

## 深度调整形成拐点向上，激励落地看好加速发展

东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **持续创新成就蓝色风暴，深度调整形成向上拐点。**产品与渠道创新是公司早期取得成功的核心因素：在江苏白酒主流价格带升级之前，公司在 03、10 年推出海/天、梦系列，提前站位；公司创新深度分销，实现省内深耕与省外扩张。公司在 19 年陷入深度调整，主要因为核心产品所处价格带竞争加剧，结构老化；以及渠道利润变薄，公司持续提价导致动销不畅，库存高企后渠道抛售引发批价下行。针对产品与渠道问题，公司深度调整，推行产品升级换代与渠道模式变革，逐步形成拐点向上。当前公司渠道库存下降明显，核心产品 M6+/M3 水晶版/天之蓝等批价稳步上行，渠道利润恢复，推力加强。
- **次高端扩容趋势确定，省内外市场空间广大。**高端白酒批价上行、需求溢出，居民消费升级、高收入人群扩张，驱动次高端扩容。据测算次高端酒占全国销量比重仅约 4%，未来增长空间巨大；茅五泸价格持续上行，打开提价空间。次高端酒的销售额扩容速度领先，20 年达到约 17%。江苏白酒市场规模大，19 年流通规模约 432 亿元，次高端酒占比约 27%，公司在省内销售份额领先，达到约 29%。江苏次高端扩容速度快，重要单品快速增长；江苏经济发达，未来空间大。边际上，江苏经济恢复快，有利于苏酒业绩改善。
- **产品升级渠道调整，激励落地动力十足。**公司推动内部改革，在 M6+、M3 水晶版、天之蓝升级后，下一步有望推动海之蓝、双沟酒的全产品线的升级放量。目前产品升级效果明显，批价分别达到约 620 元、425 元和 320 元，渠道利润改善。公司推行“一商为主，多商为辅”的新模式，核心经销商作用与利润提升。公司员工持股计划正式推出，此次激励员工覆盖范围大，有利于提升整体经营活力；董事长张联东、执行总裁刘化霜均拟持有股份，我们认为这意味着管理层人事调整基本到位；业绩考核要求为 21 和 22 年营收增速均不低于 15%，略高于市场预期，未来业绩增长确定性强。参考五粮液和山西汾酒的改革历史，公司未来改革进程有望加速，看好长期经营态势。

**财务预测与投资建议：**我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 5.59、6.71、7.72 元（维持上次预测）。结合可比公司，给予 21 年 40 倍 PE，对应目标价 223.60 元，维持买入评级。

**风险提示：**省外拓展进度偏慢、消费需求不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,363	28,401	32,365
同比增长(%)	-4.3%	-8.8%	15.5%	16.6%	14.0%
营业利润(百万元)	9,762	9,895	11,120	13,318	15,319
同比增长(%)	-9.7%	1.4%	12.4%	19.8%	15.0%
归属母公司净利润(百万元)	7,383	7,482	8,425	10,117	11,635
同比增长(%)	-9.0%	1.3%	12.6%	20.1%	15.0%
每股收益(元)	4.90	4.97	5.59	6.71	7.72
毛利率(%)	71.3%	72.3%	74.0%	75.3%	76.2%
净利率(%)	31.9%	35.5%	34.6%	35.6%	36.0%
净资产收益率(%)	21.0%	20.0%	20.6%	22.0%	22.7%
市盈率	37.2	36.7	32.6	27.1	23.6
市净率	7.5	7.1	6.3	5.7	5.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月11日)	180.5元
目标价格	223.60元
52周最高价/最低价	264.56/136.71元
总股本/流通A股(万股)	150,699/124,894
A股市值(百万元)	272,011
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年10月12日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.68	5.52	-5.99	32.08
相对表现	3.61	8.88	1.97	29.34
沪深300	5.07	-3.36	-7.96	2.74



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888\*6079  
caiqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519080001

联系人 周翰

021-63325888\*7524  
zhouhan@orientsec.com.cn

## 相关报告

业绩复苏趋势向上，公司改革卓有成效	2021-08-29
员工持股计划草案推出，结构升级盈利加速增长：	2021-07-16
改革调整有望强化增速，海天升级产品同步发力：	2021-06-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、持续创新成就蓝色风暴，深度调整形成向上拐点 .....	5
1.1 产品与渠道创新并行，洋河成功实现全国化 .....	5
1.2 产品与渠道问题暴露，洋河进入深度调整 .....	7
二、次高端扩容趋势确定，省内外市场空间广大 .....	11
2.1 次高端扩容增速领先，公司有望长期受益 .....	11
2.2 江苏经济发展水平高，次高端酒扩容空间大 .....	14
三、产品升级渠道调整，激励落地动力十足 .....	18
3.1 全产品线加速升级，渠道调整利润改善 .....	18
3.2 员工持股计划推出，未来改革有望加速 .....	21
四、盈利预测与投资建议 .....	24
五、风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1: 公司股价与重要事件复盘.....	5
图 2: 江苏白酒主流价格带升级与公司核心产品的提前站位.....	6
图 3: 2004-2006 年洋河蓝色经典销售额快速增长.....	6
图 4: 2004-2007 年公司营业收入快速增长.....	6
图 5: 公司“1+1”经销商管理模式示意图.....	7
图 6: 公司前五大客户收入占比和销售人员数量.....	7
图 7: 200-400 元是各酒企核心单品重点布局的价格带.....	8
图 8: 2017-2019 年主要白酒品牌次高端产品营收规模（亿元）.....	9
图 9: 公司与今世缘省内经销商平均收入(万元).....	9
图 10: 次高端与区域名酒各省外经销商平均收入(万元).....	9
图 11: 海之蓝和天之蓝批价（元/瓶）.....	10
图 12: M3 和 M6 批价（元/瓶）.....	10
图 13: 次高端酒企单季度营收增速和飞天茅台价格的关系图.....	11
图 14: 不同收入档次居民人均可支配收入 CAGR.....	12
图 15: 次高端区域名酒收入增速与奢侈品等增速对比.....	12
图 16: 国内个人可投资资产超过 1 千万的人数.....	12
图 17: 国内高净值人群的可投资资产规模.....	12
图 18: 2020 年国内白酒各价格带销售额份额（出厂价）.....	13
图 19: 2020 年国内白酒各价格带销量份额测算.....	13
图 20: 2018-2019 年各白酒价格带流通规模(亿元)及变化.....	13
图 21: 白酒不同价格带规模测算（出厂口径）.....	13
图 22: 2019 年部分省份次高端白酒流通规模（亿元）.....	14
图 23: 2019 年公司在江苏省外各省市销售规模测算.....	14
图 24: 2020 年公司在河南省销售结构测算.....	14
图 25: 2020 年公司在山东省销售结构测算.....	14
图 26: 2018-2019 年江苏白酒市场流通规模(亿元，批价).....	15
图 27: 2019 年江苏白酒各价格带流通销售额占比.....	15
图 28: 2019 年江苏白酒市场各品牌份额测算（出厂口径销售额）.....	16
图 29: 今世缘特 A+类产品收入规模.....	16
图 30: 水井坊江苏市场销售额测算.....	16
图 31: 2019 年主要省市次高端酒市场规模与 GDP 规模对比.....	17
图 32: 2020 年各省市 GDP 规模对比.....	17
图 33: 2020 年中国高净值人群区域分布.....	17

图 34: 19H1-21H1 各省市 GDP 年化增速 .....	18
图 35: 19Q1-21Q1 城镇居民人均可支配收入年化增速 .....	18
图 36: 公司核心单品的升级情况 .....	18
图 37: M3 及 M3 水晶版升级前后批价 .....	19
图 38: M6 及 M6+升级前后批价 .....	19
图 39: 公司核心产品的批价与渠道利润率 (21 年 7 月) .....	20
图 40: M6+经销商综合成本变化 .....	20
图 41: 双沟酒业核心产品及京东销售价 .....	20
图 42: 2020 年上半年双沟酒业销售增速 .....	21
图 43: 双沟酒业销售目标规划 .....	21
图 44: 公司“一商为主，多商为辅”模式示意图 .....	21
图 45: 2019-2020 年公司省内外经销商数量 (家) .....	21
图 46: 公司员工持股计划覆盖范围 .....	23
图 47: 公司员工持股计划营收规划目标 .....	23
图 48: 五粮液以“二次创业”为核心的改革发展历程 .....	23
图 49: 山西汾酒签订目标责任书后开启一系列变革措施 .....	24
表 1: 公司自 2015 年来的提价计划 .....	10
表 2: 洋河与今世缘渠道价值链对比 .....	11
表 3: 江苏不同地区白酒消费特点 .....	15
表 4: 公司 M6 和 M3 升级前后指导价对比 .....	19
表 5: 公司员工持股计划持有人名单及份额分配情况 .....	22
表 6: 可比公司估值表 .....	24

