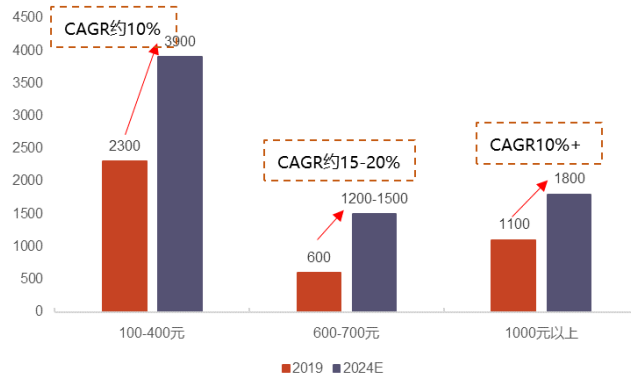
价格空间，600 元左右的白酒价格带处于增长红利期，2019-2024E 市场规模 CAGR 有望达到 20%。

图 44：次高端以上白酒收入将逐渐占据超过 50% 的市场份额



资料来源：水井坊业绩交流材料预测，光大证券研究所，单位：亿元

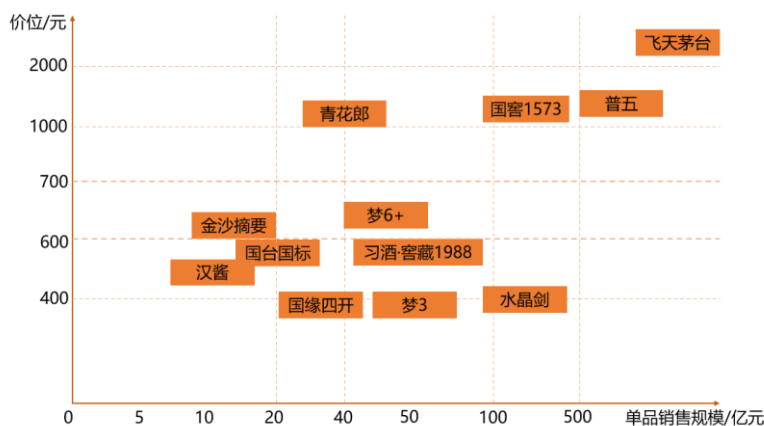
图 45：白酒 600-700 元价格带销售额增长空间较高



资料来源：渠道调研预测，光大证券研究所，单位：亿元

600 元价格带尚无全国性大单品，梦 6+较早进行战略布局，具有先发优势。从竞争格局来看，目前在 600 元次高端价格带，缺乏百亿规模的全国性大单品，梦 6+在该价位规模相对突出，2020 年回款规模超过 30 亿元，销售额 40-50 亿元。公司较早挖掘 600 元价格带的增长空间，进行前瞻性布局，有望享受次高端白酒扩容红利，将梦 6+打造为百亿大单品。

图 46：梦 6+在 600-700 元白酒价格带规模较为突出



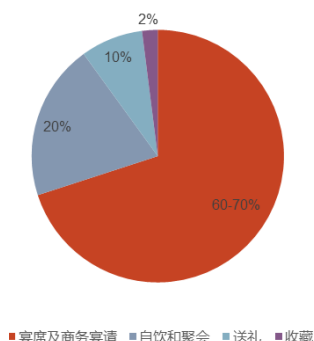
资料来源：酒业家，光大证券研究所，注：销售规模为 2020 年数据

5.2、省内：主流价格带上移，梦 6+提前卡位

江苏省白酒消费升级趋势显著，以商务及宴席消费为主，300-600 元为主流价格带，未来有望继续上移。江苏省经济实力雄厚、白酒消费频次较高，白酒市场具有市场容量大、消费结构高的特征，从消费场景来看，省内白酒消费以宴席、商务宴请为主，占比达 60-70%。次高端及高端价位占据主要份额，300-600 元价

