

## 洋河股份 (002304.SZ)

### 内改机制，外改营销，拉动企业成长

洋河内外部机制改革提升了企业费用投入的灵活性和落地率，有效解决企业发展中费用投入与价格体系稳定之间的矛盾，成为企业成长的有效驱动力。我们略调整公司 2022-2024 年 EPS 预测为 6.37、7.95 和 9.7 元，维持 198 元目标价格，对应 23 年 25x。

- **内部管理体制改革，提升市场开拓效率。** 围绕权力下放、人事改革两个方面进行改革。通过权力下放的方式，给予一线事业部费用上的灵活性和及时性，大幅提升费用的使用效率帮助企业改革。而人事改革与权力下放相结合，给予权力的同时给予激励和考核压力，确保区域市场管理团队向着市场长期发展的目标前进。
- **数字化营销解决费用投入与价格之间矛盾。** 费用投入带来消费者圈层的持续扩张是白酒增长的底层逻辑。但伴随着企业规模的扩张，费用投入对于价格体系的冲击愈发显著。洋河通过数字化扫码红包，使得费用投入在时间、空间和场景上高度精准化，最大程度避免了对价格的冲击。使得公司可以在省外市场积极投入，省内市场精准投入，推动企业持续增长的同时保持价格稳定。
- **机制改革解决省内外核心费用投放问题，推动企业长期成长。** 洋河内外部机制改革提升了企业费用投入的灵活性和落地率，有效解决企业发展中费用投入与价格体系稳定之间的矛盾，成为企业成长的有效驱动力。我们略调整公司 2022-2024 年 EPS 预测为 6.37、7.95 和 9.7 元，维持 198 元目标价格，对应 23 年 25x。
- **风险提示：疫情发展超预期，江苏经济出现下滑**

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	21101	25350	30374	36159	42650
同比增长	-9%	20%	20%	19%	18%
营业利润(百万元)	9895	9989	12815	16040	19613
同比增长	1%	1%	28%	25%	22%
归母净利润(百万元)	7482	7508	9596	11979	14618
同比增长	1%	0%	28%	25%	22%
每股收益(元)	4.97	4.98	6.37	7.95	9.70
PE	34.7	34.6	27.1	21.7	17.8
PB	6.7	6.1	5.5	4.4	3.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

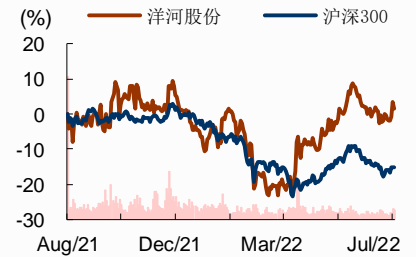
消费品/食品饮料  
目标估值：198  
当前股价：172.3 元

#### 基础数据

总股本(万股)	150699
已上市流通股(万股)	150271
总市值(亿元)	2597
流通市值(亿元)	2589
每股净资产(MRQ)	31.5
ROE(TTM)	18.2
资产负债率	25.6%
主要股东	江苏洋河集团有限公司
主要股东持股比例	34.16%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	4	2
相对表现	3	13	18



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《洋河股份(002304)一组织改革稳步推进，产品渠道持续优化》2022-06-07
- 《洋河股份(002304)一机制引领改革，增速中枢上移》2022-04-29
- 《洋河股份(002304)一三季度回款加速，产品改善助推来年提速》2021-10-27

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

欧阳廷昊 研究助理

✉ ouyangtinghao@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 内改机制，外改营销，拉动企业成长 .....	3
1、 前言 .....	3
2、 内部管理体制改革，提升市场开拓效率 .....	3
3、 数字化营销解决费用投入与价格之间矛盾 .....	5
4、 展望未来梦系列驱动公司戴维斯双击 .....	7

## 图表目录

图 1: 洋河 2021 年薪酬显著提升 .....	4
图 2: 洋河改革后事业部结构图 .....	4
图 3: 洋河持股员工高学历化 .....	4
图 4: 洋河持股员工年轻化 .....	4
图 5: 省外市场梦系列仍在动销期，高投入是关键 .....	5
图 6: 企业费用投入模型 .....	5
图 7: 洋河扫码活动可灵活制定活动地区、中奖率、渠道、时间段 .....	6
图 8: 省内成熟市场费价矛盾是核心 .....	7
图 9: M6+省外收入预计变化(亿元) .....	8
图 10: 洋河产品预计收入结构变化 .....	8
图 11: 蓝色经典省外预计收入结构变化 .....	8
图 12: 洋河股份历史 PE Band .....	9
图 13: 洋河股份历史 PB Band .....	9
附: 财务预测表 .....	10