## 一、持续创新成就蓝色风暴，深度调整形成向上拐点

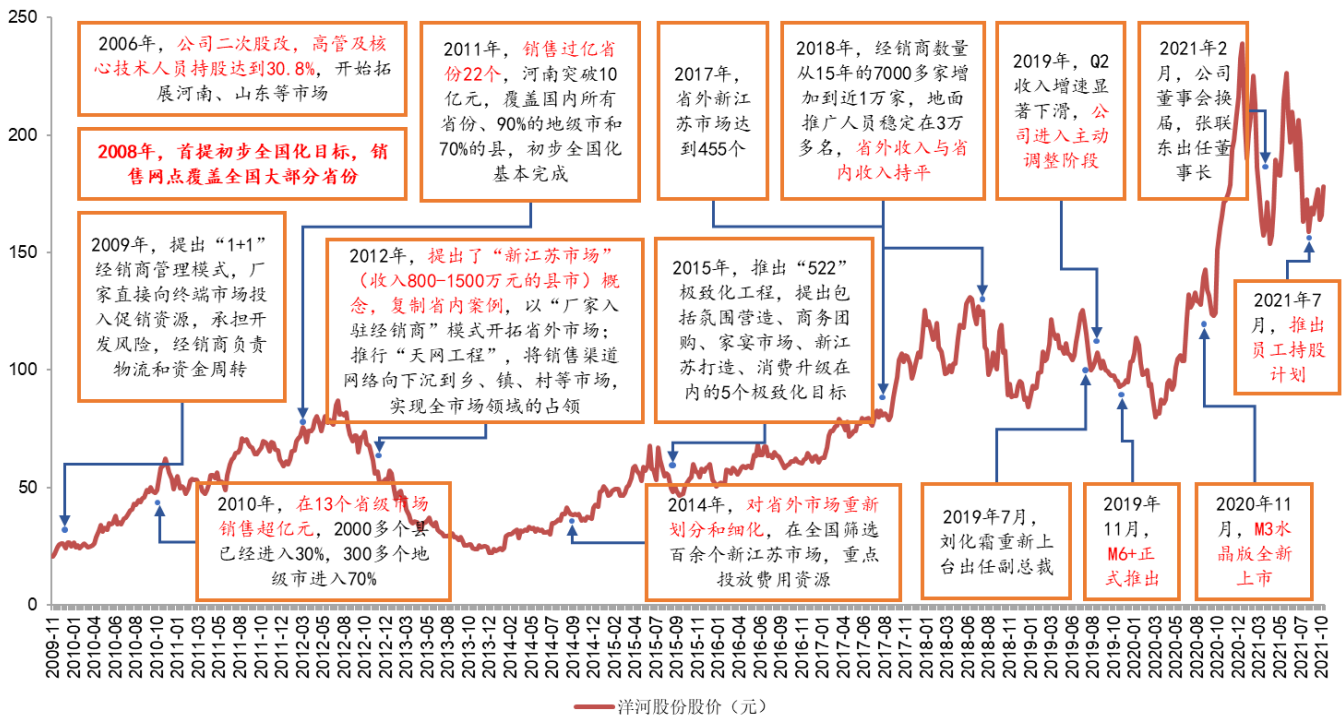
### 1.1 产品与渠道创新并行，洋河成功实现全国化

#### ● 公司发展历程辉煌，几经调整形成拐点向上

洋河股份位于中国的白酒之都江苏宿迁，作为清代的皇家贡品，洋河酒有着悠久的历史。公司于1949年成立，2002年公司率先股改，2006年进行二次股改，高管及核心技术人员持股30.8%，形成有效激励。2008年公司开启全国化进程，开拓市场覆盖全国大部分省份；2009年，公司在深交所挂牌上市公司，并创新性提出“1+1”经销商管理模式，引领行业销售方法转型；2011年，全国化初步实现；2012年，横向提出“新江苏市场”概念，纵向推行“天网工程”；2015年推出“522”极致化工程；2018年，公司实现省外与省内收入基本持平，全国化进程取得巨大成功。

2019年来，由于渠道库存积压、产品批价下行，公司营收出现下滑，进入深度调整阶段。2019年7月，刘化霜出任副总裁，全面布局调整，产品方面于2019年11月和2020年11月分别推出M6+和M3水晶版；渠道方面，推动“深度分销”模式向“一商为主，多商为辅”的模式转变。经过多轮调整，公司逐步走上正轨；2021年2月，公司董事会换届，张联东出任董事长；7月，公司推出员工持股计划；由此，本次人事调整基本到位，核心领导均参与员工持股计划，未来齐心协力一同推动公司业绩增长，形成拐点向上。

图 1：公司股价与重要事件复盘

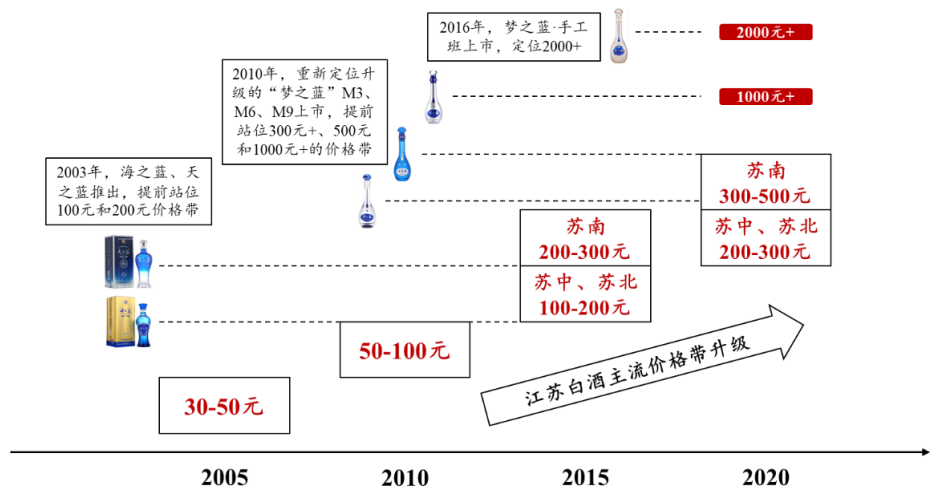


资料来源：Wind、公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

● 产品创新和提前站位价格带升级是公司前期成功的重要因素

2003年，公司首次推出蓝色经典系列的海之蓝和梦之蓝，在江苏主流价格位于30-50元时，提前站位100元和200元价格带，引领消费升级。2010年，江苏主流价格升至50-100元区间，公司重新定位升级的“梦之蓝”系列M3、M6、M9上市，分别站位300元+、500元和1000元+的价格带，迈入次高端、高端市场。借助次高端扩容趋势，梦之蓝系列不断发力，带动蓝色经典增长，为实现全国化打下坚实基础。

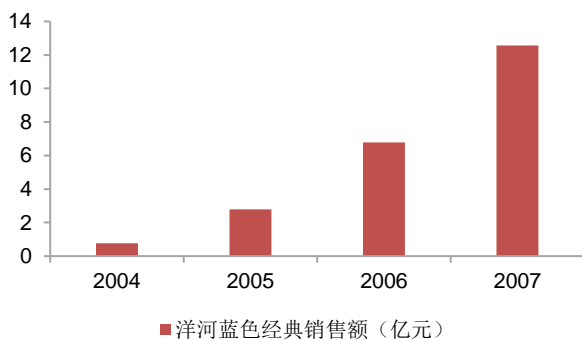
图 2：江苏白酒主流价格带升级与公司核心产品的提前站位



资料来源：酒业家、公开资料整理、东方证券研究所

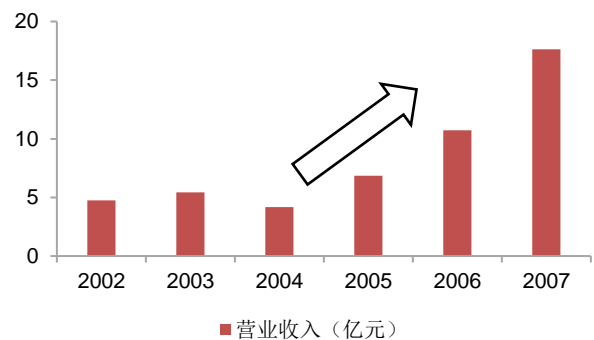
2003年海之蓝、天之蓝两大单品打破传统白酒形象，以绵柔口感和靓丽新颖的包装吸引消费者关注，引领大众消费潮流，当时掀起“蓝色风暴”。2004年至2007年，蓝色经典销售额从0.8亿元攀升至约12.6亿元；受益于此，公司营收从2004年4亿元快速增长至2007年的18亿元，年复合增长率达到65%，成为公司发展历程中的重要转折点。

图 3：2004-2006 年洋河蓝色经典销售额快速增长



资料来源：食品商、东方证券研究所

图 4：2004-2007 年公司营业收入快速增长



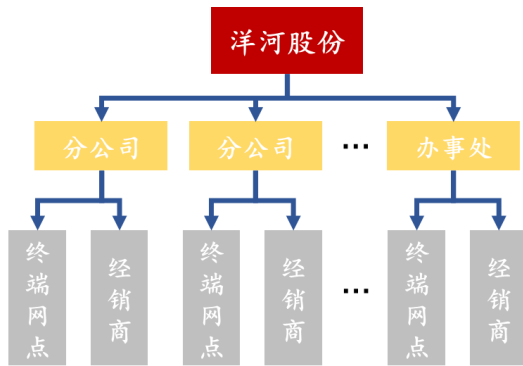
资料来源：公司公告、东方证券研究所

### ● 渠道创新和深度分销推动公司实现全国化

公司于 2008 年确立全国化目标，2009 年提出“1+1”经销商管理模式；通过设置在各销售区域的分公司以及办事处等与经销商合作开发终端市场，由厂家直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商主要负责物流和资金周转等辅助性功能。在一地取得成功后，洋河将这一模式在其他地区复制和推广，加速全国化。在深度分销模式下，经销商体量较小，公司前五大客户收入占比逐年下降，2014 年后稳定在 5%左右。同时洋河大量的销售人员保障了深度分销模式的顺利实施；2008 年公司销售人员约 836 人，2020 年达到 5644 人，在白酒上市公司中领先。

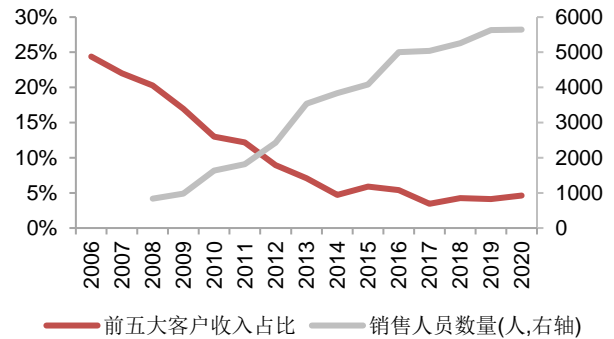
为强化深度分销，洋河于 2012 年横向提出“新江苏市场”概念，复制省内案例，以“厂家入驻经销商”模式开拓省外市场；纵向推行“天网工程”，将销售渠道网络向下沉到乡、镇、村等市场。2015 年公司推行“522”极致化工程，提出氛围营造、商务团购、家宴市场、新江苏打造、消费升级等 5 个极致化目标，向产品细化和精品化迈进。**深度分销模式推动洋河实现全国化，2008 年到 2020 年，省外收入占比从 25%提升至超过 50%，省外业务成为驱动洋河盈利增长的重要部分。**