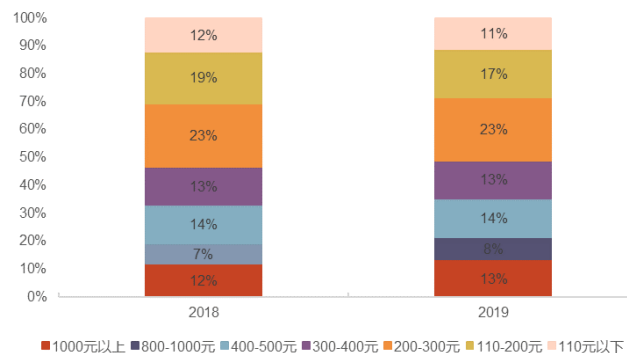
格带市场扩容速度较快、消费升级最为明显，未来在商务宴请需求推动以及消费升级趋势延续下，省内主流价格带有望上移至 600 元左右。

图 47：江苏省白酒消费以商务招待、宴席消费为主



资料来源：渠道调研（2020 年），光大证券研究所

图 48：江苏省 300 元以上价位白酒 2019 年占比接近 50%



资料来源：《中国酒类流通行业白皮书（2020）》，光大证券研究所，注：按照批发价口径统计

江苏省白酒整体规模达 650 亿元，次高端价位地产酒表现强势。2020 年江苏白酒市场规模约 650 亿元（销售口径），其中高端白酒（800 元以上）110-120 亿元、次高端白酒（300-800 元）约 150 亿、中端白酒（100-300 元）150-200 亿元、低端白酒（100 元以下）150 亿元左右。**1) 高端白酒**以茅台、五粮液等全国名酒为主，国窖近两年亦发展迅速，梦 9、手工班凭借地缘优势在省内具有一定的消费者认可度，国缘 V9 目前处于起步期。**2) 次高端白酒**未来将享受扩容红利，300-600 元价格带地产酒实力强劲，梦 3 及梦 6 系列、国缘四开系列等市场份额合计超过 50%，伴随梦 6+ 全面推广、水晶版升级、四开升级换代，苏酒龙头在该价位段的优势将进一步增强。**3) 中端白酒**也以地产酒为主，100-300 元价格带中海之蓝、天之蓝、国缘对开为主要大单品，但该价位段增长空间不大，预期未来表现将趋于平稳。

对比省内两大龙头，梦 6+ 所处价格带在省内基本没有竞品。目前洋河和今世缘战略重心均在次高端及以上产品，洋河重点打造梦 6+ 大单品、推广水晶版，今世缘 2021 年对四开进行升级换代，并成立 V 系列事业部发力高端产品。**1) 高端白酒**洋河目前体量较小，以塑造品牌形象为主，尚需等待发展机遇，V9 目前处于导入期（2020 年 V 系列销售口径规模 6 亿元，估计 V9 收入约 2-3 亿元），我们判断在千元价格带洋河、今世缘短期不存在明显竞争。**2) 次高端白酒中，600 元价格带**梦 6+ 提前卡位，先发优势明显，国缘 V3 成交价 600-700 元，与梦 6+ 虽然较为接近，但目前体量较小（2020 年估计 V3 销售口径收入约 3-4 亿元），对梦 6+ 不存在挤压。**400-500 元价格带**水晶版面临国缘四开的正面竞争，老版四开成交价 400-420 元，升级换代后有望提价至 450-500 元，与梦 3 水晶版价格较为接近，但该价格带在继续扩容中，且在公司渠道布局和营销推广下，水晶版有望后续逐渐步入较快发展阶段。