## 一、内改机制，外改营销，拉动企业成长

### 1、前言

2021 年至今我们组发布了两篇深度报告《洋河股份（002304）—改革之路》&《白酒深度之苏酒系列——省内升级铸盾，全国扩张造矛》。前者重点介绍了公司在 2019-2021 年对渠道和产品结构做出的调整，提出经历了两年调整，公司产品已经实现年轻化，渠道也已经实现健康化。而后者重点帮助投资者梳理了江苏省内当下的竞争格局，重点提示了洋河目前在省内高价位次高端的领先优势。而本篇报告则是在重点梳理公司 2022 年管理改革落地以及公司最新的数字化营销策略。管理改革作为公司产品，品牌，渠道和管理全面改革的最后一环，在今年与产品，渠道和品牌形成了良好的共振，带动了公司 2022 年增长的进一步加速。

报告链接如下

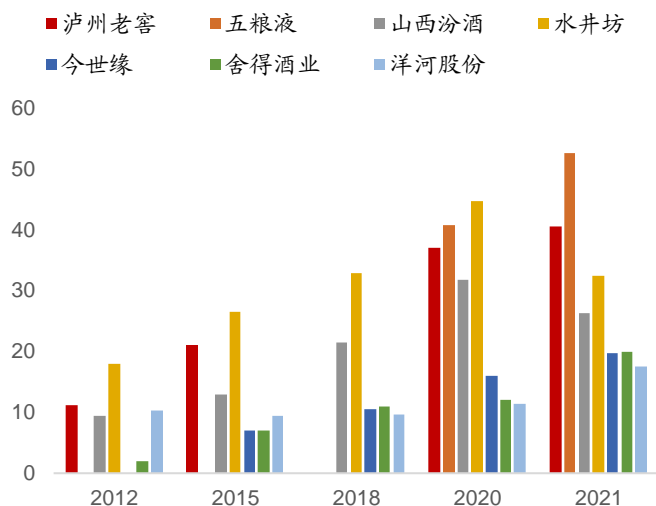
- 1、《洋河股份（002304）—改革之路》（[https://mp.weixin.qq.com/s/V6whmeil4ovsg9D0RY\\_xvg](https://mp.weixin.qq.com/s/V6whmeil4ovsg9D0RY_xvg)）
- 2、《白酒深度之苏酒系列——省内升级铸盾，全国扩张造矛》（<https://mp.weixin.qq.com/s/fXdh20pbqfilNY0z0fYvYA>）

### 2、内部管理机制改革，提升市场开拓效率

**洋河 21 年主要通过权力下放、人事改革两个方面进行改革。**洋河过去的核心问题是省外费用灵活度差，人员激励不足，市场开拓效率偏低。为了解决上述问题，洋河在人事改革的基础上，充分授权，充分激励，使得洋河今年增长动力明显加强。洋河梦系列目前在省外规模依然相对较小，公司通过高费用、高人员，依托已有的渠道和消费者认知，实现高增长是大概率事件。

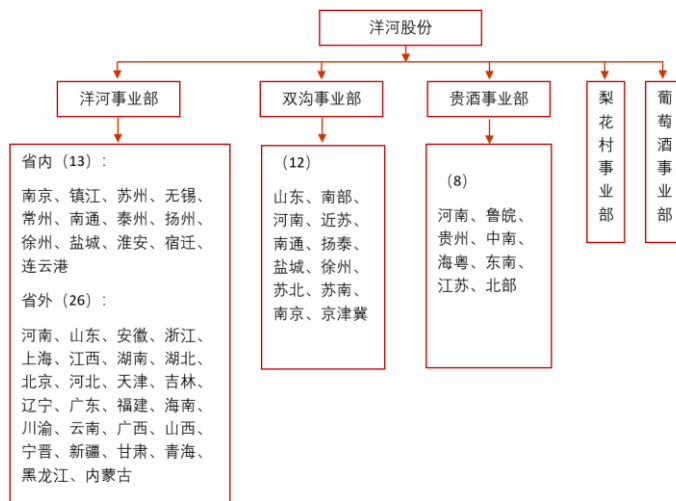
**权力下放方面，费用决策前置提高费用灵活度。**过去公司的费用决策主要是总部进行决策，费用使用方式和时点灵活度都比较低，同时费用与产品绑定，导致海天费用太多，梦费用不足的问题比较突出。今年来看，费用决策权下放至事业部，由事业部决定使用方式和时点。这样给了事业部极大的权力去决定给哪个经销商投入费用，市场效率上有显著的变化。费用向市场部前置，总部指定使用原则，监督使用以确保价格体系的稳定是优秀白酒企业主要的发展方向。古井、国窖、汾酒都采取了以大区为主导的费用筹划模式，尤其是在团购市场，面对核心用户的多样化需求，大区灵活性非常关键。