图 5：公司“1+1”经销商管理模式示意图



资料来源：东方证券研究所

图 6：公司前五大客户收入占比和销售人员数量



资料来源：公司公告、东方证券研究所

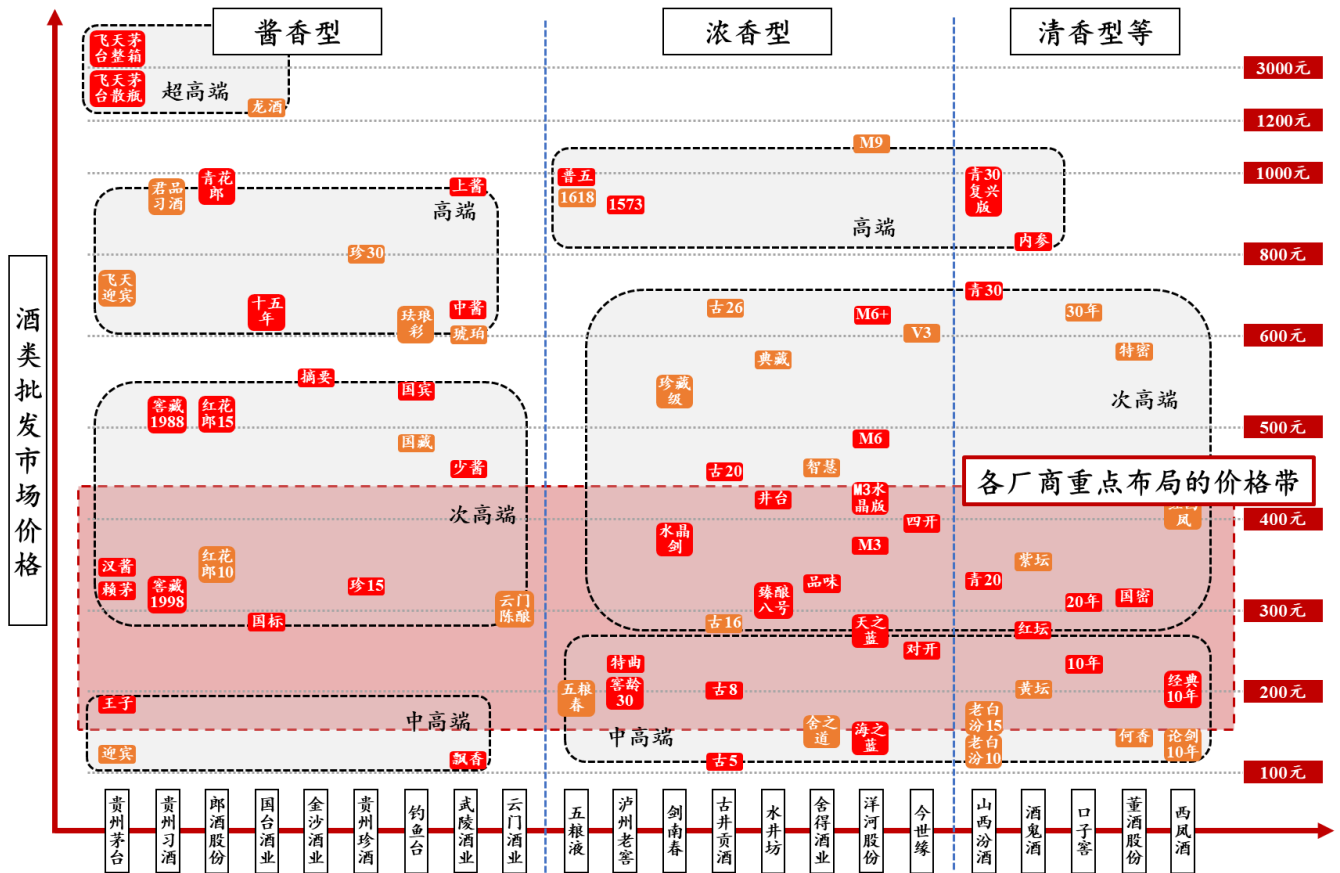
## 1.2 产品与渠道问题暴露，洋河进入深度调整

在前期取得重要成功后，公司在 2019 年却陷入深度调整，我们认为竞品竞争加剧、产品结构老化、渠道抗风险能力弱、产品批价下滑是主要原因。

### ● 价格带竞品竞争加剧，加速公司产品结构老化

200-400 元的中高端价格带和次高端价格带下沿是各大白酒公司的重点布局领域，近年来这一价格带的竞争明显加剧。名酒企中，包括泸州老窖的特曲酒、窖龄酒，今世缘的对开、四开，水井坊的井台、臻酿八号，剑南春的水晶剑，以及洋河的海之蓝、天之蓝、M3 等都处于这一价格带。竞品的快速增长凸显了公司以海、天、老梦 3、老梦 6 为核心的产品结构的老化问题。

图 7：200-400 元是各酒企核心单品重点布局的价格带



资料来源：今日酒价、东方证券研究所

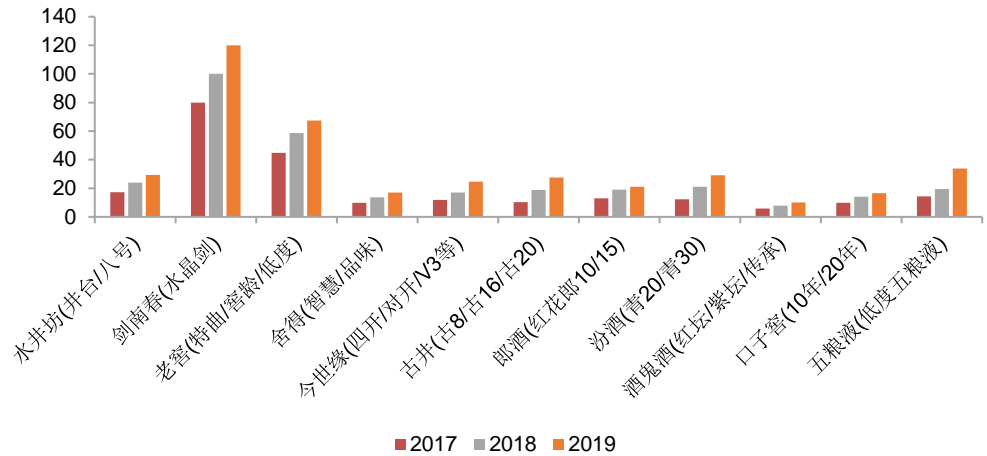
2017 至 2019 年，洋河的主要次高端竞品的体量快速增长，例如剑南春从约 80 亿元增长至约 120 亿元 (CAGR20%+)，今世缘 (四开、对开、V3 等) 从约 12 亿元增长到约 25 亿元 (CAGR40%+) 等。据我们测算，这一时期主要名酒企的次高端产品增速在 20%~60% 之间；竞品的快速增长，对公司的主要产品带来较大的竞争压力。

这期间，为增强竞争力，升级产品结构，公司加码 M9，并推出梦之蓝·手工班，定位 2000 元以上的高端酒价格带。但由于这一价格带已经进入茅五泸高端酒的竞争领域，公司的产品难以放量，并没有起到很好的拉动作用。

为有效解决产品结构的问题，公司在 2019 年和 2020 年先后推出 M6+ 和 M3 水晶版，实现对老梦 6 和老梦 3 的替代，完成价格带站位的升级；同时，管理层人事调整后，公司将进一步推动天之蓝、海之蓝以及双沟品牌的升级换代，实现全产品的齐头并进。



图 8：2017-2019 年主要白酒品牌次高端产品营收规模（亿元）

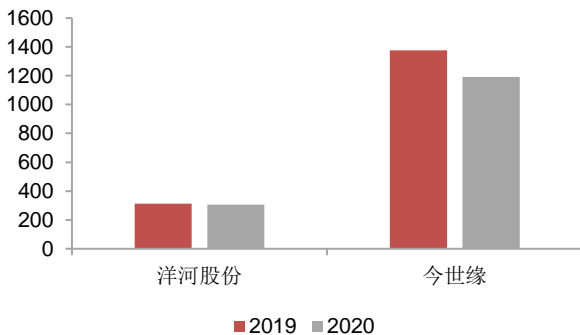


资料来源：公司公告、东方证券研究所测算

● 经销体系问题暴露，高库存下频繁提价引发价格下行

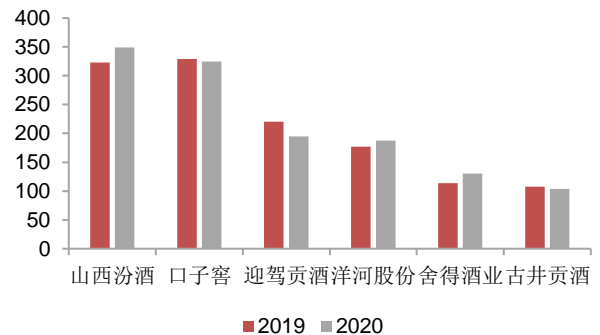
公司的深度分销模式具有开创性，有助于企业扩张，但由于经销商主要负责物流和资金周转等，体量较小并且角色单一，风险承受能力较弱。横向对比，今世缘省内经销商平均收入超过 1000 万元，而洋河仅有不到 400 万元。与其他次高端及区域名酒对比，公司的省外经销商平均收入不到 200 万元，处于行业中等偏下位置。而大商制下的经销商承担了更多的销售任务，体量更大，角色和功能更为丰富，综合实力较高，具备较强的风险承受能力。

图 9：公司与今世缘省内经销商平均收入(万元)



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 10：次高端与区域名酒各省外经销商平均收入(万元)



资料来源：公司公告、东方证券研究所

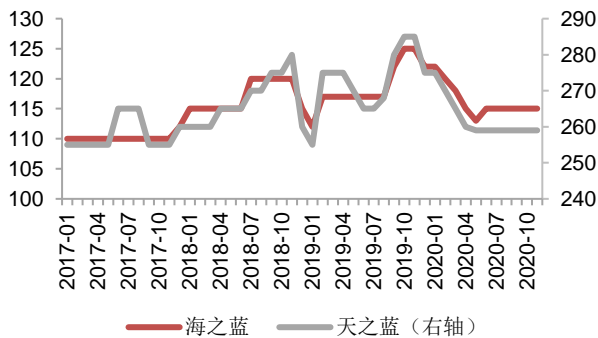
深度分销模式下产品渠道价格体系较为透明，销售规模扩大后，渠道利润变薄，经销商积极性下降。此外，公司为完成销售指标，极易向经销商压货，导致渠道的库存高企，进一步压低渠道利润。公司为调动经销商积极性，通过提价方式提升渠道利润；尤其在 2017 年之后，提价频次显著提升，2017 年先后 4 次提价，2018 年先后 3 次提价，提价在短期内可以缓解渠道商利润下滑的困境。但随着提价频次和幅度的提升，消费者对产品的接受度降低，不少经销商通过抛售解决库存问题，进一步引发价格下跌。

**表 1：公司自 2015 年来的提价计划**

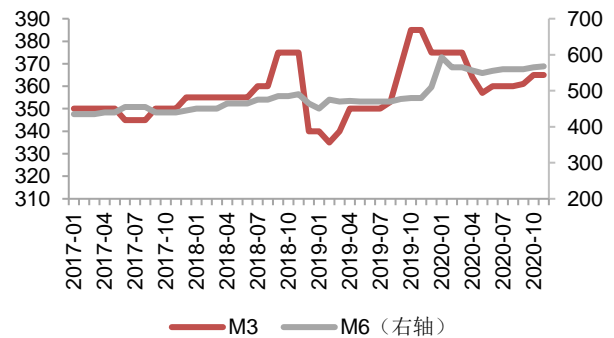
时间	提价类别	提价幅度（元/瓶）					手工班
		海之蓝	天之蓝	M3	M6	M9	
2015-02	提价	3	5				
2016-02	结算价上调	2	4				
2017-02	供货价上调	2	3	10	20	30	
2017-07	终端价上调	10	20				
2017-10	终端价上调	5	10				
2017-12	终端价上调	4	6	15	30	60	
2018-02	出厂价上调	4	6	5	5	10	
2018-07	终端价上调	10	15	20	50	200	
2018-10	结算价上调	2	4				千元/箱
2019-05	终端价上调	近百元/箱	百元以上/箱	20			
2020-09	供货价上调						100-500
2021-01	结算价上调						

资料来源：新浪财经、搜狐、公司公告、东方证券研究所

2018 年 6 月，公司推出第五代海之蓝和天之蓝，提升出厂价和终端价。但由于海、天所处的价格带竞争激烈，消费者价格敏感度较高，新产品接受度偏低，老产品去库存化难度加大，引发渠道库存累积。2018 年 10 月，公司全面停货，进一步提升海天梦的价格，但渠道库存问题在此次提价后全面爆发，引发盘价下行。2018 年 11 月至 2019 年 1~2 月，海之蓝批价从 120 元/瓶下滑到 112 元/瓶，天之蓝批价从 280 元/瓶下滑到 255 元/瓶，M3 批价从 375 元/瓶下滑到 335 元/瓶。