图 49：江苏省次高端白酒以地产酒为主



资料来源：渠道调研（2020年），光大证券研究所

图 50：省内梦 6+在所处价格带与今世缘不存在明显竞争



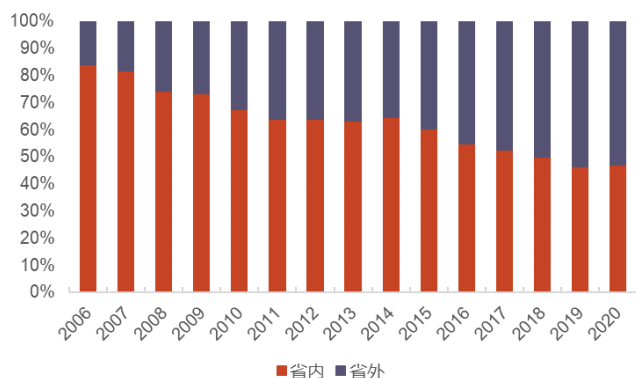
资料来源：渠道调研（2020年），光大证券研究所

江苏省浓香型白酒氛围浓厚，预计酱香热对梦系列发展不会带来较大冲击。近两年在茅台带动下，白酒行业掀起酱酒热潮，习酒、郎酒、国台等酱酒企业迎来快速发展，但目前酱酒消费地区除贵州之外，主要集中在广东、山东、河南等市场容量大、缺乏强势地产酒的省份，而江苏经过多年发展，地产酒已经形成较强的竞争壁垒，洋河较早在国内开展消费者教育，在次高端价格带，外来酱酒品牌突破难度较大。同时，华东地区浓香白酒消费氛围浓厚，2020年五粮液在华东市场销售规模达150亿元，国窖近两年大力发展华东市场，增长较为迅猛，预计华东地区仍以浓香型白酒为主，酱酒起势不会对梦系列发展造成较大冲击。

5.3、省外：潜力较大，仍需培育

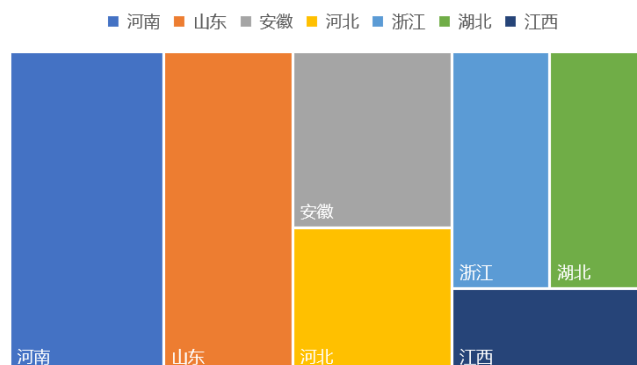
2020年省外市场收入下降，河南、山东、安徽等为省外主要市场。2020年公司省外市场收入107.74亿元，同比下降9.17%，占公司收入比重约53%，省外收入下滑主要受海、天系列拖累，梦6+在省外推广相较省内较晚，2020年仍有老版梦6库存需要消化，贡献相对较低。具体来看，河南为省外最大市场，2020年公司所有产品销售规模20亿元以上，其中梦6+规模2-3亿，其次为山东市场，公司销售规模达到20亿元，梦6+体量1-2亿，安徽市场销售规模16-17亿元，梦6+规模约1亿元。

图 51：公司 2020 年省外市场收入下滑、占比约 53%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

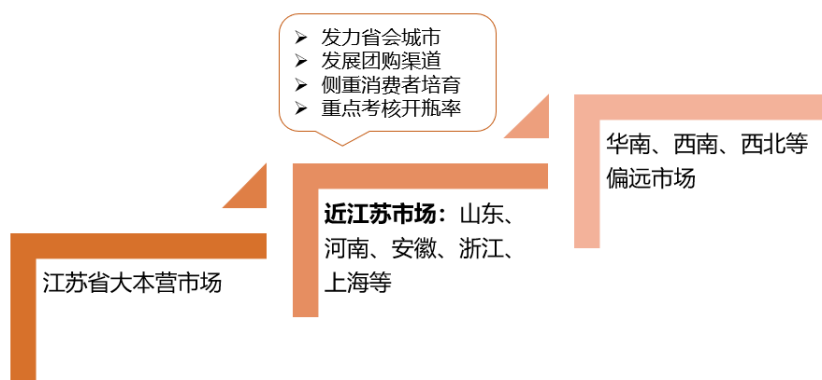
图 52：河南、山东、安徽等为洋河省外主要市场



资料来源：渠道调研（2020年），光大证券研究所

省外市场规模大但竞争激烈，公司围绕江苏市场展开辐射，山东、河南、安徽等市场仍有发展潜力。针对省外地区，目前公司主要对近江苏市场进行突破，包括安徽、浙江、上海、山东、河南等地区，重点发力省会城市，发展团购渠道与终端消费者培育，省外市场仍有较大发展空间。