图 1: 洋河 2021 年薪酬显著提升



资料来源: 渠道调研、招商证券

图 2: 洋河改革后事业部结构图

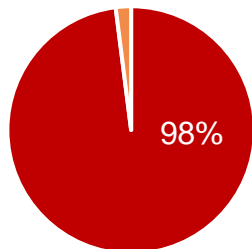


资料来源: 公司官网、招商证券

人事改革方面，主要是调换大区经理与拆分事业部。公司在二十多个大区中调换 9 个大区经理，同时把大区进一步拆分成 60 多个事业部，实现区域市场的考核机制和决策机制更加灵活化。通过人事调整，创造能者上庸者下的竞争氛围，提升员工的积极性，一些隐性晋升天花板被打破。员工高学历化、年轻化，晋升标准主要向业绩、学历看齐。

图 3: 洋河持股员工高学历化

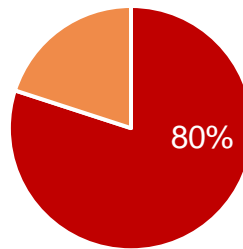
■ 研究生及本科学历 ■ 本科以下学历



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 洋河持股员工年轻化

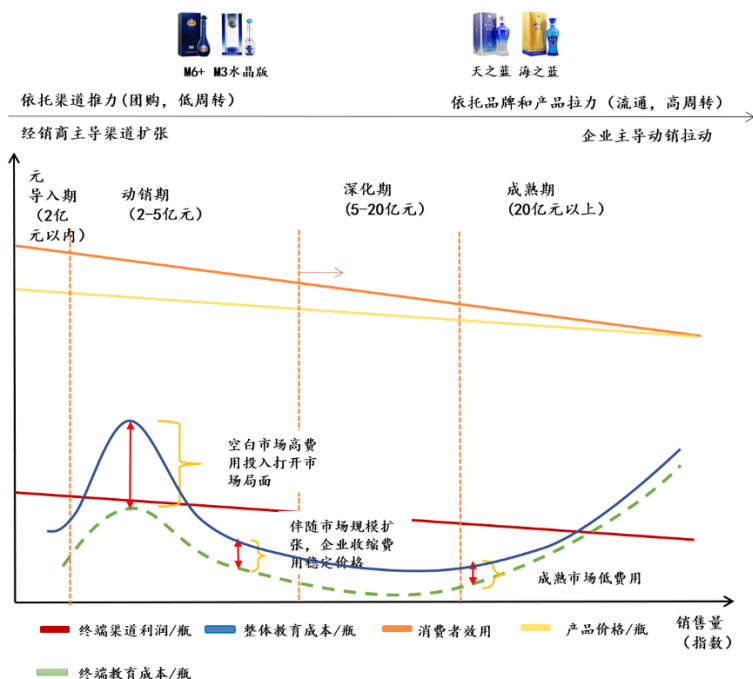
■ 40 岁以下 ■ 40 岁以上



资料来源: Wind、招商证券

总结来看，本轮改革提高内部积极性，市场开拓效率提升将激活业绩。过去洋河的问题在于前线有费用但没权限，使用效率较低，加上内部激励不足，挫伤人员积极性。今年权力下放，加大激励后销售人员、经销商的积极性有显著的提升。同时，公司已经积淀了全国化的用户认知基础和体量基础，本身有一定的渠道资源。放眼当下聚焦核心产品系列，洋河 M6+与 M3 水晶版体量还相对较小，依托原有的经销商，通过在团购市场大力地投费用和加派人员，实现成长的难度并不大。