**图 11：海之蓝和天之蓝批价（元/瓶）**


资料来源：酒业家、东方证券研究所

**图 12：M3 和 M6 批价（元/瓶）**


资料来源：酒业家、东方证券研究所

从 2019 年 9 月的数据来看，相对于国缘对开/四开超过 10% 的终端毛利润，蓝色经典系列中的几大单品终端毛利润仅位于 5% 左右，一批商毛利润也显著低于国缘。此次渠道问题暴露了公司销售体系的缺点，引发长时间的渠道调整。2019 年 6 月起，公司海、天、梦系列以及梦之蓝手工班产品全面停止向江苏市场经销商供货，以缓解渠道库存压力。针对深度分销体系存在的缺点，公司从 19 年开始新一轮的渠道体系改革，推行“一商为主，多商为辅”的新渠道模式。

**表 2：洋河与今世缘渠道价值链对比**

2019 年 9 月						
流通渠道价格链	海之蓝	天之蓝	梦之蓝 M3	梦之蓝 M6	国缘对开	国缘四开
综合成本	110	245	320	445	225	325
一批价	115	255	350	480	250	370
终端价	120	270	370	500	280	410
一批商毛利率	5%	4%	9%	8%	11%	14%
终端毛利率	4%	6%	6%	4%	12%	11%

2021 年 10 月							
流通渠道价格链	海之蓝	天之蓝	M3 水晶版	M6+	国缘对开	国缘新四开	国缘 V3
综合成本	115	255	395	585	240	400	490
一批价	120	270	425	620	260	430	550
终端价	128	290	460	660	280	460	600
一批商毛利率	4%	6%	8%	6%	8%	8%	12%
终端毛利率	6%	7%	8%	7%	8%	7%	9%

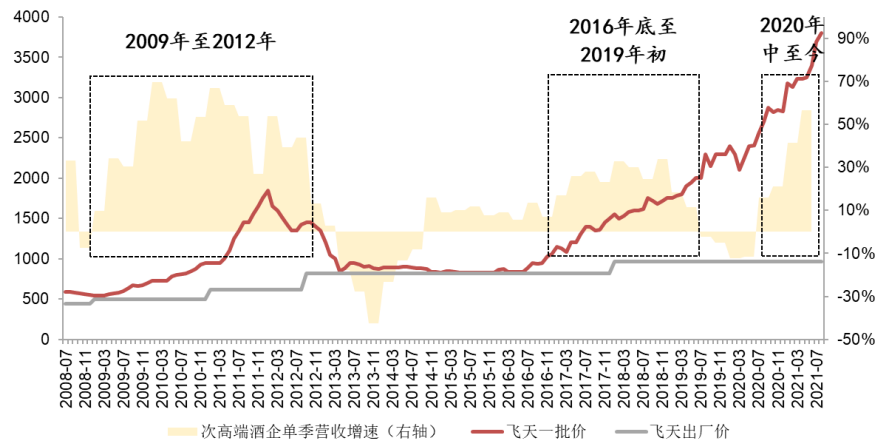
资料来源：今日酒价，东方证券研究所

## 二、次高端扩容趋势确定，省内外市场空间广大

### 2.1 次高端扩容增速领先，公司有望长期受益

- 高端酒需求溢出是次高端酒重要驱动力

拆解白酒消费场景，应酬场合（商务、私人等）、聚会场合（公司、朋友、家庭聚会等）等仍是目前主要白酒消费场景；这些消费场景的社交属性强，对好酒、名酒的需求高。以飞天茅台为代表的高端酒由于供给有限，价格高企，其需求向下溢出至次高端价格带产品上。因此，在次高端酒的发展历史上，飞天茅台批价快速上行的阶段均对应次高端酒高速发展的阶段。当前阶段，飞天茅台批价（散瓶）达到约 3000 元，较大的供需缺口是支撑次高端酒的高增长有利条件之一。

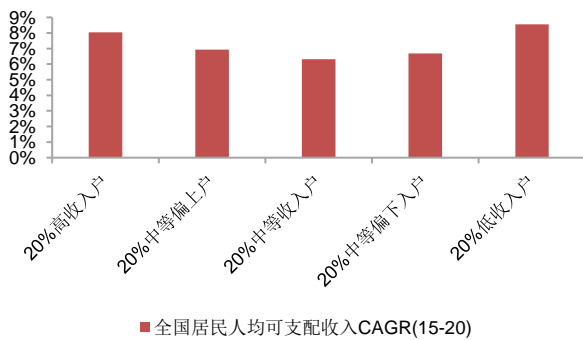
**图 13：次高端酒企单季度营收增速和飞天茅台价格的关系图**


资料来源：公司公告、酒业家、东方证券研究所（注：次高端酒企包括山西汾酒、洋河股份、水井坊、酒鬼酒和舍得酒业）

● 居民收入水平提升，高收入人群增长驱动次高端扩容

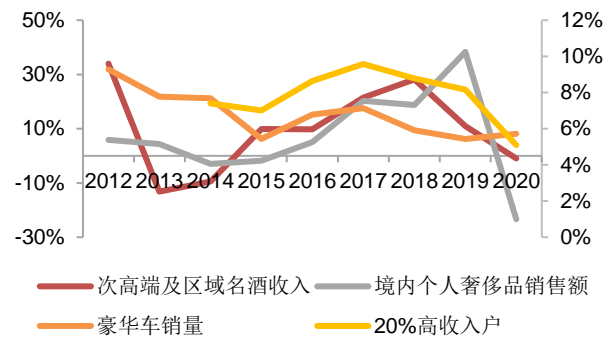
次高端酒需求扩容的另一个重要驱动力来自居民收入水平的提升，尤其是高收入人群。总体上看，从 2015 年到 2020 年，全国各收入档次居民人均可支配收入中，前 20% 的高收入人群的收入增长率达到 8%，增速排名靠前。消费次高端酒的多为高收入人群，次高端及区域名酒收入增速基本与前 20% 高收入户收入增速、豪车和奢侈品等销售增速变化趋势重合，可以预期高收入人群扩容与收入增长对次高端酒扩容的驱动作用。

图 14：不同收入档次居民人均可支配收入 CAGR



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

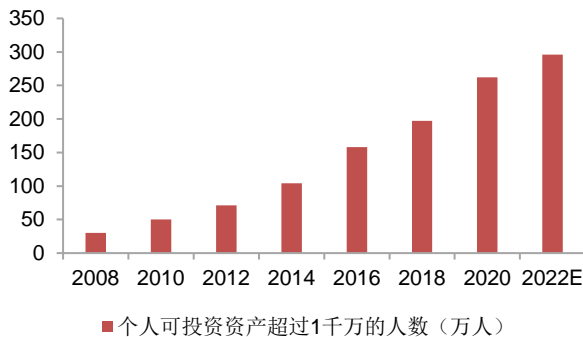
图 15：次高端区域名酒收入增速与奢侈品等增速对比



资料来源：公司年报、乘联会、国家统计局、东方证券研究所

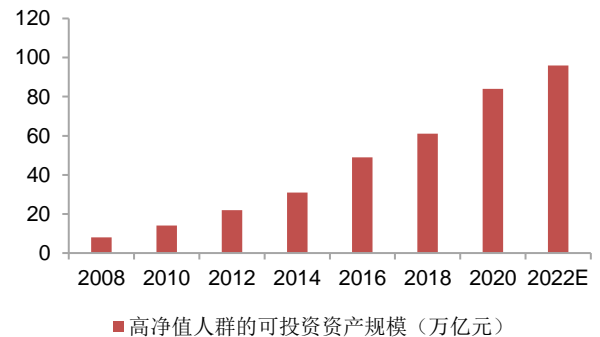
国内高净值人群人数的持续增长也从侧面印证了次高端酒扩容的驱动力较强且具备延续性。参考《2021 中国私人财富报告》，国内个人可投资资产超过 1 千万的人数从 2008 年的 30 万人增长到 2020 年的 262 万人，CAGR 接近 20%；国内高净值人群的可投资资产规模快速增长，从 2008 年的 8 万亿元增长至 2020 年 84 万亿元，CAGR 超过 20%；且预期未来继续稳定增长。

图 16：国内个人可投资资产超过 1 千万的人数



资料来源：《2021 中国私人财富报告》、东方证券研究所

图 17：国内高净值人群的可投资资产规模



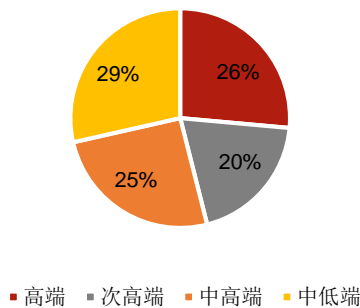
资料来源：《2021 中国私人财富报告》、东方证券研究所

● 销量结构改善空间大，茅五泸批价上行打开价升空间

2020 年我国规模以上白酒企业营业收入约为 5863 亿元，我们测算其中高端酒收入为 1550 亿元，占比约 26%，次高端收入 1150 亿元，占比约 20%。从销量角度，2020 年全国白酒产量 740 万

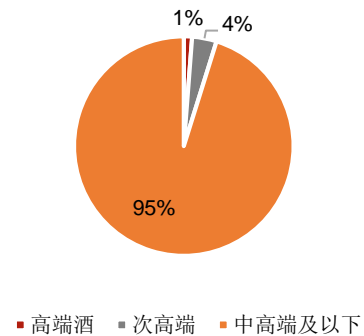
吨，以 700 万吨的销量为基础估计，我们测算高端酒销售约 8 万吨，占比约 1%，次高端酒销售 25 万吨，占比约 4%。从销售量看来，次高端酒仍有较大的提升空间。目前大多消费者主要仍消费中高端及以下的白酒，但随着未来人们消费水平的提升，次高端酒的销量有望继续保持稳定增长，这是次高端酒持续扩容的销量逻辑基础。另一方面，近几年高端酒的快速发展，尤其是飞天茅台的价格持续上行，进一步打开了次高端酒的提价空间。量价齐升的驱动下，次高端酒市场规模持续扩容具有较高的确定性。