图 53：省外市场先重点突破近江苏省份



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

河南省：2019 年白酒流通规模约 485 亿元（来自《中国酒类行业流通行业白皮书(2020)》，按照批发价口径），酒文化历史悠久，饮酒氛围浓厚，人口基数庞大，为白酒消费大省，但地产酒表现相对较弱，豫酒品牌流通规模占比在 25-30%，300 元以上价格带地产酒销量极低，省外品牌纷纷持续加码。未来河南省次高端价格带稳步扩容，同时也将呈现名酒割据、竞争激烈的局面，400 元价格带剑南春表现强势。后续洋河有望在 600 元细分价位攫取市场份额，同时凭借海之蓝、天之蓝奠定的市场基础，实现梦之蓝在河南市场的逐步渗透。

山东省：2019 年白酒流通规模约 390 亿元（按照批发价口径），山东省为白酒消费大省，但地产酒表现较弱，2019 年流通规模占比 30%左右，且地产酒主要分布于 300 元以下价格带，中高价位以外来品牌为主。白酒整体消费升级趋势明显，100 元以下中低端白酒市场萎缩，次高端白酒迎来发展窗口。洋河在该价格带较早布局，且不断进行市场下沉，未来有望继续提高市场份额。

安徽省：2019 年白酒流通规模约 320 亿元（按照批发价口径），安徽为传统白酒产销大省，地产酒实力强劲，古井贡酒、口子窖为省内两大龙头。洋河进入安徽市场较早，海之蓝在 100-300 元价格带取得较好成绩，具备一定的市场基础，梦之蓝占位 300 元以上价格带，逐渐打破古井、口子窖的渠道封锁。未来 300-600 元价格带扩容趋势明显，梦之蓝有望受益价格带上移实现稳步增长。

6、盈利预测、估值与评级

6.1、盈利预测

梦之蓝：预测 2021-23 年实现收入 88.6 /107.8/130.0 亿元，同比增长 20%/22%/21%，分产品来看：

1) 梦 6 系列: 占梦系列收入比重 40%左右, 省内占比达到 70%, 省外占比约 30%, 2020 年收入估计同比增长 12%, 省内增幅明显高于省外。预计 2021-23 年梦 6 系列收入同比增长 32%/32%/28%, 具体来看:

省内市场: 2020 年已基本完成梦 6+对老版梦 6 的升级换代, 后续省内白酒消费升级趋势延续、主流价格带上移、梦 6+在 600 元价格带竞争优势显著, 省内收入有望延续高增长, 预计 2021-23 年省内梦 6 系列收入同比增长 35%/35%/30%。

省外市场: 相比省内调整时间较晚, 2020 年仍有部分老版梦 6 销售, 但老版库存消化基本集中在去年上半年。后续公司发力重点市场团购渠道与消费者培育, 梦 6+有望于 21 年开始在省外逐步放量。综合考虑梦 6+相比老版梦 6 出厂价格提升, 以及省外市场基础弱于省内, 预计 2021-23 年省外梦 6 系列收入同比增长 26%/25%/22%。

2) 梦 3 系列: 占梦系列收入比重 50%左右, 省内占比 60%左右, 省外占比约 40%, 估计 2020 年收入同比小幅下滑 1%。预计 2021-23 年梦 3 系列收入同比增长 12%/13%/14%, 具体来看:

省内市场: 梦 3 水晶版推出时间较晚, 品牌推广、消费者培育等需要一定时间, 有望在 21 年下半年中秋旺季开始逐步放量, 后续伴随公司调整对水晶版的运营策略, 例如发展宴席等大众消费场景, 水晶版有望在 2022 年开始进入较快发展轨道, 预计 2021-23 年省内梦 3 系列收入同比增长 13%/14%/15%。

省外市场: 梦 3 水晶版升级迭代慢于省内, 2021 上半年仍有老版梦 3 库存需要消化, 预期今年下半年开始可观察水晶版的市场接受度, 2022 年开始有望逐步放量, 预计 2021-23 年省外梦 3 系列收入同比增长 10%/11%/12%。