图 5：省外市场梦系列仍在动销期，高投入是关键

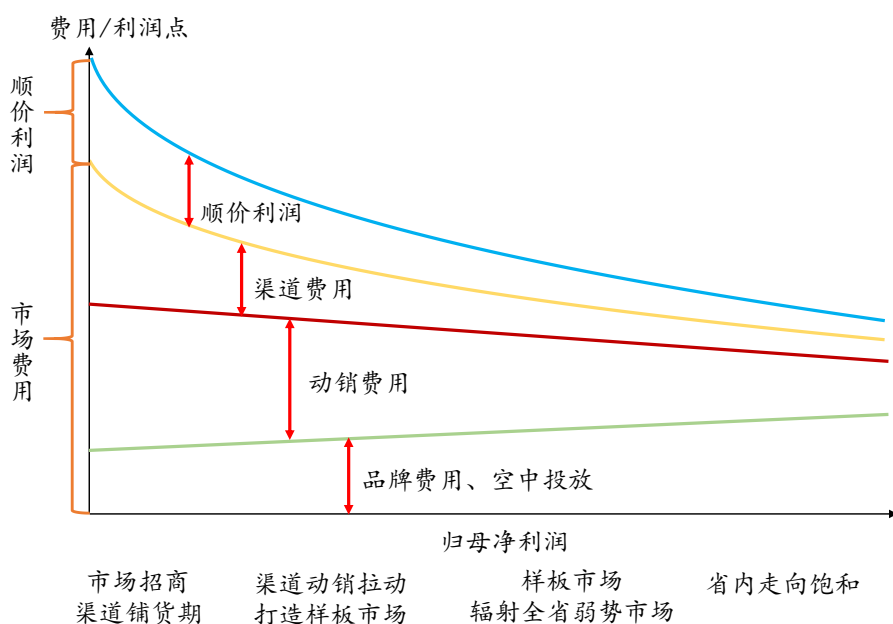


资料来源：招商证券

### 3、数字化营销解决费用投入与价格之间矛盾

伴随着市场的成熟，数字化营销的重要性持续提升。我们认为白酒行业的底层增长逻辑是企业为消费者端费用的持续投入带来的用户圈层持续扩张，并在这个过程中逐步形成规模效应带来用户教育成本下降与企业市场扩张速度持续提升。对于成熟品牌，市场投入带来的用户圈层扩张作用已经不再显著，价格体系稳定的压力反而愈发提升，如何在这个阶段做动销成为困扰地产白酒的核心问题。通过数字化的模式越过经销商直接投入消费者成为洋河给出的标准答案。

图 6：企业费用投入模型



资料来源：招商证券

开盖扫码模式下洋河的投入与终端消费高度匹配,灵活可控。洋河在2019年M6+推出的时候就开始推进数字化转型,伴随着新版天之蓝的上市,公司所有产品瓶盖扫码活动全面落地。经过三年的用户培育和企业投入,目前洋河产品扫码率已经达到50%,形成了对终端销售的有效覆盖。扫码活动可以让公司对已销售产品保持始终可控,可以有效控制营销活动的周期和力度,使得营销政策对价格的冲击高度可控。同时公司还可以实现因地制宜的调整活动周期,活动进度,使得活动能够最大程度的贴合当地市场环境,避免价格体系的冲击。大部分白酒企业虽然也有类似的瓶盖扫码活动,但是在方式和时间上都高度固化,要么力度太小,消费者扫码率偏低,要么力度过大,影响消费者心中的产品定价。洋河作为全国性次高端品牌以及区域市场第一大品牌,面对的价格压力远大于其他白酒企业。开盖扫码成为了洋河能够在不同市场环境下,率先完成渠道投入,引领行业复苏的利器。

图7: 洋河扫码活动可灵活制定活动地区、中奖率、渠道、时间段

梦之蓝水晶版				梦之蓝M6+			
活动地区	中奖概率	活动产品版本	活动截止时间兑奖截止时间	活动地区	中奖概率	活动产品版本	活动截止时间兑奖截止时间
西安、郑州、烟台、金乡、济宁	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年6月10日 2022年6月10日	重庆	6%	瓶盖扫码、扫码瓶	2022年7月31日 2022年10月31日
蚌埠、南京	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年6月30日 2022年11月30日	内蒙古自治区	6%	瓶盖扫码、扫码瓶	2022年10月31日 2022年11月30日
南宁、建湖、东台、大丰、苏海	8%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年6月30日 2022年11月30日	辽宁	6%	瓶盖扫码、扫码瓶	2022年10月31日 2022年11月30日
南通、海门、海启、启东、如皋、如东、通州、靖江、泰兴、兴化、阜宁、射阳(含射阳县、宝应、江都、仪征、高邮)	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年8月31日 2022年12月31日	上海	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年10月31日 2022年11月30日
句容、常州	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年9月30日 2022年11月30日	浙江、海南、河北、北京、天津、吉林、安徽、山西、四川、湖南、广东、贵州、陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆、西藏、重庆、贵州	6%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年10月31日 2022年11月30日
无锡、金坛、溧阳(含溧阳县、宜兴、溧水)	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年9月30日 2022年12月31日				
镇江、丹阳、扬中	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年9月30日 2022年12月31日				
浙江	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年10月10日 2022年10月10日				
广东	10%	瓶盖扫码、扫码瓶	2022年10月10日 2022年10月31日				
昆山	6.25%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年10月31日 2022年12月31日				
莆田、莆田、江州、苏州(含苏州、吴江)	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年10月31日 2022年12月31日				
常熟	5%	瓶盖扫码	2022年10月31日 2022年12月31日				
太仓	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年11月15日 2022年12月31日				
张家港	6.25%	瓶盖扫码、扫码瓶	2023年2月28日 2023年3月31日				
广西	10%	瓶盖扫码、扫码瓶	2022年10月10日 2022年10月31日				
河南	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年12月31日 2022年12月31日				
辽宁、吉林、福建	6%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年10月31日 2022年11月30日				
连云港	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年10月31日 2022年12月31日				
内蒙古自治区	6%	瓶盖扫码、扫码瓶	2022年10月31日 2022年11月30日				
上海	10%	瓶盖扫码、瓶盖扫码和扫码瓶	2022年10月31日 2022年11月30日				

天之蓝	
中奖概率	活动产品版本
10%	天之蓝(21瓶)
活动地区	活动时间
全国范围	2022年1月1日-10月10日 2022年10月31日

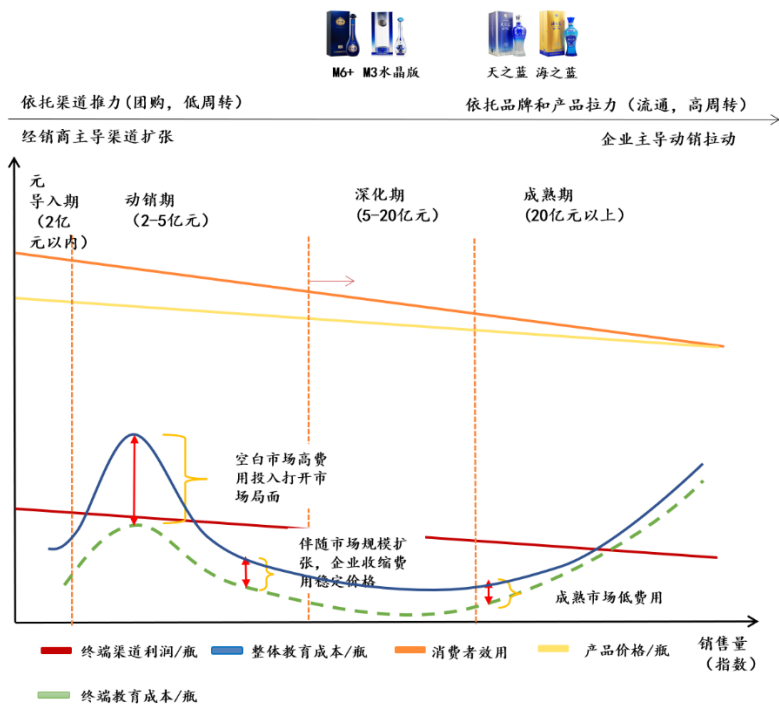
  

海之蓝	
中奖概率	活动产品版本
10%	海之蓝
活动地区	活动截止时间
河南	2022年6月30日 2022年11月30日
河北	2022年6月30日 2022年7月31日
贵州、西昌自治区	2022年6月30日 2022年6月30日
昆山	2022年9月30日 2022年12月31日
内蒙古	2022年10月10日 2022年10月31日
浙江	2022年10月10日 2022年10月31日
广西	2022年10月10日 2022年10月31日
河南	2022年12月31日 2022年12月31日

资料来源: 微信公众号、招商证券

省内 M6+控制费用力度, M3 水晶版及海天加大促销力度, 产品组合进一步优化。M6+作为洋河2022年重点发力的战略大单品, 2022年整体任务进度快于其他的产品。同时作为公司当前主销产品中价格的标杆性产品, 公司目前正在逐步推进产品价格的提升计划。公司目前提出630的市场回购价格, 即市场上任何主体都可以联系公司以630的价格对M6+进行回收工作, 并预计在四季度伴随着配额的收缩以及公司的提价, 逐步提升到650乃至680。针对M6+以外的产品, 考虑到目前价格基本符合规划, 增长速度慢于M6+, 公司则推出开盖送酒活动, 大力拉动产品动销。同时除了针对消费者扫码送酒活动, 消费者获得酒的同时, 渠道也可以获得一瓶酒, 使得终端利润明显改善。数字化模式下, 公司把时间严格限制在7-9月, 使得其对于价格体系冲击高度有限。

图 8：省内成熟市场费价矛盾是核心



资料来源：草根调研，招商证券

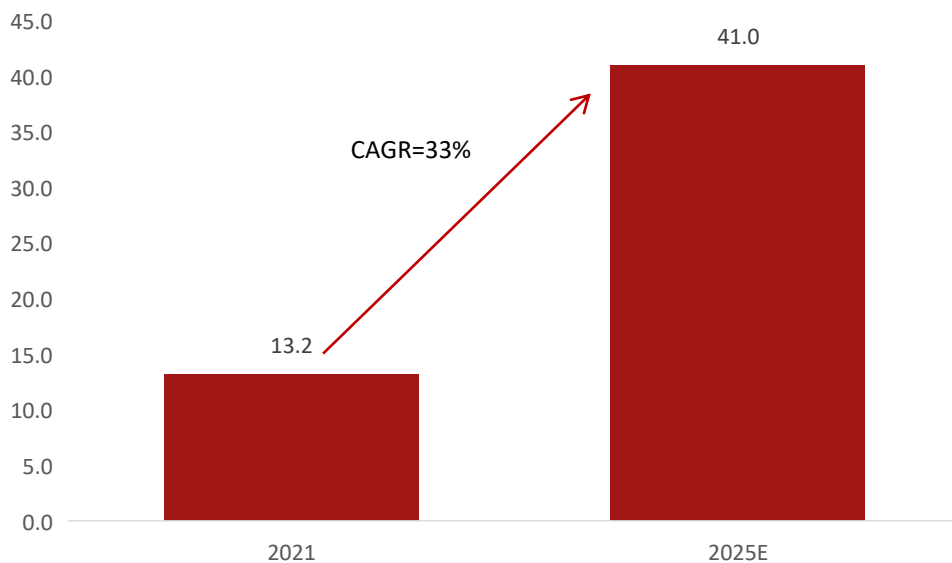
机制改革解决省内外核心费用投放问题，推动企业长期成长。洋河作为一个整体规模 200 亿元以上销售规模的白酒企业，省内销售规模破百亿元的白酒企业，其价格体系压力之大，远超行业内可比白酒企业。企业始终要在费用投入的灵活性和价格体系的稳定性做平衡和妥协，制约了公司过去几年在省外市场的积极拓展。内部权力下放和人员机制改革使得省外市场灵活度大幅提升，使得省外市场获得了充分的授权费用用于开拓市场。而数字化营销，使得公司费用投入落地率，在时间、空间维度上的精准性大幅提升。使得公司可以在省外实现灵活积极投入，省内实现重点节日有效拉动。在这样的背景下，公司省外市场开拓能力和省内动销拉动能力大幅提升，促使公司成为本轮复苏的领导品牌。

## 4、展望未来梦系列驱动公司戴维斯双击

### 1) 展望 M6+全国化指日可待

M6+成长问题被理清，未来三年将成为全国型品牌。洋河作为区域次高端白酒中，全国化时间最早，省外规模最大的白酒企业，过去由于人员、费用机制上的问题，省外梦系列的发展一直不温不火。而经历了几年的调整 M6+在省内市场已经成长为了一个终端销售规模接近 50 亿元的大单品，具备很强的全国辐射力和影响力，足以支撑公司向着百亿级别迈进。按照行业普遍经验，我们认为公司 2022-2024 年的高投入，足够让 M6+在省外迈过 5 亿元的动销期，进入深化期成为真正的全国化品牌。具体而言，我们预测未来五年省外 M6+收入将从 2021 年的 13.2 亿元增长到 2025 年的 41 亿元，CAGR 为 33%。届时我们预计 M6+规模将达到 100 亿元以上，成为一个重量级全国化单品。

图 9: M6+省外收入预计变化(亿元)



资料来源: 渠道调研、招商证券

## 2) 预估股价二阶段

**第一阶段 (2022 年): 管理改革被市场认可, 企业竞争力提升持兑现。** 洋河此轮改革很好地解决了之前费用投入灵活度差、使用效率低, 和人员激励、积极性不够的问题。运用数字化营销灵活调整活动力度、周期等, 解决费价矛盾, 提高渠道利润。公司在价盘稳定的同时实现了用户拓展最大化。2021 年加快发展的基础上, 公司 2022 年疫情之下依然实现了加速成长。公司在省内抢占市场份额, 省外拓展用户圈层的能力被逐步验证。经历 2021-2022 年的加速发展, 我们认为洋河“二次创业”会获得越来越多的市场认可, 尤其是洋河的稳定增长能力, 进而推动公司估值向第一阶段目标价靠近, 即 198 元。对应公司 2023 年 25.1x, 较当前股价仍有 18% 上行空间。

**第二阶段 (2023-2025 年): 梦系列发展推动公司二次全国化, 推动估值抬升。** 我们认为经历了本轮改革, 公司在省内市场可以充分享受 600+ 扩容红利, 同时在 400 元价格带与今世缘平分秋色。而省外则受益于费用改革的推动, 进入三年的快速扩张期。伴随着公司梦系列省外高成长的兑现, 公司省外产品结构将持续优化, 进而推动省外增长中枢的不断提升。伴随着公司 M6+ 整体销售额破百亿元以及省外突破 50 亿元, 公司 M3 水晶版以及 M6+200 亿元目标也将更加清晰, 公司二次全国化将推动公司估值的进一步抬升。我们预计 2023-2025 年公司净利润端增速将维持在 23% 左右, 预计 25 年公司 EPS 将达到 11.87, 届时我们预计伴随着公司全国化能力被逐步验证, 公司届时 PE 将有望达到 27x, 对应估值 320 元。

图 10: 洋河产品预计收入结构变化

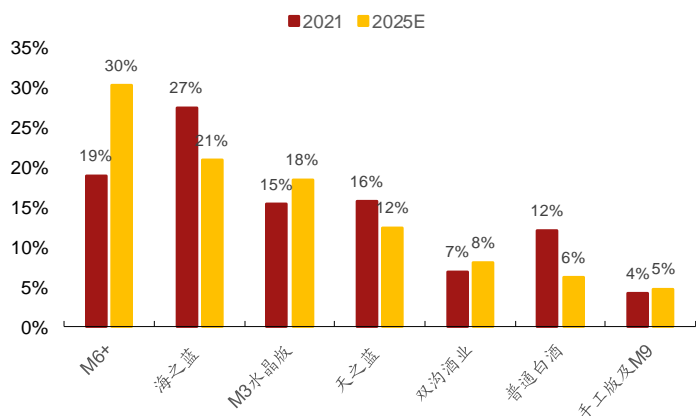
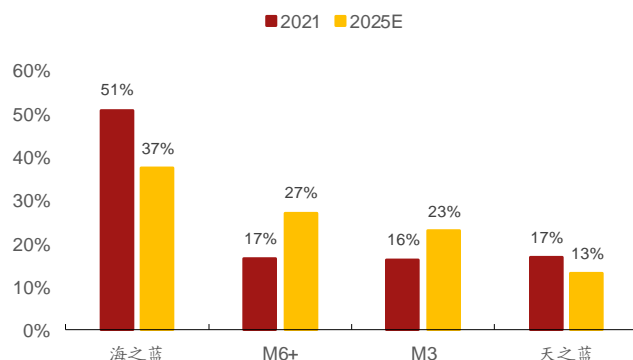


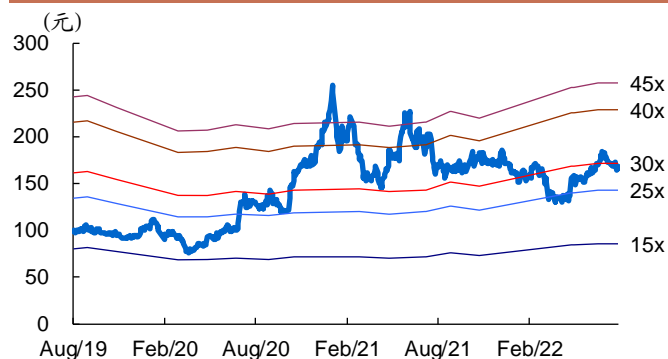
图 11: 蓝色经典省外预计收入结构变化



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 12: 洋河股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 13: 洋河股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《洋河股份（002304）—组织改革稳步推进，产品渠道持续优化》2022-06-07
- 2、《白酒深度之苏酒系列——省内升级铸盾，全国扩张造矛》2022-05-22
- 3、《洋河股份（002304）—三季度回款加速，产品改善助推来年提速》2021-10-27
- 4、《洋河股份（002304）—回款加速支撑全年增长，省外维持布局未来发展》2021-08-31
- 5、《洋河股份（002304）—激励绑定骨干，发展势能增强》2021-07-16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	37238	49765	58259	73379	91043
现金	7243	20956	26949	39707	55003
交易性投资	14302	10954	10954	10954	10954
应收票据	613	664	795	947	1117
应收款项	4	1	0	0	0
其它应收款	30	12	14	16	19
存货	14853	16803	19098	21221	23322
其他	192	375	449	534	628
<b>非流动资产</b>	16628	18034	17262	16571	15951
长期股权投资	30	33	33	33	33
固定资产	6883	6276	5703	5190	4731
无形资产商誉	1990	1956	1760	1584	1426
其他	7726	9769	9766	9763	9761
<b>资产总计</b>	<b>53866</b>	<b>67799</b>	<b>75521</b>	<b>89950</b>	<b>106994</b>
<b>流动负债</b>	14657	24733	27374	29816	32232
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1152	1474	1676	1863	2047
预收账款	8801	15805	17972	19969	21946
其他	4704	7455	7726	7984	8239
<b>长期负债</b>	739	584	584	584	584
长期借款	0	0	0	0	0
其他	739	584	584	584	584
<b>负债合计</b>	<b>15397</b>	<b>25317</b>	<b>27958</b>	<b>30400</b>	<b>32816</b>
股本	1507	1507	1507	1507	1507
资本公积金	(261)	726	726	726	726
留存收益	37238	40253	45328	57307	71925
少数股东权益	(15)	(5)	2	10	20
归属于母公司所有者权益	38485	42486	47561	59540	74158
<b>负债及权益合计</b>	<b>53866</b>	<b>67799</b>	<b>75521</b>	<b>89950</b>	<b>106994</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3979	15318	9364	11431	13785
净利润	7485	7513	9603	11987	14628
折旧摊销	783	754	860	779	707
财务费用	4	4	(155)	(214)	(277)
投资收益	(1207)	(901)	(1091)	(1200)	(1320)
营运资金变动	(3302)	8565	165	79	47
其它	216	(617)	(19)	(0)	0
<b>投资活动现金流</b>	4473	1837	1004	1113	1233
资本支出	(353)	(424)	(87)	(87)	(87)
其他投资	4826	2260	1091	1200	1320
<b>筹资活动现金流</b>	(5505)	(3548)	(4375)	214	277
借款变动	(2698)	(3060)	(8)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(1002)	987	0	0	0
股利分配	(1887)	(1875)	(4521)	0	0
其他	83	401	155	214	277
<b>现金净增加额</b>	<b>2947</b>	<b>13607</b>	<b>5993</b>	<b>12759</b>	<b>15296</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	21101	25350	30374	36159	42650
营业成本	5852	6255	7113	7904	8686
营业税金及附加	3416	4148	4970	5736	6765
营业费用	2604	3544	4309	5094	5965
管理费用	1729	1830	2102	2431	2782
研发费用	260	258	310	369	435
财务费用	(87)	(399)	(155)	(214)	(277)
资产减值损失	(6)	6	0	0	0
公允价值变动收益	1268	(721)	0	0	0
其他收益	99	91	100	110	121
投资收益	1207	901	991	1090	1199
<b>营业利润</b>	9895	9989	12815	16040	19613
营业外收入	25	21	21	21	21
营业外支出	41	63	63	63	63
<b>利润总额</b>	9879	9946	12772	15998	19571
所得税	2394	2434	3170	4011	4943
少数股东损益	2	5	7	8	10
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7482</b>	<b>7508</b>	<b>9596</b>	<b>11979</b>	<b>14618</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-9%	20%	20%	19%	18%
营业利润	1%	1%	28%	25%	22%
归母净利润	1%	0%	28%	25%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	72.3%	75.3%	76.6%	78.1%	79.6%
净利率	35.5%	29.6%	31.6%	33.1%	34.3%
ROE	20.0%	18.5%	21.3%	22.4%	21.9%
ROIC	18.9%	17.3%	20.6%	21.6%	21.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.6%	37.3%	37.0%	33.8%	30.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.0	2.1	2.5	2.8
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.7	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	32.6	39.5	41.6	41.5	41.3
应付账款周转率	4.7	4.8	4.5	4.5	4.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	4.97	4.98	6.37	7.95	9.70
每股经营净现金	2.64	10.16	6.21	7.59	9.15
每股净资产	25.54	28.19	31.56	39.51	49.21
每股股利	3.00	3.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	34.7	34.6	27.1	21.7	17.8
PB	6.7	6.1	5.5	4.4	3.5
EV/EBITDA	24.7	25.3	19.3	15.7	13.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**于佳琦：**食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

**田地：**复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

**欧阳廷昊：**中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

**陈书慧：**美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

**任龙：**美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

**刘成：**上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。