图 18: 2020 年国内白酒各价格带销售额份额（出厂价）



资料来源：国家统计局、中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

图 19: 2020 年国内白酒各价格带销量份额测算

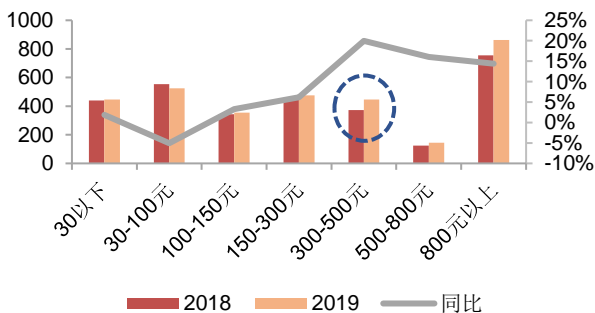


资料来源：国家统计局、中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

● 次高端价格扩容增速在白酒中领先

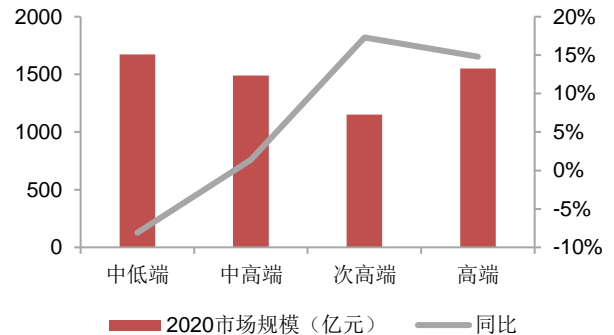
据中国酒类流通协会，2018-2019 年国内主要省份的白酒流动规模（批价）稳步扩大，其中 300-500 元价格带是增速最高的细分价格带，其次是 500-800 元价格带和 800 元以上价格带。在包括河南、江苏等 14 个主要白酒消费省份的统计中，300-500 元价格带的流通规模在 2019 年同比增速达到 20%。据国家统计局的数据，我们测算白酒不同价格带的出厂口径市场规模，2020 年高端、次高端、中高端和中低端市场规模分别同比增长 14.8%、17.3%、1.4%和-8.1%，次高端增速领先。

图 20: 2018-2019 年各白酒价格带流通规模(亿元)及变化



资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所（注：包含 14 个省份）

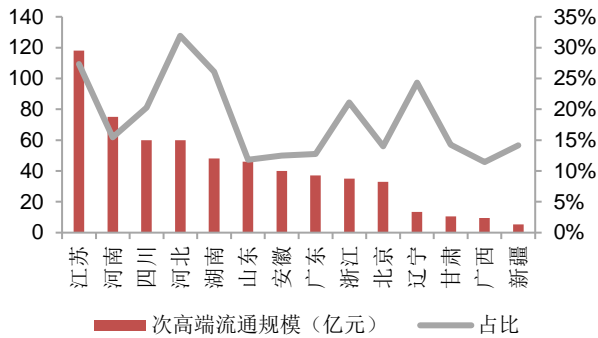
图 21: 白酒不同价格带规模测算（出厂口径）



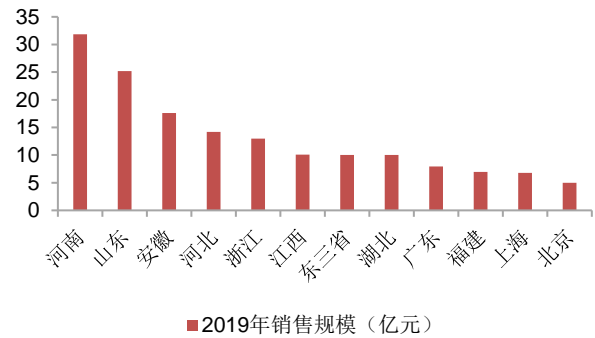
资料来源：国家统计局、中国酒类流通协会、东方证券研究所

● 江苏引领各区域次高端扩容，公司省外业务增长空间较大

各区域对比来看，江苏是国内次高端酒容量最大的省份之一，2019年流通规模达到118亿元，占比约为27%；相较于江苏市场，其余白酒消费大省包括河南、四川、山东、安徽等的次高端规模和占比均有提升空间。对于公司而言，其省外市场仍有很大的拓展空间，尤其是梦之蓝系列产品的增长潜力较大。目前，公司在省外市场已经完成了较为完善的布局，2019年在河南、山东、安徽等八个市场的销售规模超过10亿元。

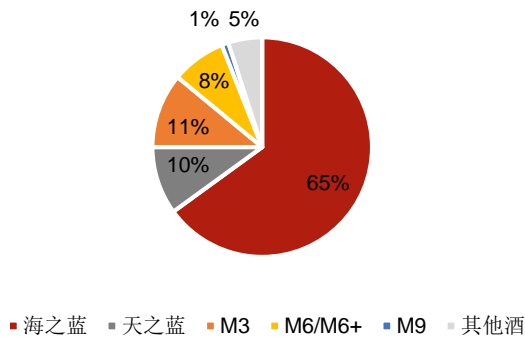
**图 22：2019 年部分省份次高端白酒流通规模（亿元）**


资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所

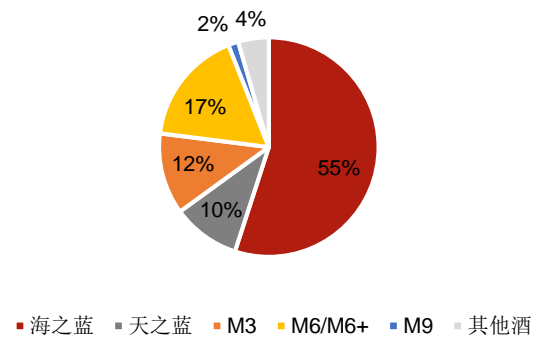
**图 23：2019 年公司在江苏省外各省市销售规模测算**


资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所

对比河南和山东市场，2020 年公司在山东的销售结构明显高于河南市场，其中 M6/M6+ 的占比分别为 17% 和 8%，而海之蓝的占比分别为 55% 和 65%；综合而言，经济更发达地区的销售结构更高，可以预期随着经济发展，各地区销售结构具备升级空间。在完善的区域布局下，省外市场的销量增长和结构升级是公司未来重要的增长驱动力。

**图 24：2020 年公司在河南省销售结构测算**


资料来源：糖酒快讯、东方证券研究所

**图 25：2020 年公司在山东省销售结构测算**


资料来源：糖酒快讯、东方证券研究所

## 2.2 江苏经济发展水平高，次高端酒扩容空间大

### ● 江苏白酒市场结构良好，公司市场份额领先

江苏省内不同地区白酒消费差异较大：苏南经济发达，居民收入水平高，白酒的主流消费价格带为 300~500 元，市场更加开放，消费场景多为商务场景和婚宴，省内代表产品有 M3/M6 和国缘对开

/四开；苏中和苏北地区白酒主流消费价格带为 200~300 元，白酒消费量大但价格偏低，省内代表品牌有海之蓝、天之蓝、今世缘、国缘等。

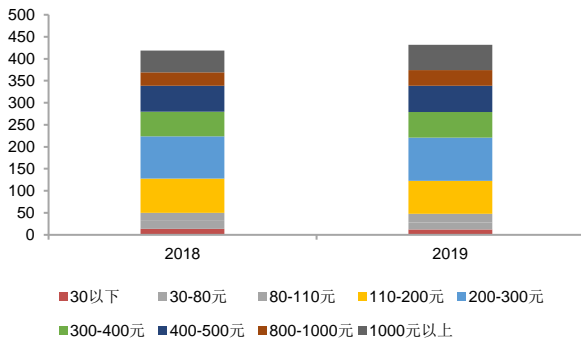
**表 3：江苏不同地区白酒消费特点**

地区	地级市	主流消费价格带	白酒消费特点	省内主流品牌
苏北	徐州、连云港、宿迁、淮安、盐城	200~300 元	收入和消费水平较低，白酒消费量较大，但价位偏低	海之蓝、今世缘
苏中	扬州、泰州、南通		收入消费水平相对较高，白酒消费量较大	天之蓝、国缘
苏南	南京、苏州、无锡、常州、镇江	300~500 元	收入水平较高，市场较为开放，白酒消费以商务消费和婚宴为主	梦之蓝 M3/M6、国缘对开/四开

资料来源：乐酒圈、东方证券研究所

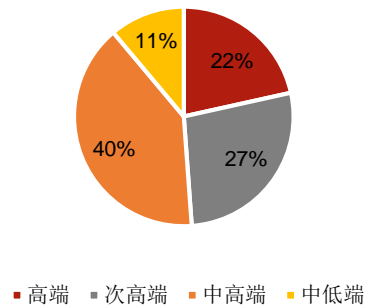
江苏白酒市场发展良好，白酒流通规模 2019 年达到 432 亿元。其中，价格在 200~300 元的白酒规模最大，销售额约占整体的 23%，代表产品天之蓝、国缘对开；其次为 110~200 元价格带，销售额约占 17%，代表产品海之蓝；800 元以上价格带销售额占比约 22%，代表性产品茅台、五粮液、梦之蓝 M9 等。分档次，江苏白酒市场流通销售额中，中高端酒占比 40%，次高端酒占比 27%，高端酒占比 22%。

**图 26：2018-2019 年江苏白酒市场流通规模(亿元，批价)**



资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所

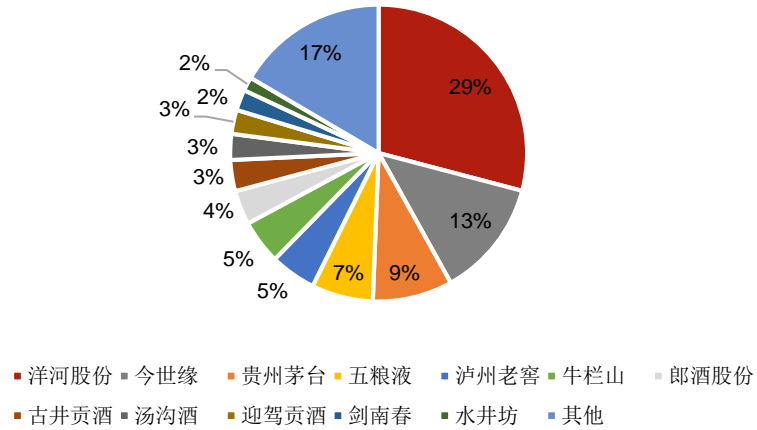
**图 27：2019 年江苏白酒各价格带流通销售额占比**



资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

我们对 2019 年江苏白酒市场各品牌市场份额（出厂口径销售额）进行测算，得到如下的苏酒市场格局：1）苏酒品牌中，洋河股份的市场份额最高，达到 29%，今世缘次之，约为 13%，汤沟酒市场占有率较小，约为 3%；2）高端酒品牌中，贵州茅台市场份额达到 9%，五粮液达到 7%，泸州老窖约为 5%；3）省外次高端品牌中，郎酒股份市场份额约 4%，剑南春约 2%，水井坊约 1%；4）徽酒品牌中，古井贡酒和迎驾贡酒市场份额约 3%；5）光瓶酒品牌牛栏山市场份额约 5%。

图 28：2019 年江苏白酒市场各品牌份额测算（出厂口径销售额）



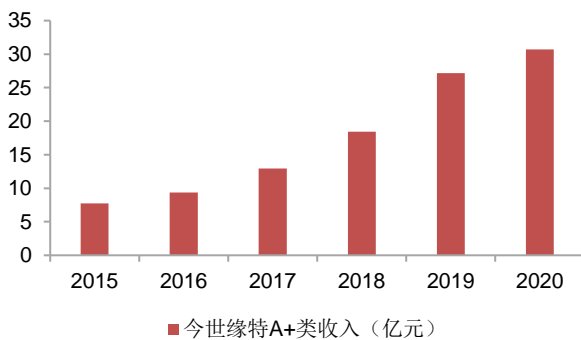
资料来源：公司公告、中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

● 江苏市场次高端酒增速较快，核心单品快速增长

考察江苏市场的重要次高端单品，可以发现江苏次高端酒扩容较快。省内品牌今世缘特 A+类产品收入在 2015 年到 2020 年间持续增长，由 8 亿元增长至 31 亿元，年复合增长率超过 30%；省外品牌水井坊在江苏市场的销售额由 F19 的 6.4 亿元增长至 F21 的 10 亿元，每年增速达到 25%。

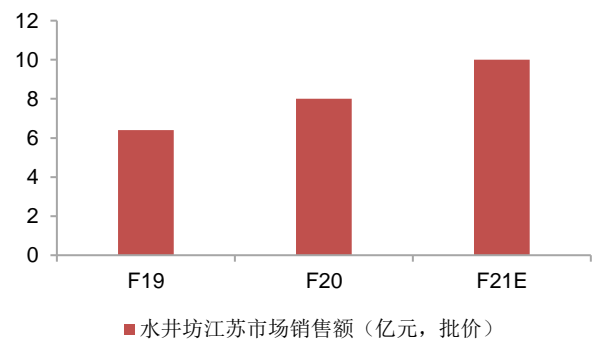
公司的次高端产品梦之蓝在省内市场也有明显发展，据测算，梦之蓝省内收入从 2015 年的 19 亿元增长至 2018 年的 44 亿元，年复合增速超过 30%。梦之蓝自 2019 年以来进入调整，过程中受渠道去库存、公司控货等影响，但渠道反馈年收入均未下滑，反映出江苏省内次高端酒的较强需求。

图 29：今世缘特 A+类产品收入规模



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 30：水井坊江苏市场销售额测算



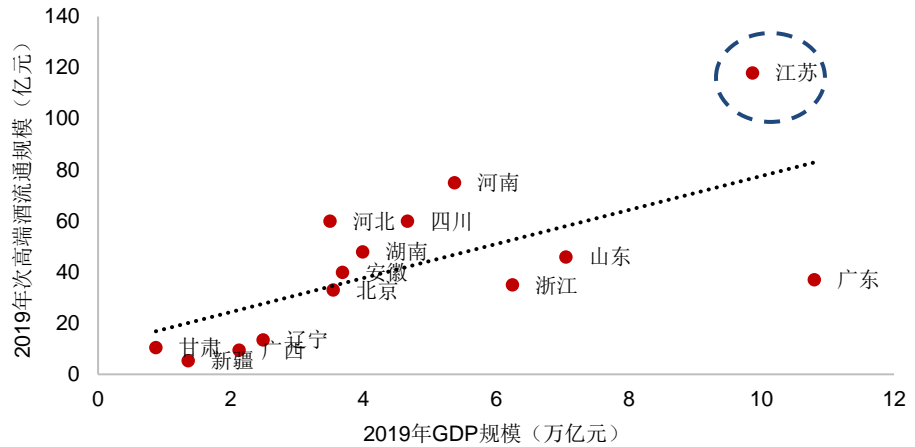
资料来源：公司公告、东方证券研究所(注:F21 指 20-07 至 21-06, 其他类推)

● 江苏省经济发达，次高端酒扩容空间大

以次高端酒流通规模与全国各省市 GDP 进行对比，可以发现各省市次高端酒市场规模与该省市 GDP 规模基本成正比。江苏省经济发达，经济增速较高，为未来次高端扩容提供了较大的空间。



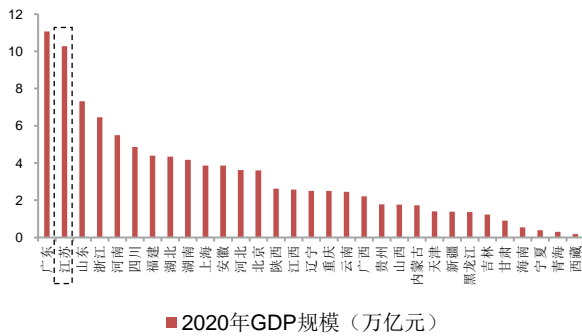
图 31：2019 年主要省市次高端酒市场规模与 GDP 规模对比



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

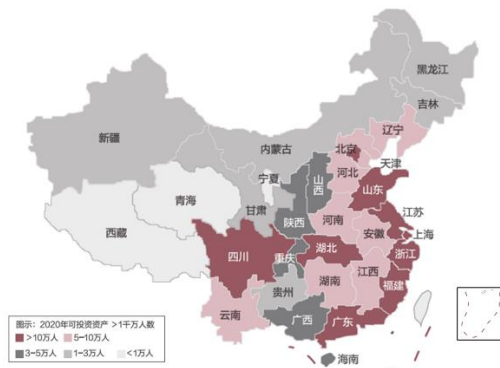
江苏省居民消费力强，为次高端扩容提供强劲动力。最新数据显示，2020 年江苏省 GDP 规模排名全国第二；根据《2021 中国私人财富报告》，江苏省 2020 年可投资资产大于 1 千万的人数超过 10 万人，高净值人群多，高端消费能力强，有利于次高端酒市场增长。

图 32：2020 年各省市 GDP 规模对比



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

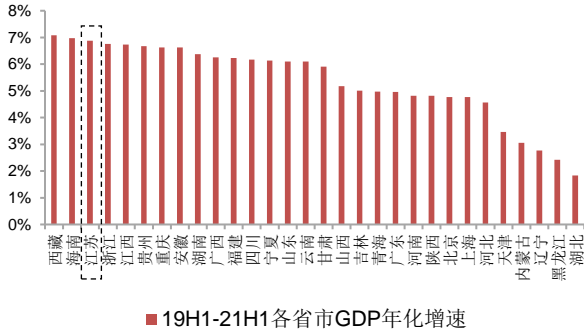
图 33：2020 年中国高净值人群区域分布



资料来源：《2021 中国私人财富报告》、东方证券研究所

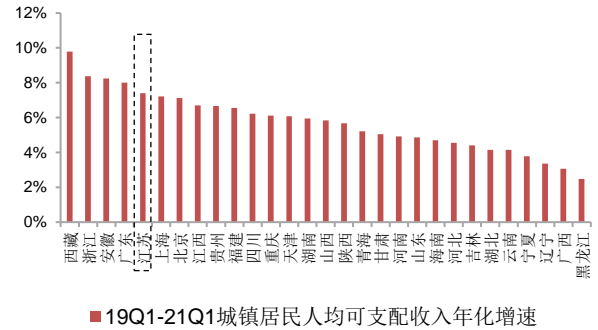
从增长边际来看，江苏的经济增速也处于全国领先水平。以 2019H1 为基础，计算 2021H1 各省市 GDP 年化增速，江苏省达到 6.9%；以 2019Q1 为基础，计算 2021Q1 各省市城镇居民人均可支配收入年化增速，江苏省达到 7.4%；两个增速均在全国位居前列。疫情对人民收入和产业发展具有负面影响，但江苏的经济恢复较快，有利于推动苏酒名酒业绩增长。

图 34：19H1-21H1 各省市 GDP 年化增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 35：19Q1-21Q1 城镇居民人均可支配收入年化增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

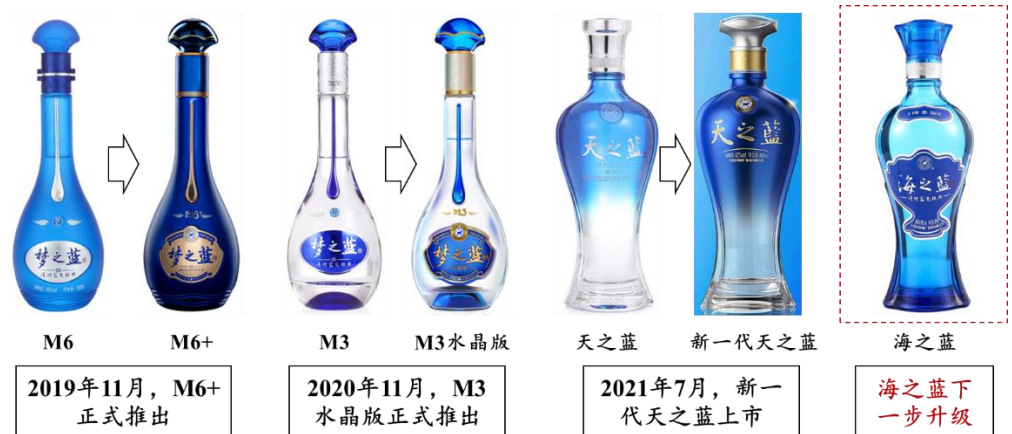
### 三、产品升级渠道调整，激励落地动力十足

#### 3.1 全产品线加速升级，渠道调整利润改善

- 全产品线有望升级放量，渠道利润改善明显

进入深度调整期后，公司推动内部改革。2019 年 11 月 M6+ 的正式推出引领全品类产品的更新；2020 年 11 月，公司推出 M3 水晶版；2021 年 7 月，新款天之蓝正式露面，渠道开始打款；预计海之蓝也将随后进行升级。

图 36：公司核心单品的升级情况



资料来源：京东、酒业家、东方证券研究所

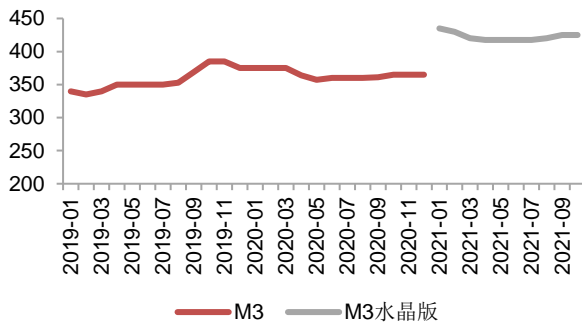
M6+和 M3 水晶版升级后对产品容量、酒体和价格进行了调整。相较于老产品，M6+和 M3 水晶版的容量均提升 50ml；M6+增加了更多的中段老酒，实现了储留香和窖留香，M3 水晶版加入更多特色调味酒和老陈酒，酒体均有升级；价格方面，M6+定价拔高，M3 水晶版定价基本保持一致。

**表 4：公司 M6 和 M3 升级前后指导价对比**

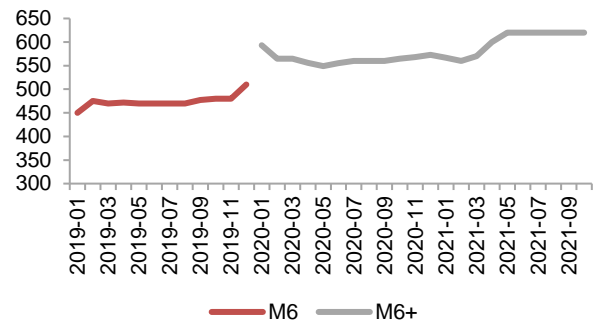
产品	产品规格	指导价（元/瓶）
M6	45%vol 500ml	740
	52%vol 500ml	848
M6+	40.8%vol 550ml	799
	52%vol 550ml	899
M3	45%vol 500ml	549
	52%vol 500ml	639
M3 水晶版	40.8%vol 550ml	539
	52%vol 550ml	639

资料来源：京东、东方证券研究所

**M6+和 M3 水晶版升级后批价明显提升。**M3 升级为 M3 水晶版后，批价由 360 元左右提升至 420 元左右，增长约 17%；M6 升级为 M6+后，批价由 475 元左右提升至 620 元左右，增长约 30%，提升明显。新版天之蓝目前批价达到 320 元左右，较老版 270 元的批价上行明显。

**图 37：M3 及 M3 水晶版升级前后批价**


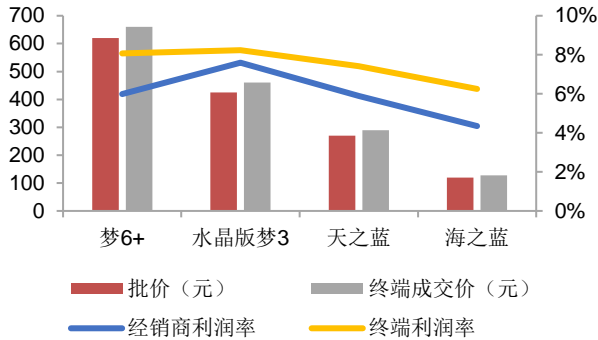
资料来源：今日酒价、东方证券研究所

**图 38：M6 及 M6+升级前后批价**


资料来源：今日酒价、东方证券研究所

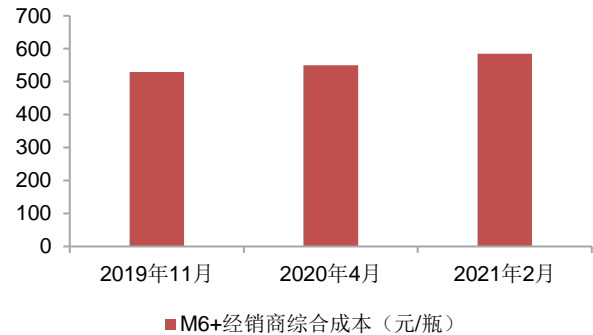
产品升级后，公司渠道发展情况较好。就 2021 年 10 月的数据来看，公司核心产品的批价稳定，利润率可观，M6+、M3 水晶版、天之蓝、海之蓝的经销商利润率均位于 6%左右，终端利润率均超过 6.5%。与 2019 年 9 月公司渠道调整时期的渠道利润水平有明显的提升。渠道反馈，自 2019 年 11 月推出以来，M6+的经销商综合拿货成本从 530 元逐步提升至 590 元左右，即公司实现逐步提价和费用收缩，有利于公司盈利改善。

图 39：公司核心产品的批价与渠道利润率（21 年 7 月）



资料来源：今日酒价、东方证券研究所测算

图 40：M6+经销商综合成本变化



资料来源：酒业家、东方证券研究所测算

● 双沟酒业加速复兴，有望贡献重要增量

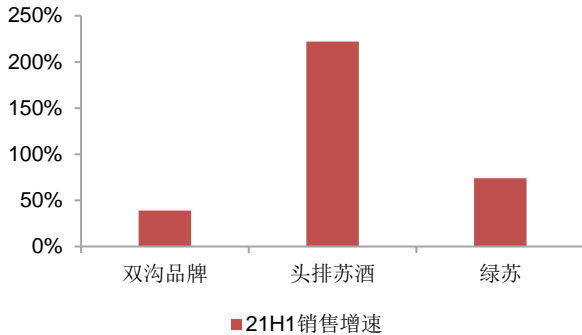
2020 年双沟酒业开启名酒复兴大战略，进行以“名酒化、全国化、模式化、组织化”为特点的一系列品牌升级措施。目前，双沟酒业已经构建了从双沟大曲、君坊、珍宝坊、苏酒到头排酒的系列产品矩阵，其中生态苏酒、头排酒引领双沟酒业的名酒复兴。在公司的新一轮变革中，双沟酒业的重要性进一步抬升，将协同洋河主品牌全面发力。

图 41：双沟酒业核心产品及京东销售价

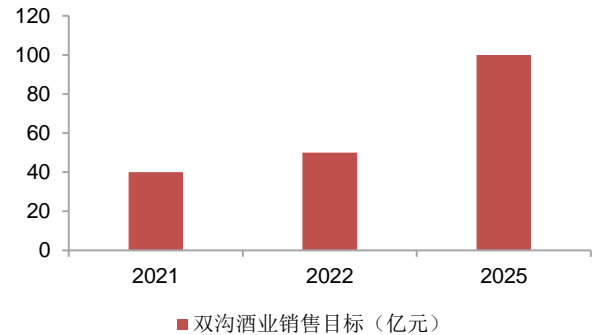


资料来源：京东、东方证券研究所

双沟酒业的复兴卓有成效，21H1 双沟酒业销售额实现 39%的增长，其中头排苏酒和绿苏分别实现 222%和 74%的增长。2021 年，双沟酒业开启全国化战略，山东、河北等市场加速发展，21H1 增速分别达到 70%和 40%。双沟酒业规划 2021、2022 年销售目标分别达到 40 亿元和 50 亿元，十四五规划 100 亿元。在洋河和双沟的双品牌全面发力驱动下，双沟酒业有望贡献重要增量。

**图 42：2020 年上半年双沟酒业销售增速**


资料来源：酒业家、东方证券研究所

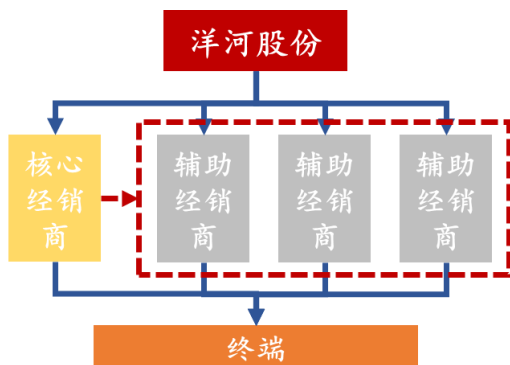
**图 43：双沟酒业销售目标规划**


资料来源：酒业家、东方证券研究所

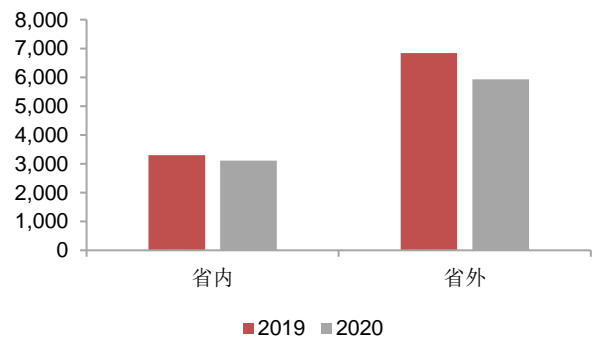
### ● 渠道主动调整，克服深度分销弊端加强团购

渠道方面，公司大力推行“一商为主，多商为辅”的新渠道模式。该渠道模式下，洋河提升核心经销商的地位，其需要承担市场运营及维护责任，同时其渠道利润增多。多商层面，辅助经销商主要承担物流配送、仓储以及垫资打款等作用。洋河逐步清理了不符合公司要求的经销商，减小渠道压力较大时小经销商降价扰乱市场秩序的风险，提高对价格体系的控制力。对于核心经销商，洋河有望充分发挥其客户资源的优势，做大做强团购渠道，进而自上而下引导消费升级。

在模式的指引下，2019 至 2020 年，省内外经销商数量具有减少。省内经销商由 3,302 家减少至 3,116 家，省外经销商由 6,846 家减少至 5,935 家，合计减少 1,097 家，调整幅度约为 11%。

**图 44：公司“一商为主，多商为辅”模式示意图**


资料来源：东方证券研究所

**图 45：2019-2020 年公司省内外经销商数量 (家)**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 3.2 员工持股计划推出，未来改革有望加速

### ● 推出员工持股计划草案，业绩增长确定性加强

公司进一步通过员工持股等方式对管理层进行调整，激发人员积极性，提升效率，促进业绩提升。根据公司公告《第一期核心骨干持股计划（草案）》，持股计划的持股规模为 9,661,310 股，占总

股本的 0.64%，购买股份的价格为 103.73 元，合计规模 10.02 亿元；该计划存续期为 36 个月，股票锁定期为 24 个月。管理层中，董事长张联东、总裁钟雨以及执行总裁刘化霜均拟持有 1000 万元的份额；核心领导均拟持有份额，我们认为这意味着此次管理层人事调整基本到位，未来将一同协力推动公司业绩增长。

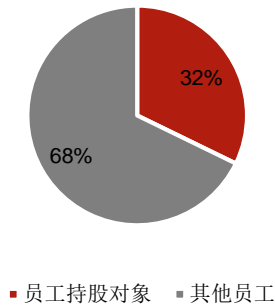
**表 5：公司员工持股计划持有人名单及份额分配情况**

持有人	职务	拟持有份额上限 (份)	拟持有份额占持股计划比例
张联东	董事长	10,000,000	1.00%
钟雨	副董事长、总裁	10,000,000	1.00%
刘化霜	董事、执行总裁	10,000,000	1.00%
周新虎	董事、副总裁、总工程师	5,000,000	0.50%
陈太清	监事会主席	5,000,000	0.50%
陈福亚	监事	5,000,000	0.50%
陈太松	监事	5,000,000	0.50%
林青	副总裁	5,000,000	0.50%
郑步军	副总裁	5,000,000	0.50%
傅宏兵	副总裁	5,000,000	0.50%
尹秋明	副总裁、财务负责人	5,000,000	0.50%
李玉领	副总裁	5,000,000	0.50%
张学谦	总裁助理	3,000,000	0.30%
宋志敏	总裁助理	3,000,000	0.30%
陆红珍	董事会秘书	2,000,000	0.20%
其他核心骨干 (不超过 5,085 人)		919,167,686.30	91.72%
<b>合计</b>		<b>1,002,167,686.30</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告、东方证券研究所

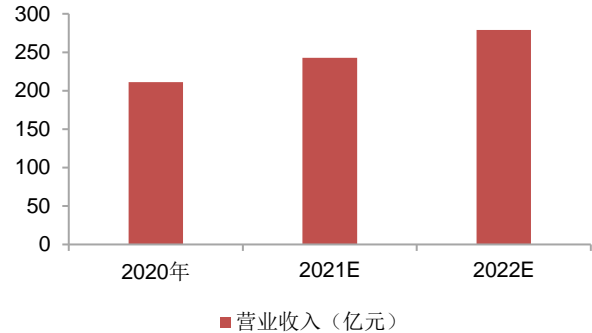
本次持股计划总人数不超过 5100 人，以 20 年底公司员工总数计算，占比约 32%，覆盖范围较大，有利于激励公司整体经营活力。持股计划的业绩考核要求为 2021 和 2022 年营业收入同比增长均不低于 15%，略高于市场预期，未来业绩增长确定性加强。基于 2020 年 211 亿元的营业收入，在 2021 年计划营收 243 亿元，在 2022 年计划营收 279 亿元。

图 46：公司员工持股计划覆盖范围



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 47：公司员工持股计划营收规划目标



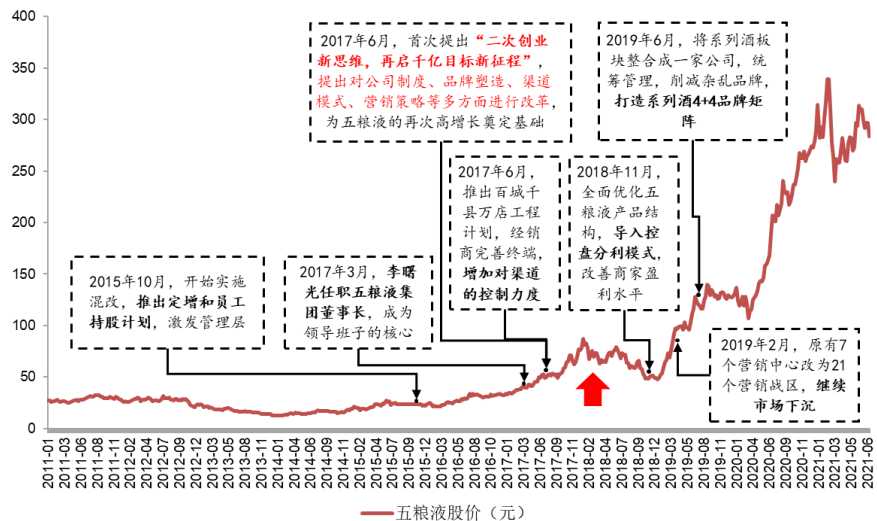
资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 五粮液、山西汾酒珠玉在前，公司未来改革动力有望加强

上市白酒公司多为国企，普遍存在因为员工激励不足、以营收为导向的考核机制导致整体经营活力和效率偏低的现象。各公司普遍在管理层进行自上而下的改革，2017 年五粮液的“二次创业”和年山西汾酒的签订目标责任书具有代表性。

2015 年 10 月，五粮液开始实施混改，推出定增和员工持股计划，激发管理层活力；2017 年，李曙光出任五粮液集团董事长，提出“二次创业”对公司制度、品牌塑造、渠道模式、营销策略等多方面进行改革；以此为起点，五粮液持续推行一系列改革措施，成果显著，五粮液的业绩大幅提升。

图 48：五粮液以“二次创业”为核心的改革发展历程

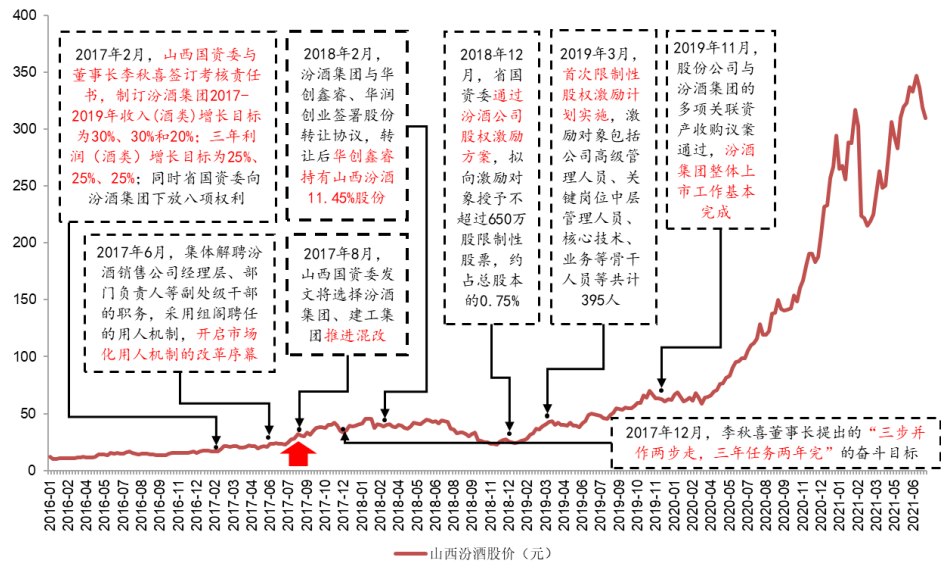


资料来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

以 2017 年 2 月签订目标责任书为起点，山西汾酒自上而下推动一系列变革，集团积极推动包括用人制度、混改、股权激励等一些改革措施。2017 年 12 月，李秋喜董事长提出的“三步并作两步走，三年任务两年完”的奋斗目标，汾酒加速增长。2018 年，汾酒推出股权激励计划，此后公司

业绩加速成长，股价和市值快速提升。以股权激励为起点，五粮液和山西汾酒的改革均成效显著，成功扭转公司的经营态势，形成经营拐点向上。洋河未来也有望加速改革进程，推动业绩改善提升，我们看好其长期经营态势。

图 49：山西汾酒签订目标责任书后开启一系列变革措施



资料来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 5.59、6.71、7.72 元（维持上次预测）。结合可比公司，给予 21 年 40 倍 PE，对应目标价 223.60 元，维持买入评级。公司持股计划将按照股份支付的会计准则进行处理，如产生股份支付费用将计入成本费用，由于持股计划公告未披露预计产生的费用，因此盈利预测中暂未考虑相关成本费用。

表 6：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	600519	1867.12	42.34	49.30	56.80	44.09	37.88	32.87
五粮液	000858	227.80	6.28	7.48	8.81	36.28	30.44	25.86
泸州老窖	000568	224.50	5.19	6.47	7.93	43.27	34.69	28.30
古井贡酒	000596	245.63	4.54	5.66	6.86	54.07	43.37	35.79
今世缘	603369	47.47	1.57	1.94	2.36	30.20	24.42	20.14
口子窖	603589	53.40	2.63	3.16	3.75	20.31	16.92	14.24
舍得酒业	600702	211.83	4.03	5.71	7.60	52.61	37.12	27.86
迎驾贡酒	603198	50.60	1.59	2.00	2.44	31.75	25.24	20.71
调整后平均						40	32	26

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 10 月 11 日收盘价）



## 五、风险提示

- **省外拓展进度偏慢风险。**如果新江苏市场拓展的速度放缓，可能会影响公司收入利润增速。
- **消费需求不及预期风险。**若消费需求不及预期，可能对渠道信心及公司业绩造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，则可能对公司的销量及业绩造成不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,300	7,243	18,858	24,444	30,445	营业收入	23,126	21,101	24,363	28,401	32,365
应收票据、账款及款项融资	675	618	713	831	947	营业成本	6,626	5,852	6,335	7,011	7,695
预付账款	200	9	11	13	14	营业税金及附加	3,201	3,416	3,944	4,597	5,239
存货	14,433	14,853	16,078	17,794	19,531	营业费用	2,692	2,604	2,970	3,348	3,751
其他	18,197	14,515	14,520	14,526	14,531	管理费用及研发费用	2,016	1,989	2,013	2,233	2,480
<b>流动资产合计</b>	<b>37,806</b>	<b>37,238</b>	<b>50,180</b>	<b>57,607</b>	<b>65,469</b>	财务费用	(78)	(87)	(131)	(217)	(274)
长期股权投资	25	30	30	30	30	资产、信用减值损失	21	6	5	4	3
固定资产	7,257	6,883	6,608	6,350	6,083	公允价值变动收益	159	1,268	800	780	750
在建工程	263	223	312	356	378	投资净收益	851	1,207	1,000	1,019	1,000
无形资产	1,747	1,714	1,663	1,613	1,562	其他	105	99	92	94	98
其他	6,357	7,779	1,304	1,340	1,352	<b>营业利润</b>	<b>9,762</b>	<b>9,895</b>	<b>11,120</b>	<b>13,318</b>	<b>15,319</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,649</b>	<b>16,628</b>	<b>9,917</b>	<b>9,688</b>	<b>9,404</b>	营业外收入	22	25	28	25	26
<b>资产总计</b>	<b>53,455</b>	<b>53,866</b>	<b>60,096</b>	<b>67,296</b>	<b>74,874</b>	营业外支出	13	41	22	26	30
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>9,771</b>	<b>9,879</b>	<b>11,126</b>	<b>13,317</b>	<b>15,315</b>
应付票据及应付账款	1,331	1,152	1,247	1,380	1,515	所得税	2,385	2,394	2,698	3,196	3,676
其他	15,206	13,505	15,081	17,002	18,916	<b>净利润</b>	<b>7,386</b>	<b>7,485</b>	<b>8,428</b>	<b>10,121</b>	<b>11,640</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>16,537</b>	<b>14,657</b>	<b>16,328</b>	<b>18,382</b>	<b>20,431</b>	少数股东损益	3	2	3	4	4
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,383</b>	<b>7,482</b>	<b>8,425</b>	<b>10,117</b>	<b>11,635</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.90	4.97	5.59	6.71	7.72
其他	427	739	384	463	423						
<b>非流动负债合计</b>	<b>427</b>	<b>739</b>	<b>384</b>	<b>463</b>	<b>423</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>16,963</b>	<b>15,397</b>	<b>16,712</b>	<b>18,845</b>	<b>20,854</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(17)	(15)	(12)	(8)	(4)	<b>成长能力</b>					
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	营业收入	-4.3%	-8.8%	15.5%	16.6%	14.0%
资本公积	742	(261)	742	742	742	营业利润	-9.7%	1.4%	12.4%	19.8%	15.0%
留存收益	34,264	37,243	41,148	46,210	51,775	归属于母公司净利润	-9.0%	1.3%	12.6%	20.1%	15.0%
其他	(4)	(5)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>36,492</b>	<b>38,470</b>	<b>43,384</b>	<b>48,450</b>	<b>54,020</b>	毛利率	71.3%	72.3%	74.0%	75.3%	76.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>53,455</b>	<b>53,866</b>	<b>60,096</b>	<b>67,296</b>	<b>74,874</b>	净利率	31.9%	35.5%	34.6%	35.6%	36.0%
						ROE	21.0%	20.0%	20.6%	22.0%	22.7%
						ROIC	20.9%	19.8%	20.3%	21.7%	22.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	31.7%	28.6%	27.8%	28.0%	27.9%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.29	2.54	3.07	3.13	3.20
						速动比率	1.41	1.53	2.09	2.17	2.25
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2,151.3	2,078.3	5,352.4	5,376.2	5,319.8
						存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	4.90	4.97	5.59	6.71	7.72
						每股经营现金流	4.51	2.64	9.16	5.99	6.93
						每股净资产	24.23	25.54	28.80	32.16	35.85
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	37.2	36.7	32.6	27.1	23.6
						市净率	7.5	7.1	6.3	5.7	5.1
						EV/EBITDA	23.3	23.0	20.9	17.7	15.5
						EV/EBIT	25.2	24.8	22.2	18.6	16.2

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券资产管理、私募业务合计持有洋河股份(002304)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)