3) 梦 9、手工班系列: 占梦系列比重 10%以内, 2020 年收入同比增长个位数, 保持稳步发展。目前高端产品基数较小、并非公司重点发展方向, 后续伴随梦 6+和梦 3 水晶版培育见效、高端白酒价格带持续扩容, 公司有望抓住行业机遇布局高端产品, 预计 2021-23 年梦 9、手工班等高端系列收入同比增长 8%/8%/8%。

天之蓝: 省内占比 45%左右, 省外占比 55%左右, 估计 2020 年收入同比下滑 9%, 其中省外市场下滑幅度高于省内。据渠道调研, 2021 年一季度旺季天之蓝已恢复正增长, 后续若梦 3 水晶版调整见效, 公司将对天之蓝进行产品升级, 表现有望逐步改善, 预计 2021-23 年天之蓝收入同比增长 7%/7%/8%。

1) 省内市场: 21 年营销调整见效恢复正增长, 后续表现平稳, 预计 2021-23 年省内收入同比增速分别为 9%/7%/7%。

2) 省外市场: 收入占比相对较高, 市场基础良好, 后续产品升级下增速有望改善, 预计 2021-23 年省外收入同比增长 6%/7%/8%。

海之蓝: 省内占比 35%左右, 省外占比 65%左右, 估计 2020 年收入同比下滑达双位数, 省外市场下滑幅度高于省内, 2021 年收入增速有望实现由负转正, 后续维持平稳表现, 预计 2021-23 年海之蓝收入增速维持在 6%。

1) 省内市场: 21 年恢复正增长, 库存消化后市场表现将相对稳定, 预计 2021-23 年省内收入同比增长 7%/5%/5%。

2) 省外市场: 占比相对较高, 伴随公司后续调整渠道策略、加强终端培育, 市场份额有望保持, 预计 2021-23 年省外收入同比增长 5%/6%/7%。

其他白酒产品：伴随公司加大对双沟品牌的战略重视与资源投入，双沟酒业后续收入增速有望加快，占整体比重将有所提升，预计 2021-23 年双沟等其他白酒业务收入同比增长 25%/22%/20%。

毛利率：考虑梦 6+、梦 3 水晶版的升级换代，以次高端及以上产品为主的梦系列收入占比逐年提升，中端产品天之蓝、海之蓝系列占比降低，公司产品结构有望逐渐优化，毛利率持续提升，预测 2021-23 年白酒业务毛利率分别为 76%/77%/78%。

综合预测 2021-2023 年归母净利润分别为 84.32/97.48/112.94 亿元，对应 EPS 分别为 5.60/6.47/7.49 元。

表 6：公司分项业务收入及毛利率预测（单位：亿元）

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
梦之蓝					
梦 6 系列	28.12	31.58	41.82	55.33	70.81
同比		12%	32%	32%	28%
省内市场	19.68	22.63	30.56	41.25	53.63
同比		15%	35%	35%	30%
省外市场	8.44	8.94	11.27	14.08	17.18
同比		6%	26%	25%	22%
梦 3 系列	35.15	34.80	38.90	43.89	49.96
同比		-1%	12%	13%	14%
省内市场	21.09	20.88	23.59	26.89	30.93
同比		-1%	13%	14%	15%
省外市场	14.06	13.92	15.31	16.99	19.03
同比		-1%	10%	11%	12%
梦 9、手工班等	7.03	7.31	7.90	8.53	9.21
同比		4%	8%	8%	8%
梦之蓝合计	70.29	73.68	88.62	107.75	129.98
同比		5%	20%	22%	21%
占白酒业务比重	32%	37%	38%	40%	42%
天之蓝					
省内市场	19.96	18.37	20.02	21.42	22.92
同比		-8%	9%	7%	7%
省外市场	24.40	21.96	23.28	24.91	26.90
同比		-10%	6%	7%	8%
天之蓝合计	44.36	40.32	43.29	46.32	49.82
同比		-9%	7%	7%	8%
占白酒业务比重	20%	20%	19%	17%	16%
海之蓝					
省内市场	18.77	17.08	18.27	19.19	20.15
同比		-9%	7%	5%	5%
省外市场	34.85	30.67	32.20	34.13	36.52
同比		-12%	5%	6%	7%
海之蓝合计	53.62	47.75	50.47	53.32	56.67
同比		-11%	6%	6%	6%
占白酒业务比重	24%	24%	22%	20%	18%

其他白酒业务收入	51.40	39.77	49.72	60.65	72.78
同比	-2%	-23%	25%	22%	20%
白酒业务合计收入	219.67	201.52	232.10	268.05	309.25
同比	-4%	-8%	15%	15%	15%
毛利率	74.3%	74.5%	76%	77%	78%
营业总收入	231.26	211.01	242.92	280.12	322.73
同比	-4.3%	-8.8%	15.1%	15.3%	15.2%

资料来源：公司公告，梦之蓝、天之蓝、海之蓝产品系列收入根据渠道调研估算，光大证券研究所预测

6.2、相对估值

洋河股份相对估值比较。1) A股白酒公司，截至2021年7月28日，按市场一致盈利预测计算的2021-2023年PE均值分别为52/38/29倍，中位数分别为41/35/30倍。2) 次高端白酒（山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业、古井贡酒、今世缘、口子窖），市场一致盈利预测对应的2021-23年PE均值分别为53/40/31倍，洋河在省内的主要竞争对手今世缘对应PE分别为29/24/19倍。3) A股白酒市场超过千亿的公司，按照市场一致盈利预测，2021-23年PE均值分别为48/38/31倍。根据我们预测，洋河股份2021-2023年EPS分别为5.60/6.47/7.49元，当前股价对应PE分别为31/27/23倍。考虑洋河主力产品所处的次高端价格带持续扩容、公司调整措施见效、省内竞争优势显著，经历改革阵痛期后，后续业绩增长有望提速，我们认为当前估值水平具备一定性价比。

表 7: A 股白酒公司盈利预测与估值对比

公司	代码	总市值/亿元	收盘价/元	EPS/元				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	600519.SH	22220.88	1768.90	37.17	42.80	49.91	57.39	48	41	35	31
五粮液	000858.SZ	9186.99	236.68	5.14	6.29	7.49	8.81	46	38	32	27
泸州老窖	000568.SZ	2801.93	191.29	4.10	5.16	6.43	7.97	47	37	30	24
山西汾酒	600809.SH	3926.94	321.85	3.53	4.11	5.58	7.27	91	78	58	44
古井贡酒	000596.SZ	1041.34	197.00	3.68	4.45	5.44	6.52	53	44	36	30
酒鬼酒	000799.SZ	690.47	212.50	1.51	2.60	3.73	5.38	140	82	57	40
水井坊	600779.SH	585.19	119.81	1.50	2.22	2.87	3.55	80	54	42	34
舍得酒业	600702.SH	722.32	214.98	1.73	3.42	4.75	6.38	124	63	45	34
今世缘	603369.SH	567.66	45.25	1.25	1.55	1.92	2.32	36	29	24	19
口子窖	603589.SH	349.56	58.26	2.13	2.80	3.34	3.94	27	21	17	15
顺鑫农业	000860.SZ	229.95	31.00	0.57	1.15	1.48	1.83	55	27	21	17
迎驾贡酒	603198.SH	300.72	37.59	1.19	1.52	1.89	2.20	32	25	20	17
伊力特	600197.SH	119.02	25.22	0.73	1.05	1.27	1.51	34	24	20	17
金种子酒	600199.SH	97.68	14.85	0.11	0.09	0.15	0.28	141	162	97	54
金徽酒	603919.SH	195.14	38.47	0.65	0.81	0.99	1.22	59	48	39	32
平均								68	52	38	29
中位数								53	41	35	30
次高端白酒平均								79	53	40	31
市值过千亿公司平均								57	48	38	31
洋河股份	002304.SZ	2612.67	173.37	4.97	5.60	6.47	7.49	35	31	27	23

资料来源：Wind，光大证券研究所，可比公司EPS为Wind一致盈利预测，洋河股份EPS为光大证券研究所预测，数据截至2021-07-28

6.3、绝对估值

- 1、长期增长率：**考虑次高端白酒持续扩容，公司全面变革调整见效，后续有望进入良性发展，假设长期增长率为 2%。
- 2、β 值选取：**采用申万二级行业分类-白酒的历史平均 β（1.20）作为公司的近似 β；
- 3、无风险收益率：**采用十年期国债收益率（3.20%）作为无风险收益率；
- 4、税率：**我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 24.20%。

表 8：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.20%
β(βlevered)	1.20
Rm-Rf	3.35%
Ke(levered)	7.22%
税率	24.20%
Kd	3.79%
Ve	264,545.87
Vd	0.04
目标资本结构	0.00%
WACC	7.22%

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	37004.06	10.84%
第二阶段	82428.24	24.14%
第三阶段（终值）	221990.88	65.02%
企业价值 AEV	341423.17	100.00%
加：非经营性净资产价值	5590.69	1.64%
减：少数股东权益（市值）	-20.90	0.01%
减：债务价值	0.04	0.00%
总股本价值	347034.70	101.64%
股本（百万股）	1506.99	-
每股价值（元）	230.28	-
PE（隐含）	42.12	-
PE（动态）	37.72	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 10: 敏感性分析表

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.22%	252.92	271.21	293.85	322.57	360.21
6.72%	226.99	241.28	258.60	280.03	307.22
7.22%	205.39	216.75	230.28	246.69	266.98
7.72%	187.15	196.31	207.07	219.88	235.42
8.22%	171.56	179.04	187.71	197.90	210.05

资料来源: 光大证券研究所预测

表 11: 绝对估值法结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	230.28	171.56-360.21	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	224.76	166.03-354.69	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据我们的假设和预测,采用 FCFF/APV 两种绝对估值法得到洋河股份的每股价值分别为 230.28/224.76 元。

6.4、估值结论与投资评级

公司改革措施已初步见效,梦 6+成为主要增长引擎,前瞻性卡位 600 元价格带,预期将享受次高端白酒扩容红利实现快速增长,梦 3 水晶版有望在中秋旺季开始放量,天之蓝后续将跟随升级换代,实现市场份额稳定。调整见效后公司收入和业绩增长有望提速,当前估值水平具备一定性价比。维持 2021-2023 年归母净利润预测分别为 84.32/97.48/112.94 亿元,对应 EPS 分别为 5.60/6.47/7.49 元,当前股价对应 PE 分别为 31/27/23 倍,维持“买入”评级。

7、风险提示

梦 6+省外放量不及预期

当前梦 6+为公司主要大单品,省内市场已经基本完成更新换代,省外调整转型时间较晚,梦 6 系列迭代晚于省内,且竞争激烈。后续若梦 6+在省外市场增长情况不及预期,可能会造成公司收入及业绩增长放缓。

梦 3 水晶版市场接受度不及预期

梦 3 水晶版于 2020 年底投放,市场推广效果仍有待验证,水晶版所处 450-500 元价格带,与国缘四开较为接近,在省内存在一定竞争。若下半年水晶版放量效果不及预期,将会对公司业绩增长造成不利影响

天之蓝、海之蓝升级换代未顺利推进

目前海之蓝、天之蓝系列在公司收入中仍占有较高比重,尤其在省外市场占比更高。后续若天之蓝、海之蓝升级换代未顺利推进,需求及收入再度下滑,可能会拖累公司业绩。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,126	21,101	24,292	28,012	32,273
营业成本	6,626	5,852	6,368	7,056	7,800
折旧和摊销	775	783	761	840	927
税金及附加	3,201	3,416	3,401	3,922	4,518
销售费用	2,692	2,604	2,903	3,333	3,808
管理费用	1,856	1,729	1,943	2,213	2,485
研发费用	160	260	121	140	161
财务费用	-78	-87	-72	-74	-72
投资收益	851	1,207	1,250	1,180	1,100
营业利润	9,762	9,895	11,128	12,864	14,904
利润总额	9,771	9,879	11,128	12,864	14,904
所得税	2,385	2,394	2,693	3,113	3,607
净利润	7,386	7,485	8,435	9,751	11,297
少数股东损益	3	2	3	3	3
归属母公司净利润	7,383	7,482	8,432	9,748	11,294
EPS(按最新股本计)	4.90	4.97	5.60	6.47	7.49

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,798	3,979	9,059	8,797	10,309
净利润	7,383	7,482	8,432	9,748	11,294
折旧摊销	775	783	761	840	927
净营运资金增加	-17,794	1,739	-450	957	1,290
其他	16,434	-6,026	316	-2,748	-3,202
投资活动产生现金流	-1,293	4,473	21,252	135	-320
净资本支出	-293	-353	-820	-1,020	-1,420
长期投资变化	25	30	0	0	0
其他资产变化	-1,025	4,796	22,072	1,155	1,100
融资活动现金流	-4,823	-5,505	-4,349	-4,987	-5,779
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	1,024	-1,567	-1,931	1,021	890
净现金流	685	2,943	25,962	3,945	4,210

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	71.3%	72.3%	73.8%	74.8%	75.8%
EBITDA 率	40.9%	38.5%	42.9%	43.9%	45.1%
EBIT 率	37.5%	34.8%	39.8%	40.9%	42.2%
税前净利润率	42.2%	46.8%	45.8%	45.9%	46.2%
归母净利润率	31.9%	35.5%	34.7%	34.8%	35.0%
ROA	13.8%	13.9%	15.1%	15.8%	16.6%
ROE (摊薄)	20.2%	19.4%	19.9%	20.7%	21.5%
经营性 ROIC	52.0%	40.6%	56.8%	61.9%	65.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	32%	29%	24%	24%	23%
流动比率	2.29	2.54	3.50	3.64	3.81
速动比率	1.41	1.53	2.54	2.65	2.78
归母权益/有息债务	502026	1058432	423.80	470.66	525.07
有形资产/有息债务	695881	1401284	538.93	596.12	659.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	53,455	53,866	55,950	61,660	67,997
货币资金	4,300	7,243	33,205	37,150	41,360
交易性金融资产	17,977	14,302	0	137	228
应收帐款	16	4	9	4	5
应收票据	659	613	243	280	323
其他应收款 (合计)	38	30	49	56	65
存货	14,433	14,853	12,726	14,103	15,589
其他流动资产	183	183	183	183	183
流动资产合计	37,806	37,238	46,493	51,995	57,836
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	25	30	30	30	30
固定资产	7,257	6,883	6,942	7,011	7,084
在建工程	263	223	198	223	377
无形资产	1,747	1,714	1,699	1,685	1,671
商誉	276	276	276	276	276
其他非流动资产	204	210	210	210	210
非流动资产合计	15,649	16,628	9,457	9,666	10,161
总负债	16,963	15,397	13,566	14,587	15,477
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,331	1,152	1,274	1,447	1,599
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	6,754	0	4,130	5,042	5,971
其他流动负债	0	798	798	798	798
流动负债合计	16,537	14,657	13,281	14,302	15,192
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	90	86	86	86	86
非流动负债合计	427	739	285	285	285
股东权益	36,492	38,470	42,384	47,074	52,521
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
公积金	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
未分配利润	33,510	36,490	40,401	45,088	50,532
归属母公司权益	36,509	38,485	42,396	47,083	52,527
少数股东权益	-17	-15	-12	-9	-6

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.64%	12.34%	11.95%	11.90%	11.80%
管理费用率	8.03%	8.19%	8.00%	7.90%	7.70%
财务费用率	-0.34%	-0.41%	-0.30%	-0.26%	-0.22%
研发费用率	0.69%	1.23%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	3.00	3.00	3.36	3.88	4.50
每股经营现金流	4.51	2.64	6.01	5.84	6.84
每股净资产	24.23	25.54	28.13	31.24	34.86
每股销售收入	15.35	14.00	16.12	18.59	21.42

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	35	35	31	27	23
PB	7.2	6.8	6.2	5.5	5.0
EV/EBITDA	25.6	29.9	22.2	18.6	15.4
股息率	1.7%	1.7%	1.9%	2.2%	2.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE