

食品饮料

2021年07月19日

洋河股份 (002304)

——凤凰磐涅，走向新生

报告原因：有新的信息需要补充

买入 (维持)

市场数据：2021年07月19日

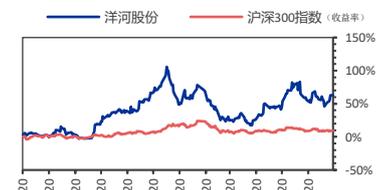
收盘价(元)	206.54
一年内最高/最低(元)	268.6/124.22
市净率	7.4
息率(分红/股价)	1.45
流通A股市值(百万元)	257662
上证指数/深证成指	3539.12/14992.90

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2021年03月31日

每股净资产(元)	28.1
资产负债率%	24.09
总股本/流通A股(百万)	1507/1248
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《洋河股份(002304)点评：基本面向上趋势明确，员工持股计划落地，维持买入》2021/07/15

《洋河股份(002304)点评：调整基本到位，向上趋势明确，维持买入》2021/05/28

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

田荣振 A0230120070003
tianrz@swsresearch.com

联系人

田荣振
(8621)23297818x转
tianrz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预测2021-2023年归母净利润分别为78.22亿、92.09亿、104.57亿，分别同比增长4.5%、17.7%、13.6%（其中预计21年扣非归母净利润同比增长20%以上），当前股价对应的PE分别为40x、34x、30x，维持买入评级。
- **栉风沐雨，铸就成功。**2004-2020年，洋河先后经历了蓝色经典的成功（2004-2012）、跟随行业进行调整（2013-2015）、率先企稳恢复增长（2016-2018）、主动调整走向新生（2019-2020）四个发展阶段，17年栉风沐雨，收入规模从4亿增长到211亿。洋河的成功是内因外因共同作用的结果，核心在于管理层的智慧和机制与创新的力量。
- **新董事长上任，开启二次创业新征程。**2019年公司主动进行调整，苏酒集团贸易董事长刘化霜上任，从顶层设计层面推动了洋河产品与渠道体系的重建。2021年新董事长张联东上任，重视团队建设与人员激励，销售人员整体薪酬水平提升，核心骨干持股计划落地，充分激发内生增长动力。
- **员工持股计划落地，激励改善增强内生动力。**21年7月公司发布第一期核心骨干持股计划草案，本次激励方案覆盖面广泛，核心高管激励到位，且设定20年与21年销售收入均同比增长15%的考核目标，彰显发展信心。未来洋河或将核心骨干持股计划持续推进，作为员工薪酬和激励的重要补充，解决洋河近年来员工激励不到位、积极性不强的关键问题，实现公司管理层、员工、股东三方利益的充分绑定，有利于激发公司中长期发展动力。
- **拥有名酒基因，产能储备扎实。**品牌上，洋河拥有名酒基因，连续三届蝉联全国名酒评选，品牌底蕴深厚；品质上，公司当前原酒产能16万吨，储能100万吨，十四五期间拟新建10万吨陶坛库，进一步提升储酒能力，为提升品质奠定基础。
- **蓝色经典裂变迭代，梦6+再获成功。**产品上，蓝色经典不断裂变迭代，产品品牌化、品牌系列化，使洋河在不同价格带都具备形成大单品的条件，2019年推出的梦6+成功占位600-800元次高端价格带，同时理顺了渠道价值链分配体系，梦6+市场反馈积极，预计22-23年突破百亿规模。
- **营销队伍强大，加快渠道组织变革。**19年公司对渠道组织架构进行全方位调整，梦之蓝形成一商为主、多商配称的渠道架构，海天仍以深度分销模式为主，理顺了渠道利益分配和厂商关系。洋河拥有一支“营销铁军”，未来随着激励的强化，积极性将得到充分释放。
- **股价表现的催化剂：**梦之蓝全国化进展超预期；海天动销超预期
- **核心假设风险：**经济下行影响中高端白酒需求；新冠疫情反复可能导致中高端白酒消费场景缺失；食品安全事件。

财务数据及盈利预测

	2020	2021Q1	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	21,101	10,520	24,356	28,026	31,633
同比增长率(%)	-8.8	13.5	15.4	15.1	12.9
归母净利润(百万元)	7,482	3,863	7,822	9,209	10,457
同比增长率(%)	1.4	-3.5	4.5	17.7	13.6
每股收益(元/股)	4.97	2.56	5.19	6.11	6.94
毛利率(%)	72.3	76.2	74.2	75.9	76.5
ROE(%)	19.4	9.1	18.7	19.9	20.5
市盈率	42		40	34	30

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

预计 2025 年洋河收入约 374 亿，净利率 35%以上，归母净利润约 132 亿。考虑到洋河未来 5 年收入与净利润年复合增速在 10%-15%，且扣非净利润年复合增速有望超过 15%，我们认为随着公司基本面的逐步改善，估值将逐步上修，未来与一线白酒估值水平接近。我们预测洋河 2021-2023 年归母净利润分别为 78.22 亿、92.09 亿、104.57 亿，分别同比增长 4.5%、17.7%、13.6%（其中预计 21 年扣非归母净利润同比增长 20%以上），当前股价对应的 PE 分别为 40x、34x、30x，当前可比公司 21-23 年平均 PE 分别为 56x、45x、38x，维持买入评级。

关键假设点

预测 2021-2023 年梦之蓝收入分别同比增长 25%、25%、20%，天之蓝收入分别同比增长 10%、10%、8%，海之蓝收入分别同比增长 15%、10%、8%。

有别于大众的认识

市场对洋河未来 5 年收入空间未有清晰测算。我们分产品对洋河未来 5 年收入空间进行了详细测算。中性假设下，500-800 元价格带以 25%的年复合增速扩容，梦 6+省外市场拓展和省内消费升级速度符合预期，在对应价格带市占率 27.5%左右（水晶剑为 35%），未来 5 年收入 CAGR 为 30%；水晶梦跟随梦 6+进行全国化布局，能够跑赢对应价格带增速（10%），预计未来 5 年收入 CAGR 为 15%（水晶剑全国化扩张期间收入年复合增速为 23%）；梦 9 及手工班升级后在高端价格带占据一定市场份额，5 年后收入体量 30 亿；海天升级后能够维持年复合 5%的稳定增长。**中性假设下 2025 年洋河收入 374 亿，对应 CAGR 为 12%。**

市场对洋河净利率提升空间未有清晰测算。我们从四个维度探讨 2025 年洋河净利率提升空间。1、毛利率。综合考虑产品结构变化、直接提价和海天升级换代，我们测算 25 年洋河毛利率有望提升至近 80%，相比 20 年提升 5 个百分点。2、费用率。未来 5 年洋河收入 CAGR 约 12%，预计费用年复合增速小于收入年复合增速，但考虑到 21-22 年洋河将陆续对海天等产品进行升级，且梦之蓝全国化需要费用投放，我们保守估计 25 年销售费用率与 20 年持平，管理费用率优化 1-2 个百分点。3、税率。当前洋河消费税率和所得税率均稳定在正常水平，预计 2025 年税率与 20 年相仿。4、非经常性损益。过去 5 年洋河投资净收益占收入比较为稳定，公允价值变动净收益波动较大，考虑到洋河还有待上市的早期股权投资项目，谨慎假设 25 年该项目对净利率贡献在 1%-2%之间。**综上，25 年洋河扣非净利率有望达到 31%，较 20 年提升 5pct，净利率维持 35%以上，收入 CAGR 12%对应净利润 CAGR 12%，扣非净利润 CAGR 16%。**

股价表现的催化剂

梦之蓝全国化进展超预期；海天动销超预期。

核心假设风险

经济下行影响中高端白酒需求；新冠疫情反复可能导致中高端白酒消费场景缺失；食品安全事件。

目录

1. 复盘：栉风沐雨，铸就成功	6
1.1 历史沿革：02 与 06 年两次改制实现管理层持股	6
1.2 成长路径：17 年栉风沐雨，从 4 亿到 211 亿	7
1.3 成功之因：管理层的智慧与机制和创新的力量	9
2. 磐涅：主动调整，走向新生	9
2.1 新董事长上任，开启二次创业新征程.....	9
2.2 员工持股计划落地，激励改善增强内生动力	10
2.3 拥有名酒基因，产能储备扎实	11
2.4 蓝色经典裂变迭代，梦 6+再获成功.....	13
2.5 营销队伍强大，加快渠道组织变革	14
3. 空间：梦之蓝全国化，5 年收入 CAGR 为 10%-15%	15
3.1 次高端：500-800 元价格带是黄金成长赛道	15
3.1.1 价格带分层，500-800 元扩容速度明显更快	15
3.1.2 竞争加剧头部集中，孕育高成长性大单品	16
3.2 梦之蓝全国化放量增长，海天基本盘稳定增长	17
3.2.1 梦 6+：成功占位 600-800 元价格带，全国化空间巨大，5 年 CAGR 约 30%.....	18
3.2.2 水晶梦：预计 22Q1 调整到位，未来 5 年跑赢行业增速	20
3.2.3 梦 9+手工班：具备一定市场基础，未来有望贡献一定增量	21
3.2.4 海天：稳定基本盘，升级后有望维持个位数增长.....	22
3.2.5 中性假设下预计 2025 年洋河收入 374 亿，5 年 CAGR 为 12%. 22	
4. 盈利预测与估值：预计 5 年扣非净利润年复合增速 16%，净利润年复合增速 12%	23

图表目录

图 1: 洋河股份发展大事记	6
图 2: 洋河股份成长路径图	8
图 3: 2005 年起我国白酒产量连续 8 年两位数增长	9
图 4: 2008-2012 江苏白酒收入爆发式增长	9
图 5: 2020 年各酒企基酒产能情况 (万吨)	12
图 6: 2020 年各酒企原酒储能情况 (万吨)	12
图 7: 产品品牌化, 品牌系列化——蓝色经典的裂变过程	13
图 8: 2020 年各酒企销售人员数量 (人)	14
图 9: 2020 年各酒企销售人员人均薪酬	14
图 10: 2016-2020 年 300-500 元次高端市场规模及增速	15
图 11: 2016-2020 年 500-800 元次高端市场规模及增速	15
图 12: 2016-2020 年次高端整体市场规模及增速	16
图 13: 预计未来 5 年 500-800 元次高端扩容速度更快, 占比将接近 50%	16
图 14: 2016-2020 年 300-500 元次高端竞争格局	16
图 15: 2016-2020 年 500-800 元次高端竞争格局	16
图 16: 2012-2020 年洋河蓝色经典收入占比	17
图 17: 2012-2020 年海天梦收入占蓝色经典的比	17
图 18: 2012-2020 年海天销售规模及增速	18
图 19: 2012-2020 年梦之蓝销售规模及增速	18
图 20: 梦 6+ 产品升级的具体体现	18
图 21: 梦 6+ 主题营销活动	18
图 22: 高端酒过去十年量价齐升, 年复合增速近 20%	21
图 23: 2018-2025E 梦 9 及手工班销售规模及增速	21
图 24: 天之蓝为 300 元左右价格带第一大单品	22
图 25: 海之蓝为百元价格带第一大单品	22
图 26: 2009 年至今洋河真实消费税率	24
图 27: 2009 年以来年洋河所得税率变化不大	24
表 1: 2006 年洋河股份改制前后股权结构情况	6

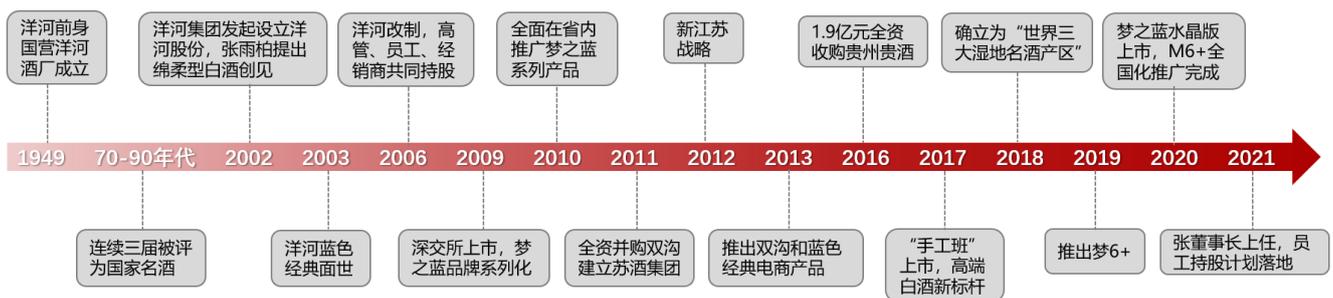
表 2: 蓝天贸易与蓝海贸易股权结构	7
表 3: 洋河股份各时期业绩与经营表现	8
表 4: 洋河股份现任核心高管简介	10
表 5: 洋河第一期核心骨干持股计划要点	10
表 6: 洋河第一期核心骨干持股计划名单	11
表 7: 历届名酒评选.....	11
表 8: 洋河股份产能布局情况.....	12
表 9: 21Q1 主要次高端品牌增速	17
表 10: 梦 6+ 价格体系与梦 6 的对比	18
表 11: 从区域角度测算梦 6+ 成长空间	20
表 12: 从市占率角度测算梦 6+ 成长空间.....	20
表 13: 400-500 元竞品众多且实力强劲	20
表 14: 水晶梦和梦 3 的价格体系对比.....	20
表 15: 洋河未来 5 年分产品收入空间测算	23
表 16: 两轮行业周期中洋河费用率随收入增长的变化	24
表 17: 2015-2020 年洋河投资净收益与公允价值变动净收益变动	24
表 18: 2025 年洋河净利率及扣非净利率测算	25
表 19: 可比公司平均 PE	25

1. 复盘：栉风沐雨，铸就成功

1.1 历史沿革：02 与 06 年两次改制实现管理层持股

公司控股股东洋河集团前身为江苏洋河酒厂，始建于 1949 年 7 月。1997 年 5 月，江苏洋河酒厂整体改制为洋河集团。2002 年 12 月 27 日，由洋河集团作为主要发起人，联合上海海烟、综艺投资、上海捷强、江苏高投、中食发酵、南通盛福等 6 家法人和杨廷栋、张雨柏等 14 位自然人，以发起设立方式设立了洋河股份有限公司。2006 年，公司进行改制，向管理层控制下的蓝天贸易和蓝海贸易定向增发，增资扩股后，管理层持股比例达到 30.8%，国资控股比例下降到 38.6%，管理层、员工、经销商成为紧密的利益共同体。**2009 年，公司实现 IPO。**2010-2011 年，公司先后以 5.36 亿、5.33 亿、6.43 亿分别买下双沟酒业 40.6%、27% 及剩余股份，共计花费 17.12 亿全资收购双沟酒业。2016 年，蓝色同盟吸收合并蓝海贸易、蓝天贸易，蓝海贸易与蓝天贸易所持有的洋河股份全部股权由蓝色同盟承继。

图 1：洋河股份发展大事记



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：2006 年洋河股份改制前后股权结构情况

股东	改制前持股比例	改制后持股比例
洋河集团	51.10%	38.61%
蓝天贸易	-	12.61%
蓝海贸易	-	11.83%
上海海烟	14.46%	10.93%
综艺投资	14.46%	10.93%
上海捷强	6.75%	5.10%
江苏高投	2.89%	2.19%
中食发酵	0.96%	0.73%
南通盛福	0.96%	0.73%
杨廷栋	1.59%	1.20%
张雨柏	1.07%	0.81%
陈宗敬	1.07%	0.81%
王述荣等 5 人	2.90%	2.15%
丛学年等 5 人	1.65%	1.15%
范文来	0.16%	0.12%

朱恩欣	-	0.10%
总计	100.00%	100.00%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究（注：自然人持股额不包括通过法人股东间接持股数）

表 2：蓝天贸易与蓝海贸易股权结构

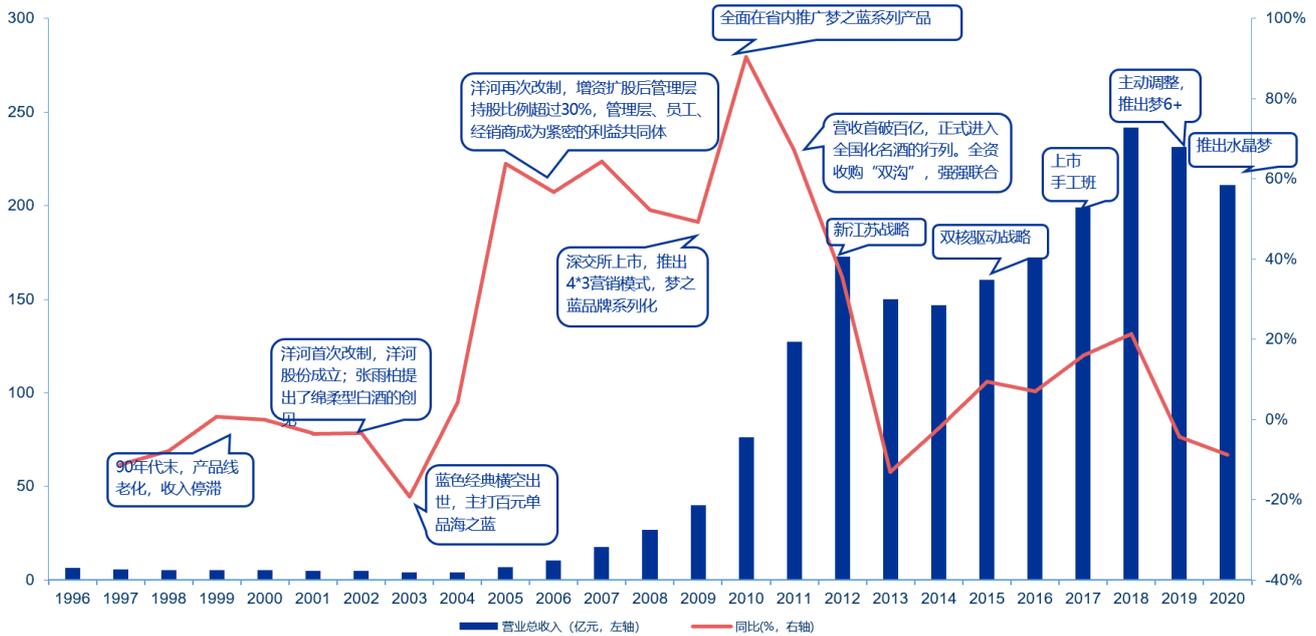
蓝天贸易股东	持股比例	蓝海贸易股东	持股比例
杨廷栋	32.69%	张雨柏	34.84%
丛学年	9.69%	冯攀台	8.45%
陈宗敬	7.93%	王述荣	8.45%
朱广生	7.93%	钟玉叶	8.45%
高学飞	7.93%	南京方正恒远企业管理有限公司	6.38%
南京东方港湾投资管理有限公司	5.99%	周新虎	3.00%
沈加东	2.82%	耿忠祥	3.00%
刘化霜等 3 人	5.28%	陈太清等 3 人	5.64%
朱伟等 19 人	13.30%	王耀等 21 人	15.75%
范玉花	0.58%	余家全等 16 人	6.08%
崔凤元等 16 人	5.60%		
苗苏萍	0.08%		
赵长芳	0.04%		

资料来源：企查查，申万宏源研究

1.2 成长路径：17 年栉风沐雨，从 4 亿到 211 亿

1995-2004 年，洋河的收入规模基本在 5 个亿左右徘徊，2002 年公司首次改制，2003 年业绩陷入低谷，2003 年“蓝色经典”系列产品推出，2004 年起洋河收入增速由负转正，2005 年开始步入迅猛发展的通道，**2005-2011 年是洋河发展史上的黄金七年**，公司连续 7 年收入增速均在 50% 以上（除 2009 年增速为 49%），营收年复合增速 63%，归母净利润年复合增速 105%。“蓝色经典”系列产品的推出与 2006 年的再次改制，带来洋河收入连续 9 年的增长，2004 年到 2012 年，洋河的收入规模从 4 亿增长到 173 亿，年复合增速高达 59%。2012 年行业进入调整期，洋河“新江苏战略”正式出炉，洋河仍然实现了 36% 的收入高增长，2013-2014 年公司收入与业绩下滑，2015-2016 年率先企稳，2017 年加速增长。**2004 年-2018 年，公司收入从 4 亿增长到 242 亿，年复合增速 34%，归母净利润从 1462 万增长到 81 亿，年复合增速 57%**。2019 年以来公司主动调整，清理渠道库存、理顺价格体系、调整组织架构，19-20 年连续两年收入下滑。

图 2：洋河股份成长路径图



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：洋河股份各时期业绩与经营表现

时间	阶段	营收复合增速	利润复合增速	核心高管	经营策略
1996-2003	萌芽期	-7%	-4%	高学飞、朱广生	学习五粮液，产品线从 70 多个单品扩充到 360 个，主业不突出
2003-2008	发展期	46%	167%	杨廷栋、张雨柏	1.推出“蓝色经典”，提出绵柔型白酒的创见 2.产品组合多样化战略 3.销售市场的合理收缩，以江苏为根据地 4.率先推出“1+1”深度分销模式，引入快消品的渠道理念，逐渐实现渠道扁平化；学习口子窖，推出升级版“终端盘中盘”模式
2008-2012	快速爆发期	59%	70%	杨廷栋、张雨柏	1.收购双沟 2.重点打造“天之蓝” 3.根据快速改变的市场环境，推出“5382”策略和 4*3 营销模式
2012-2015	行业调整期	-2%	-4%	张雨柏	1.打造“海天梦”品牌体系 2.采用“1+1”模式，强化厂家主导地位 3.实施“双核驱动战略” 4.实现全国化，提出“新江苏”战略
2015-2018	恢复增长期	15%	15%	王耀、钟雨、朱伟	1.渠道升级，推出 522 极致化工程 2.配合“4X3”营销模式，进一步提升品牌力 3.推出梦之蓝“手工班”和微分子酒，在高端酒中占据一席之地
2018-2020	主动调整期	-7%	-4%	王耀、钟雨、刘化霜	1.放弃全年任务，主动进行调整，清理渠道库存，梳理价格体系 2.建立“一商为主、多商配称”的渠道架构，构建新型厂商关系 3.推出梦 6 升级版产品梦 6+，率先占领 600 元价格带，取得良好成效 4.推出梦 3 升级版产品水晶梦

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 成功之因：管理层的智慧与机制和创新的力量

洋河的成功是内因与外因共同作用的结果，核心在于管理层的智慧和机制与创新的力量。**天时**：2000年初期，多数名酒均处于起步阶段，市场竞争并不激烈。2005年开始，我国白酒行业进入高速发展阶段。**地利**：洋河的大本营在江苏，江苏省一直是我国经济最为发达的省份之一，经济活跃度高。**人杰**：优秀的管理层与高效的执行力是洋河成功最为根本的原因，管理层善于学习和创新，具有战略眼光。此外，管理层持股充分激发了内生动力，提升了企业经营的效率。

图 3：2005 年起我国白酒产量连续 8 年两位数增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 4：2008-2012 江苏白酒收入爆发式增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 磐涅：主动调整，走向新生

2.1 新董事长上任，开启二次创业新征程

优秀的管理层是企业成功的根本。2019 年苏酒集团贸易公司董事长刘化霜上任，开启洋河两年主动调整改革之路，在改革过程中，理顺了公司积累多年的库存高企、价格倒挂、费用冗杂、厂商矛盾激化等问题，且自上而下从顶层设计层面推动了洋河产品体系与渠道体系的重建，产品上战略上最大的成功在于推出梦 6+，占据 500-800 元高度景气赛道，水晶梦、天之蓝、海之蓝的升级迭代也在稳步推进中；渠道上重新理顺渠道体系，构建了“1+n”（一商为主，多商配称）的渠道架构，厂商关系也明显改善。刘董事长曾任公司市场部部长、副总经理兼洋河蓝色经典总经理，参与了“蓝色经典”系列产品的设计和市场运作，拥有丰富的一线销售经验，高瞻远瞩的战略眼光和极强的执行力，在刘董事长的领导下，公司经过两年调整，基本完成了战略层面的重构，主要矛盾基本解决，向上趋势确立。

2021 年新董事长张联东上任，张董事长曾任宿迁市政府副秘书长(正处级)，宿迁市洋河新区党工委书记，洋河镇党委书记，在任期间推动制定了中国“美酒名镇”标准体系，推动了汉匠坊酒庄等重大项目建设。在其领导下，洋河新区成功获批全国绵柔型白酒知名品牌示范区，且十三五期间主要经济指标基本实现翻番目标。张董事长在过往的政府工作中体现出很强的组织领导能力和执行力。张董事长上任以来，首先解决的是团队建设与激励的问题，着重人才队伍建设与年轻干部培养，提升销售人员整体薪酬水平，将业务队伍

的销售考核与薪酬激励绑定，核心骨干持股计划落地，覆盖面广，公司员工整体积极性得到明显提升，充分激发内生增长动力。我们认为，洋河的核心竞争优势仍强，品牌基础扎实、产品体系基本理顺、渠道营销能力优秀，当前的主要矛盾是解决组织、团队、激励问题，激发企业活力和人的内生动力。新董事长上任，将带领公司二次创业，强化团队建设、培养年轻人才、加大激励力度，进而盘活组织与机制，才能让洋河的竞争优势充分发挥，实现中长期增长。

表 4：洋河股份现任核心高管简介

姓名	职务	任职时期	年龄	原持股比例	拟通过员工持股计划持有股权比例	个人特点	主要履历
张联东	董事长	2021/2/23	53	0%	0.0064%	组织领导能力强，执行力强	历任宿迁市支口乡党委组织干事，宿城区幸福街道党工委副书记，招商局局长，宿城区副区长，宿城经济开发区党工委书记，宿迁市政府副秘书长，宿迁市政府副秘书长(正处级)，宿迁市洋河新区党工委书记，洋河镇党委书记等。
钟雨	总裁，副董事长	2015/2/10	57	0%	0.0064%	注重品质，理性务实	历任江苏双沟酒厂技术处处长兼环保处处长，双沟酒业副总工程师，总经理助理，洋河分公司副总经理，公司酿造总监，总裁助理，副总裁，泗阳分公司总经理等。
刘化霜	执行总裁，董事	2019/7/15	51	0.18%	0.0064%	对营销见解独到，销售经验丰富，极具战略眼光	历任洋河酒业市场部部长、副总经理兼洋河蓝色经典总经理，洋河酒业总经理、战略研究总监，苏酒实业副总经理，苏酒集团贸易公司党委书记、副董事长等。

资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 员工持股计划落地，激励改善增强内生动力

机制与体制决定了管理层中长期动力，决定了企业运营的效率，只有充分绑定管理层与员工，才能实现企业长期稳健高质量的发展。7月16日公司发布《江苏洋河酒厂股份有限公司第一期核心骨干持股计划（草案）摘要》及《江苏洋河酒厂股份有限公司第一期核心骨干持股计划管理办法》，拟将此前回购的10亿元公司股票均用于5000多名高管及核心骨干员工的激励。本次激励方案覆盖面广泛，核心高管激励到位，且设定21年与22年销售收入均同比增长不低于15%的考核目标，相当于管理层自我加压，也彰显了管理层对公司未来发展的信心。我们认为未来洋河或将核心骨干持股计划持续推进，作为员工薪酬和激励的重要补充，解决洋河近年来员工激励不到位、积极性不强的关键问题，实现公司管理层、员工、股东三方利益的充分绑定，有利于激发公司中长期发展动力。

表 5：洋河第一期核心骨干持股计划要点

要点	具体内容
持股规模	总股数不超过966.13万股，拟筹集资金总额上限为10亿元，来源全部为此前回购，本次持股计划实施后回购股份将使用完毕。
考核指标	2021年营业收入较2020年增长不低于15%，且2022年营业收入较2021年增长不低于15%。
激励对象	总人数不超过5100人，包括董监高及其他核心骨干，具体人员名单及持有份额由公司遴选并根据实际缴款情况确定。

价格及锁定期

本次购买价格为回购股份均价，即 103.73 元/股，本持股计划存续期为 36 个月，锁定期为 24 个月。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：洋河第一期核心骨干持股计划名单

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	对应持股数量 (股)
张联东	董事长	10,000,000	1.00%	96,613
钟雨	副董事长、总裁	10,000,000	1.00%	96,613
刘化霜	董事、执行总裁	10,000,000	1.00%	96,613
周新虎	董事、副总裁、总工程师	5,000,000	0.50%	48,307
陈太清	监事会主席	5,000,000	0.50%	48,307
陈福亚	监事	5,000,000	0.50%	48,307
陈太松	监事	5,000,000	0.50%	48,307
林青	副总裁	5,000,000	0.50%	48,307
郑步军	副总裁	5,000,000	0.50%	48,307
傅宏兵	副总裁	5,000,000	0.50%	48,307
尹秋明	副总裁、财务负责人	5,000,000	0.50%	48,307
李玉领	副总裁	5,000,000	0.50%	48,307
张学谦	总裁助理	3,000,000	0.30%	28,984
宋志敏	总裁助理	3,000,000	0.30%	28,984
陆红珍	董事会秘书	2,000,000	0.20%	19,323
其他核心骨干 (不超过 5,085 人)		919,167,686.30	91.72%	8,861,354
合计		1,002,167,686.30	100.00%	9,661,310

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 拥有名酒基因，产能储备扎实

1979 年，洋河大曲一跃而跻身于全国八大名酒之列，此后洋河大曲获得了多项荣誉。2008 年，“蓝色经典”被认定为“中国驰名商标”，“蓝色经典”系列产品依靠母品牌资产“洋河”，差异化地塑造了品牌形象，成为洋河品牌升级的助推器，主副品牌相得益彰。2011 年，“梦之蓝”荣获“中国驰名商标”，洋河与双沟同时被认定为“中华老字号”企业，洋河成为为数不多的拥有两个中华老字号的企业之一。**品牌出身是白酒的天然壁垒，是被时代所选择的，历史积淀不可复制，因此，品牌是白酒公司的核心资产。历史上每一轮行业的洗牌，都是品牌掉队的过程。未来名酒品牌会越来越，品牌的稀缺性会越来越凸显。近年来，洋河越来越重视品牌力的打造与品质的提升。**在产能布局方面，公司当前原酒产能 16 万吨，位列白酒上市公司第一；原酒储能 100 万吨，目前原酒储量达到 70 万吨左右，同样位列白酒上市公司第一。十四五期间公司拟建 10 万吨陶坛库，进一步提升储酒能力，为提升产品品质奠定坚实基础。我们认为，公司在产能储备上奠定了扎实的基础，未来将有效提升产品品质。

表 7：历届名酒评选

评选时间	主办单位	评选结果
第一届	1952 中国专卖实业公司	茅台、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲

第二届	1963	轻工业部	茅台、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979	轻工业部	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984	中国食品协会	茅台、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、黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989	轻工业部	茅台、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、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒
新八大	2011	中国酒类流通协会和中华品牌战略研究院	茅台、五粮液、洋河、泸州老窖、郎酒、西凤酒、稻花香酒、古井贡酒

资料来源：中国食品工业协会，申万宏源研究

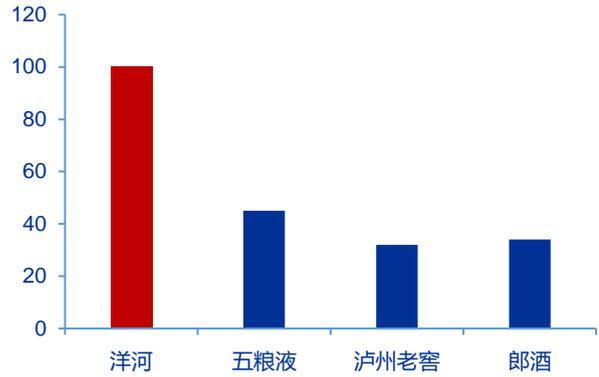
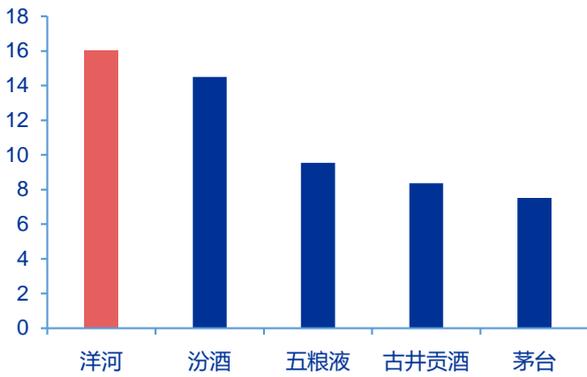
表 8：洋河股份产能布局情况

时间	项目	建设期	产能
2009	名优酒酿造技改	2 年	每年增加名优基酒 0.9 万吨
	名优酒陈化老熟和包装技改	2 年	调整成品酒结构，可供 0.9 万吨吨名优基酒陈化老熟，每年将 1.5 万吨普通白酒生产能力调整为中高档白酒
2010	名优酒酿造技改二期工程	2 年	年产名优基酒 2 万吨，其中优级基酒 1.2 万吨，普优级基酒 0.8 万吨
	10 万吨名优酒陈化老熟技术改造	2 年	建造 2400 吨、800 吨、400 吨酒罐及配套厂房和设备
2011	双沟酒业工业园（一期）4 万吨原酒工程	2 年	年产原酒 4 万吨，制曲 3 万吨，包装成品酒 15 万吨
	包装物流中心（二期）	6 个月	增加共计 10 万吨储酒灌区
	3 万吨名优酒酿造酿造技改工程	15 个月	每年增加名优酒产能 3 万吨
	名优酒酿造技术改造工程（三期）	15 个月	每年新增名优基酒产能 2.65 万吨
2012	双沟酒业园区包装物流项目	6 个月	形成 4.5 万吨的包装能力
	来安基地 25.4 万吨陈化老熟项目	24 个月	形成 25.4 万吨的储酒能力
	来安基地名优酒酿造技改及配套工程（三期）	30 个月	每年新增 3 万吨酿造能力及包装物流配套、存储能力
2013	湖北梨花村酒业灌装项目工程	24 个月	每年新增优质白酒产能 1 万吨
2019	4 万吨陶坛库建设工程	300 天	提高 4 万吨原酒储能
十四五	10 万吨陶坛库建设工程	-	提高 10 万吨原酒储能

资料来源：公司公告，招股说明书，好酒招商网，建设网，申万宏源研究

图 5：2020 年各酒企基酒产能情况（万吨）

图 6：2020 年各酒企原酒储能情况（万吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 蓝色经典裂变迭代，梦 6+再获成功

产品品牌化，品牌系列化，蓝色经典的裂变是洋河在产品上的重要创新。纵观我国白酒企业的产品体系，很少有白酒品牌像蓝色经典一样可以形成裂变。蓝色经典在打造之初，就是培育整个产品体系，在品牌力不是足够强大时，单品作战是困难的。2003 年蓝色经典推出的时候，只有海之蓝和天之蓝，海之蓝的定位高于当时南京市场的主流价格带水平，资源投放大部分聚焦海之蓝，天之蓝作为标杆产品拉升品牌形象。从海之蓝到天之蓝再到梦之蓝，从梦 3 到梦 6 到梦 9 再到梦之蓝手工班，“蓝色经典”产品的价格带从百元以下上延至千元以上，占据各个价格带，既形成了一定的抗风险能力，又能承接了各个价格带的消费升级。2019 年洋河再次进行了产品的创新，将梦 6 升级为梦 6+，梦 3 升级为水晶梦，增加 50ml 容量的基础上实现了价格提升，同时理顺了价值链的分配体系，当前梦 6+ 占位 600-800 元价格带，是未来 5 年次高端行业成长性最好的赛道，水晶梦占位 400-500 元价格带，进一步引领 300 元价格带向上升级。梦 6+ 规模快速扩张，再次获得成功。“蓝色经典”的产品裂变和迭代使得洋河在每个价格带都具备形成大单品的条件，在不同区域可以使用不同产品进行错位竞争，实现了品牌升级，最终实现规模的快速扩张。

图 7：产品品牌化，品牌系列化——蓝色经典的裂变过程



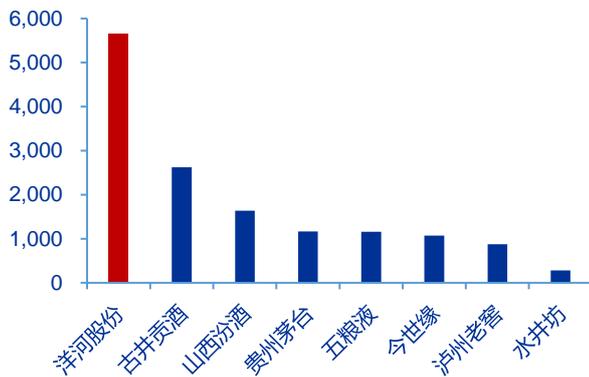
资料来源：公司公告，好酒网，糖酒头条，申万宏源研究

2.5 营销队伍强大，加快渠道组织变革

洋河是白酒行业的营销标杆，同时又善于学习和创新，历史上洋河就结合自身实际情况创新了多种营销模式。19 年公司渠道组织架构也进行了全方位调整，根据不同产品的销售特点匹配合适的销售模式，梦之蓝形成“1+n”的渠道架构，划分区域精选“1”个大商，主做流通渠道，匹配“n”个团购商，只做团购渠道，同时公司自己成立团购事业部，主攻团购渠道，理顺了渠道利益分配和厂商关系。海天由于体量较大，产品已经成熟，周转速度快，主要靠终端销售拉动，仍然是深度分销模式为主。在业务队伍与经销商层面，公司对海天梦分产品做了一定的独立，避免了渠道和价格体系的冲突，使得渠道更加良性健康，渠道推力更强。

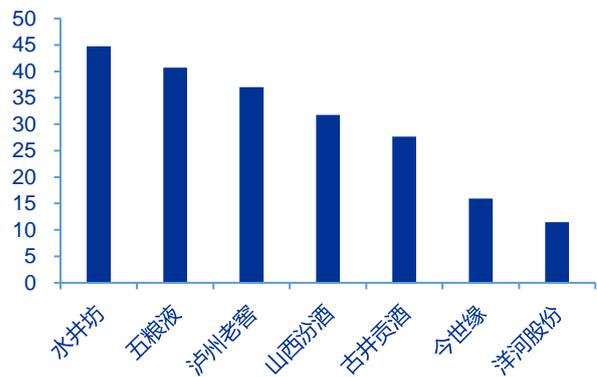
营销队伍方面，洋河拥有一支“营销铁军”，实现了上一个黄金十年洋河规模的快速扩张。洋河在营销队伍的培养和人才储备上走在行业前列，营销队伍的能力普遍较强。2020 年洋河销售人员数量为 5644 人，在各上市酒企中排名第一。但在过去几年行业和公司的调整中也出现了一些问题，核心在于业务队伍的年轻化程度和积极性不够，且存在一定的腐败问题，管理效率和销售效率仍有提升的空间。2020 年洋河销售人员人均薪酬为 11 万元，在各上市酒企中处于较低水平。2021 年新董事长上任后，营销团队的基本薪酬提升 10%-15%，且强化了以业绩为导向的绩效考核，叠加第一期核心骨干持股计划落地，薪酬激励更加充分，营销队伍积极性有望明显提升。

图 8：2020 年各酒企销售人员数量（人）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：2020 年各酒企销售人员人均薪酬



资料来源：公司公告，申万宏源研究（人均薪酬=销售费用中职工薪酬/销售人员数量，单位万元）

3. 空间：梦之蓝全国化，5 年收入 CAGR 为 10%-15%

3.1 次高端：500-800 元价格带是黄金成长赛道

3.1.1 价格带分层，500-800 元扩容速度明显更快

消费跃升推动次高端价格带分层。以 500 元为分界线，500-800 元次高端扩容速度明显快于 300-500 元价格带。16-20 年，我们估算 500-800 元次高端市场规模（含税销售额）从 38 亿增长到 175 亿，CAGR 高达 46%；而 300-500 元次高端市场规模从 135 亿增长到 374 亿，CAGR 为 29%。2020 年 500-800 元价格带规模占整体次高端的 32%左右，预计未来 5 年可提升至接近 50%。我们认为次高端价格带分层的特点显著且趋势明显，未来 5 年 500-800 元价格带的扩容速度和空间均会明显强于 300-500 元价格带，500-800 元价格带会诞生更多百亿大单品。

2016-2020 年，次高端整体市场规模从 174 亿扩张到 550 亿，CAGR 为 33%。由于次高端体量不断增加，同比增速呈现边际递减趋势，2020 年同比增速降至 18%。基于我国人均可支配收入的提升和消费跃升的行业趋势，我们认为未来 5 年次高端仍然是高成长性赛道，预计次高端整体规模扩容增速能达到 15%左右，但价格带的分层会不断深化，预计 500-800 元价格带市场规模年复合增速超过 20%，扩容的空间很大，且酱酒占绝对优势，预计 300-500 元价格带市场规模仍能维持 10%左右的年复合增速，5 年后 500-800 元价格带规模与 300-500 元规模接近。

图 10：2016-2020 年 300-500 元次高端市场规模及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：2016-2020 年 500-800 元次高端市场规模及增速



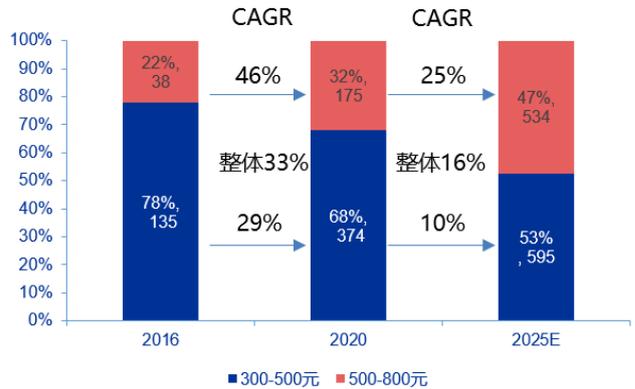
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12: 2016-2020 年次高端整体市场规模及增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 13: 预计未来 5 年 500-800 元次高端扩容速度更快, 占比将接近 50%



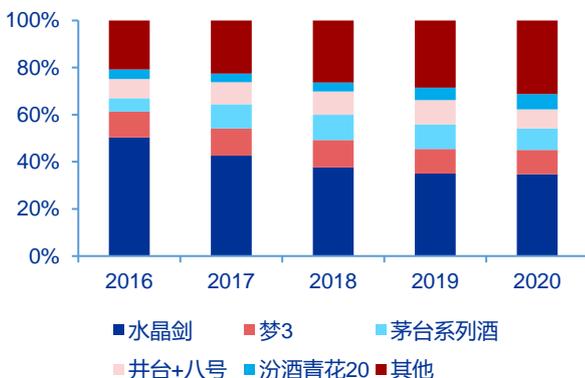
资料来源: Wind, 申万宏源研究 (图中数字为市场规模, 单位亿元)

3.1.2 竞争加剧头部集中, 孕育高成长性大单品

300-500 元为传统次高端价格带, 格局相对稳定。目前水晶剑市占率 35%左右, 处于绝对领先地位。酱香、清香对传统浓香次高端存在一定影响, 2020 年酱酒次高端规模占比 27%, 汾酒青花 20 占比约 7%, 传统浓香次高端仍占据主导地位。未来随着酱香次高端价格带的向下渗透以及汾酒青花 20 全国化, 预计浓香次高端占比仍会下降, 但浓香品牌的内部座次不会发生太大变化, 预计青花 20 和国台会成为潜力最大的单品。

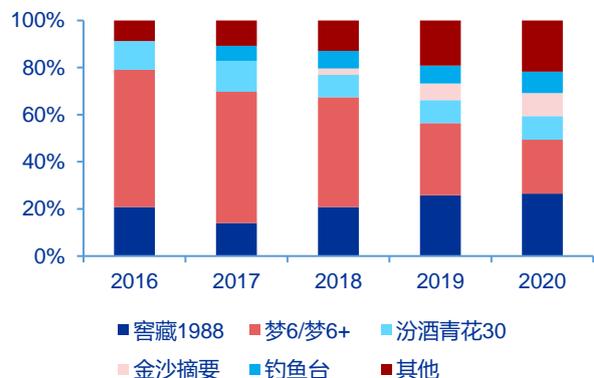
500-800 元为新次高端价格带, 酱酒引导价格带扩容。目前窖藏 1988 和梦 6+ 市占率均在 20%以上, 在 500-800 元次高端价格带处于绝对领先地位。500-800 元价格带多数是酱酒品牌, 2020 年酱酒销售规模占比超过一半。未来 500-800 元价格带将加速扩容, 酱酒引领, 成长空间巨大。浓香品牌中洋河梦 6+ 有望突破百亿, 梦 6+ 与习酒窖藏 1988 未来均有望实现全国化。

图 14: 2016-2020 年 300-500 元次高端竞争格局



资料来源: Wind, 申万宏源研究 (注: 以含税销售额为统计口径)

图 15: 2016-2020 年 500-800 元次高端竞争格局



资料来源: 酒业家, 申万宏源研究 (注: 以含税销售额为统计口径)

次高端品牌众多, 竞争激烈, 座次不定。在疫情冲击与酱酒热的双重影响下, 21 年次高端品牌分化进一步加剧。酱香与清香次高端明显大幅跑赢行业, 未来浓香次高端只有头部品牌能跑赢行业。当前次高端仅水晶剑为百亿大单品, 未来习酒窖藏 1988、洋河梦 6+、

汾酒青花 20 均有望成长为百亿大单品，品牌分化必然更加明显。由于次高端行业格局变化大，大单品的预判至关重要，浓清酱三种香型均会诞生高成长性的大单品。

表 9: 21Q1 主要次高端品牌增速

次高端品牌	价格带	香型	21Q1 同比 20Q1 增速	21Q1 同比 19Q1 增速	是否跑赢行业增速
汾酒青花	400-500 元	清香型	预计接近 200%	预计 200%以上	明显跑赢
洋河梦之蓝	400-700 元	浓香型	预计 20%以上	预计 20%-30%	跑输
今世缘特 A+	300-500 元	浓香型	57%	51%	跑赢
水井坊高档酒	300-500 元	浓香型	69%	34%	跑输
习酒窖藏	500-600 元	酱香型	预计 20%以上	预计 50%-60%	跑赢
金沙摘要	600-700 元	酱香型	118%	预计 100%-200%	明显跑赢
珍酒	400-500 元	酱香型	100%以上	接近 200%	明显跑赢
老窖窖龄特曲	300-500 元	浓香型	90%	40%-50%	跑平

资料来源：公司公告，渠道反馈，申万宏源研究

3.2 梦之蓝全国化放量增长，海天基本盘稳定增长

注：3.2 部分涉及到产品销售规模均为销售口径。

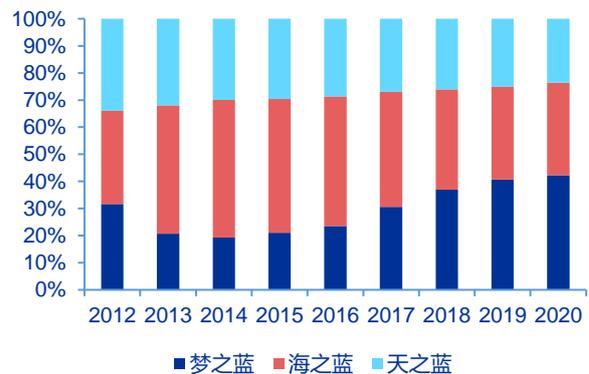
蓝色经典系列为洋河的核心产品线，预计 20 年收入占比 75%左右。分产品看，梦之蓝已经是蓝色经典中最核心的产品，收入占比从 12 年的 30%以上提升至 20 年的 40%以上，14-20 年销售规模增长至百亿左右，6 年 CAGR 达到 22%。海之蓝为洋河在上一轮行业周期的主力产品，2012-2020 年，海之蓝收入占比先从 35%左右提升到 50%左右，后又降至 35%左右。天之蓝推出时并未作为主力单品，09-12 年承接部分消费升级，因此增速较快，但 13、14 年因行业调整，销售规模大幅下降，15-18 年恢复增长，2012-2020 年，天之蓝收入占比一直在下降，从 12 年的 35%左右降至 20 年的 25%左右。（海天梦占比均为收入占蓝色经典系列的比）。

图 16: 2012-2020 年洋河蓝色经典收入占比

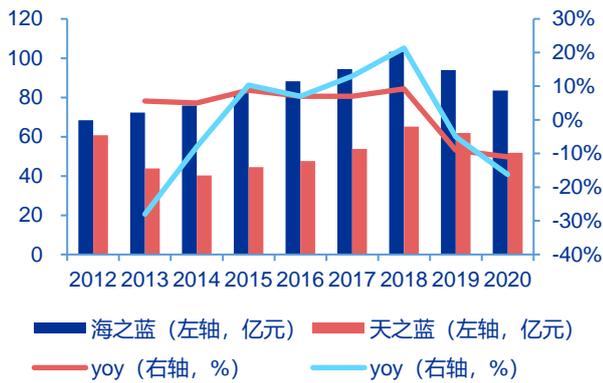


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17: 2012-2020 年海天梦收入占蓝色经典的比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18: 2012-2020 年海天销售规模及增速


资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 19: 2012-2020 年梦之蓝销售规模及增速


资料来源: Wind, 申万宏源研究

3.2.1 梦 6+：成功占位 600-800 元价格带，全国化空间巨大，5 年 CAGR 约 30%

梦 6+ 是洋河本轮调整中最成功的突破，也是洋河未来核心增长点。19 年底，洋河在渠道库存初步消化、费用体系简化、提倡新型厂商关系的基础上推出梦 6 的升级版产品梦 6+，并于 20 年春节正式投放市场，梦 6+ 在梦 6 的基础上进行了较大幅度提价，理顺了渠道利益链条，渠道推力强，同时又占位 600-800 元黄金价格带，先是在省内市场获得成功，再逐步向省外市场招商铺货。经过 20 年疫情的考验，梦 6+ 仍然实现了渠道库存良性以及价格稳定提升，预计 21 年梦 6+ 销售规模完全超越调整前梦 6 的规模，同比 20 年增长 60% 以上，未来 2-3 年有望突破百亿销售规模。

图 20: 梦 6+ 产品升级的具体体现


资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 21: 梦 6+ 主题营销活动

时间	宣传活动
2019 年	梦 6+ 主题广告“下一个十年，更好的时代，值得更好的你”进行全方位投放
2020 年	梦 6+ 冠名春晚，抢占零点报时黄金时段广告位
2020 年	梦 6+ 牵手中国航天基金会，发起“百万航天合伙人”行动。

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

表 10: 梦 6+ 价格体系与梦 6 的对比

产品	19Q4 梦 6	20Q1 梦 6+	20Q2 梦 6+	20Q3 梦 6+	20Q4 梦 6+	21Q1 梦 6+	21Q2 梦 6+
批价 (元)	460	545	550	560	570	585	600
成交价 (元)	500	580	580	610	620	630	650

考虑费用投放

后渠道利润 (元)	50	80-100	80-100	80-100	80-100	80-100	80-100
--------------	----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

当前梦 6+ 已经成功占位 600-800 元价格带，作为这一价格带的浓香龙头，先发优势明显，一方面享受行业扩容红利，另一方面享受全国化带来的渠道扩张红利。未来梦 6+ 的增长空间来源于两个方面，一是江苏省内进一步升级带来的需求扩容和价格提升，二是省外扩张带来的增长。长期看，我们从区域和市占率两个角度探讨梦 6+ 的成长空间。

区域角度，当前梦 6+ 销售仍以省内为主，预计 20 年梦 6+ 省内销售规模 30 亿左右，预计 21 年梦 6+ 能够完成省外主要区域的招商铺货，由于洋河有着良好的全国化基础和较强的营销能力，我们认为梦 6+ 有望到 25 年实现全国化。**我们以梦 6+ 省内销售规模及省内外占比为核心变量，分三种情况讨论 2025 年梦 6+ 整体销售规模空间。**当前梦 6+ 在省内 600 元价格带具备明显的先发优势，享受省内消费升级红利，我们认为未来 5 年梦 6+ 在省内的增长可以类比过去 5 年梦 3 在省内的增长（同样主要由省内消费升级带来）。2015-2020 年，梦 3 省内销售规模 CAGR 在 20%-25% 之间，出于谨慎考虑，我们以 20% 作为未来 5 年梦 6+ 省内增长中枢，乐观情形下可达 25%，悲观情形下约 15%。省内外收入占比上，2018 年梦之蓝省内外占比分别为 65% 和 35%，18 年以前梦之蓝全国化进程并不快，未来梦之蓝会加快全国化进程，我们采取 2025 年梦 6+ 省内外占比 6:4 作为中性假设，乐观情形下为 5:5，悲观情形下仅 7:3。**结合以上分析，乐观假设下**，预计 25 年梦 6+ 整体销售规模近 200 亿（CAGR 37%）；**中性假设下**，预计 25 年梦 6+ 整体销售规模 133 亿（CAGR 27%）；**悲观假设下**，预计 25 年梦 6+ 整体销售规模 92 亿（CAGR 18%）。

市占率角度，结合我们在 3.1 中的分析，500-800 元次高端价格带扩容速度更快，预计未来 5 年市场规模年复合增速中枢在 25% 左右，乐观情形下可达 30%，悲观情形下约 20%。目前 500-800 元价格带，窖藏 1988 和梦 6+ 市占率最高，分别达到 27% 和 23%。当前酱香次高端在这一价格带表现强势，多数品牌短期增速快，带动行业扩容，但若以 5 年维度看，酱酒难以持续高速增长，酱香次高端必将迎来洗牌。我们判断未来这一价格带将诞生不同香型的大单品。其中梦 6+ 作为这一价格带的浓香龙头，具备明显的先发优势，参考当前成熟大单品水晶剑在 300-500 元价格带的占有率（35%），我们认为梦 6+ 在实现全国化后在 500-800 元价格带市占率有望进一步提升至 25%-30%。**结合以上分析，乐观假设下**，未来 5 年 500-800 元价格带扩容速度达到 30%，梦 6+ 在这一价格带市占率为 30%，对应 25 年梦 6+ 销售规模近 200 亿（CAGR 37%）。**中性假设下**，未来 5 年 500-800 元价格带扩容速度为 25%，梦 6+ 在这一价格带市占率为 27.5%，对应 25 年梦 6+ 销售规模近 150 亿（CAGR 30%）。**悲观假设下**，未来 5 年 500-800 元价格带扩容速度约 20%，梦 6+ 在这一价格带市占率为 25%，对应 25 年梦 6+ 销售规模近 110 亿（CAGR 22%）。

表 11: 从区域角度测算梦 6+ 成长空间

项目	2020 年	2025 年 (乐观)	2025 年 (中性)	2025 年 (悲观)
梦 6+省内收入规模	30 亿左右	98	80	64
预计未来 5 年省内年复合增速	-	25%	20%	15%
预计梦 6+省内收入占比	-	50%	60%	70%
梦 6+整体收入规模	-	195	133	92
对应年复合增速	-	37%	27%	18%

资料来源: 申万宏源研究 (规模单位为亿元)

表 12: 从市占率角度测算梦 6+ 成长空间

项目	2020 年	2025 年 (乐观)	2025 年 (中性)	2025 年 (悲观)
500-800 元市场规模	175	650	534	435
预计未来 5 年 500-800 元价格带扩容速度	-	30%	25%	20%
预计梦 6+市占率	约 23%	30%	27.50%	25%
梦 6+规模	-	195	147	109
对应年复合增速	-	37%	30%	22%

资料来源: 申万宏源研究 (规模单位为亿元)

3.2.2 水晶梦: 预计 22Q1 调整到位, 未来 5 年跑赢行业增速

水晶梦处于 400-500 元价格带, 竞品众多且竞争激烈。水晶梦与梦 3 相比, 增加了 50ml 容量, 价格也明显提升, 批价提升 60 元以上, 终端成交价提升 70 元以上, 当前基本在 420-450 元, 渠道利润明显改善, 已经优于强势竞品。公司当前对水晶梦价格体系的管控和配额制的严格执行, 已经使得提价对销量的负面影响降至较低水平, 水晶梦的调整进程之所以慢于梦 6+, 主要由于 400-500 元价格带竞争激烈, 竞品过多, 消费者对品牌的忠诚度不够高, 渠道推力的作用仍然较大, 预计随着竞品提价, 水晶梦的渠道利润优于竞品, 动销恢复的速度将改善, 预计在 22Q1 水晶梦将恢复梦 3 的动销水平。

表 13: 400-500 元竞品众多且实力强劲

产品	香型	终端成交价	全国销售规模	江苏省销售规模
水晶剑	浓香型	450 元	130 亿	10 亿+
梦 3/水晶梦	浓香型	450 元	39 亿	30 亿+
汾酒青花 20	清香型	410 元	25 亿	约 1 亿
国缘四开	浓香型	460 元	17 亿	15 亿+
窖藏 1998	酱香型	430 元	12 亿	约 1 亿
井台	浓香型	440 元	11 亿	2-3 亿
红花郎 15	酱香型	480 元	8 亿	2-3 亿

资料来源: 渠道反馈, 申万宏源研究

表 14: 水晶梦和梦 3 的价格体系对比

产品	19Q4 梦 3	20Q1 梦 3	20Q2 梦 3	20Q3 梦 3	20Q4 梦 3	21Q1 水晶梦	21Q2 水晶梦
批价 (元)	360	355	355	360	365	420	420
成交价 (元)	380	385	385	390	395	450	450

考虑费用投放

后渠道利润 (元)	40	45	45	50	45	60-80	60-80
--------------	----	----	----	----	----	-------	-------

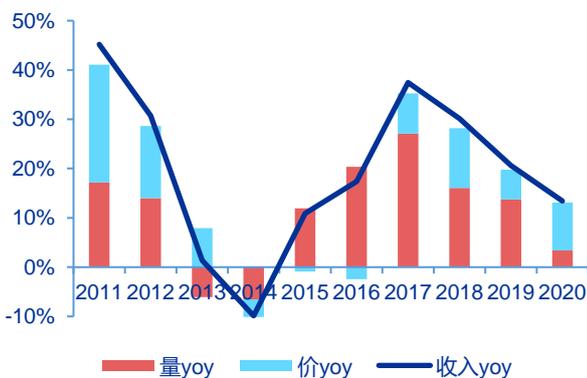
资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

从当前梦之蓝省内外占比来看，省外占比约 30%-40%，未来水晶梦的增长空间主要来源于全国化扩张。结合 3.1 中对行业的分析，预计未来 5 年 300-500 元次高端扩容速度慢于 500-800 元，行业增速在 10% 左右。考虑到水晶梦成交价更接近 500 元上限，且洋河具备全国化的渠道基础和营销能力，随着梦之蓝全国化推进，预计水晶梦增速能够跑赢行业。考虑到过去 5 年同价格带大单品水晶剑的增长同样主要来自于全国化扩张，我们认为水晶剑增速对预估水晶梦全国化扩张增速有一定参考意义。2015-2020 年，水晶剑销售规模从 45 亿增长到近 130 亿，5 年 CAGR 为 23%，近 3 年 CAGR 为 18%。综合考虑未来 5 年 300-500 元次高端行业扩容速度（10%）及水晶剑全国化期间增速（23%），我们预计水晶梦未来 5 年销售规模年复合增速约 15%。

3.2.3 梦 9+手工班：具备一定市场基础，未来有望贡献一定增量

梦 9 和手工班为洋河定位 800 元以上高端价格带的单品，旨在树立品牌形象，拔高品牌高度，短期内并不追求在这一价格带大规模放量。洋河 2010 年将梦之蓝细分为梦 3、梦 6、梦 9，2017 年推出手工班，2018 年起梦 9 和手工班销售规模迅速增长，预计 20 年销售规模 10 亿左右，在蓝色经典系列占比约 5%。当前公司成立了高端品牌事业部对梦 9 和手工班独立进行运作，公司对高端产品也充分重视，未来有望贡献增量。高端酒过去十年量价齐升，年复合增速接近 20%，是高景气度与高确定性兼具的白酒最佳赛道，梦 9 和手工班体量仍小，在江苏省内具备一定的市场基础和消费群体，若渠道运作得当，价格管控合理，未来有望享受千元价格带扩容的红利，中性假设预计 5 年空间 30 亿销售规模，对应年复合增速 20%。

图 22：高端酒过去十年量价齐升，年复合增速近 20%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：2018-2025E 梦 9 及手工班销售规模及增速



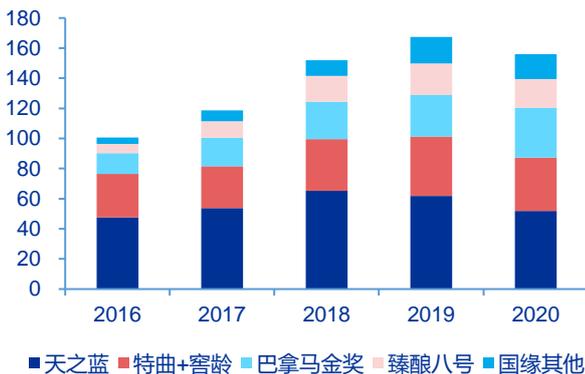
资料来源：Wind，申万宏源研究（2025E 增速为 2020-2025 年 CAGR）

3.2.4 海天：稳定基本盘，升级后有望维持个位数增长

经过接近两年的调整，当前海之蓝已经实现顺价销售，省内成交价 125-130 元，渠道利润恢复；且配额制下公司合理把控发货节奏，当前渠道库存处于历史低位水平。未来海之蓝增长空间主要来源于百元以下的产品升级，但由于海之蓝规模已经很大，且渠道渗透率较高，增长弹性不大。预计未来公司会海之蓝进行升级，进一步提升产品品质和性价比，同时继续深耕消费者、深耕渠道，以维持海之蓝的稳健增长。**考虑到百元价格带仍处于缓慢扩容增长期，且海之蓝为百元价格带第一大单品，先发优势明显，承接消费升级能力较强，我们预计未来 5 年销售规模复合增速在 5%左右。**

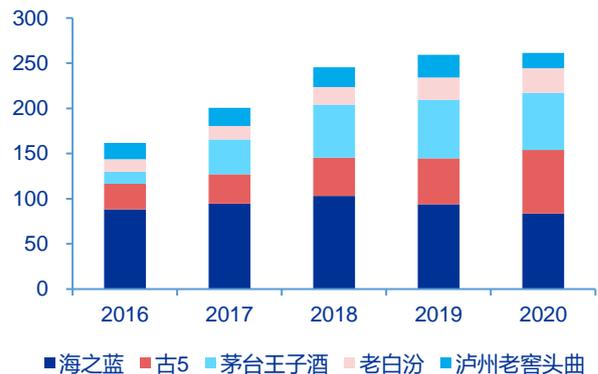
当前天之蓝成交价 290 元左右，实现顺价销售，渠道利润改善，库存处于历史低位水平。预计 21 年三季度将会对天之蓝进行升级，提升产品品质和性价比，预计升级后的天之蓝成交价将提升至 300 元以上，与成交价 430-450 元的水晶梦形成明显的价格区隔，以解决梦 3 对天之蓝的替代问题，同时升级后的天之蓝渠道利润将改善，渠道推力有望加强，从而打开天之蓝的成长空间。**我们认为未来 5 年 300 元价格带扩容速度能达到 6%-8%，但这一价格带竞争较为激烈，保守估计天之蓝未来 5 年销售规模复合增速同样在 5%左右。**

图 24：天之蓝为 300 元左右价格带第一大单品



资料来源：公司公告，申万宏源研究（销售规模，单位亿元，其中特曲剔除特曲 60，国缘剔除四开）

图 25：海之蓝为百元价格带第一大单品



资料来源：公司公告，申万宏源研究（销售规模，单位亿元）

3.2.5 中性假设下预计 2025 年洋河收入 374 亿，5 年 CAGR 为 12%

综合以上分析，我们从产品角度测算洋河未来 5 年收入空间。乐观假设下，500-800 元价格带迅速扩容，梦 6+作为这一价格带浓香龙头品种，尽享扩容红利，省内消费升级速度和省外市场扩展均超预期，未来 5 年收入 CAGR 为 35%；水晶梦全国化进展顺利，未来 5 年收入 CAGR 为 20%，明显跑赢价格带增速；梦 9 及手工班成功占位高端，规模扩张迅速，5 年后收入体量 40 亿；海天升级后产品力和性价比凸显，未来 5 年收入 CAGR 为 8%，均快于行业增速。**乐观假设下 2025 年洋河收入为 442 亿，对应 CAGR 为 16%；中性假设下，500-800 元价格带以 25%的年复合增速扩容，梦 6+省外市场拓展和省内消费升级速度符合预期，未来 5 年收入 CAGR 为 30%；水晶梦跟随梦 6+进行全国化布局，能够跑赢对应价格带增速，未来 5 年收入 CAGR 为 15%；梦 9 及手工班升级后在高端价格带占据一定市场份额，5 年后收入体量 30 亿；海天升级后能够维持年复合 5%的稳定增长。**中性假设下 2025 年洋河收入 374 亿，对应 CAGR 为 12%。悲观假设下，500-800 价格带扩****

容速度不达预期,梦6+遇到省内消费升级受阻或省外拓展不畅的问题,未来5年收入CAGR为25%;水晶梦所处价格带竞争格局恶化,未来5年只能跑平10%的行业增速;梦9及手工班升级后收入体量仍然有限,5年后收入体量不到20亿;海天升级后未得到消费者和渠道的充分认同,未来5年收入CAGR仅3%。**悲观假设下2025年洋河收入为321亿,对应CAGR为9%。综合考虑次高端消费分层的发展趋势、梦6+在省内600元价格带的先发优势和全国化潜力、海天当前渠道表现及升级潜力,我们认为中性假设较为合理,预计2025年洋河收入约374亿,对应5年CAGR为12%。**

表 15: 洋河未来 5 年分产品收入空间测算

产品	2020E	未来 5 年收入 CAGR			2025 年预计收入		
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
梦 6+/梦 6	25 亿+	35%	30%	25%	120 亿+	100 亿+	80 亿+
水晶梦/梦 3	30 亿+	20%	15%	10%	80-85 亿	65-70 亿	50-55 亿
梦系列其他	10 亿+	30%	20%	10%	40-45 亿	近 30 亿	近 20 亿
天之蓝	35-40 亿	8%	5%	3%	55 亿+	近 50 亿	40-45 亿
海之蓝	50-55 亿	8%	5%	3%	近 80 亿	近 70 亿	60-65 亿
双沟	10-15 亿	15%	15%	15%	25 亿+	25 亿+	25 亿+
其他白酒	25 亿+	0%	0%	0%	25 亿+	25 亿+	25 亿+
红酒及其他业务	9 亿	0%	0%	0%	9 亿	9 亿	9 亿
合计	211 亿	16%	12%	9%	442 亿	374 亿	321 亿

资料来源: 申万宏源研究

4. 盈利预测与估值: 预计 5 年扣非净利润年复合增速 16%, 净利润年复合增速 12%

结合 3.2 中对公司未来 5 年收入空间的分析,中性假设下 2025 年公司收入 374 亿,2020-2025 年复合增长率为 12%。利润端,我们从毛利率、费用率、税率、非经常性损益四个维度探讨 2025 年洋河净利率提升空间。

1、毛利率。结合 3.2.5 中对洋河 2025 年分产品收入空间的测算,中性假设下梦之蓝、海之蓝、天之蓝占白酒收入比分别为 54%、19%和 13%,其中梦 6+、水晶梦占梦之蓝收入比分别为 51%、34%。与 2020 年相比,预计梦之蓝占白酒收入比提升 18 个百分点,梦 6+占梦之蓝收入比提升 14 个百分点,产品结构明显提升。综合考虑产品结构变化、产品直接提价和海天升级换代对毛利率的贡献,我们测算 2025 年洋河白酒毛利率有望提升至近 80%,整体毛利率提升至 77%-80%之间,与 2020 年相比提升 5 个百分点。

2、费用率。上一轮行业周期(2004-2012年),随着洋河收入从不到 10 亿迅速增长到 173 亿,销售费用率从 13%优化至 10%,管理费用率从 11%优化至 6%,收入快速增长带来的规模效应十分明显。但本轮行业周期中(2015-2020年),洋河收入从 161 亿增长至 211 亿,销售费用率仍在 12%左右波动,管理费用率从 9%略优化至 8%。我们认为本轮周期中,洋河费用率未见明显优化主因:1)收入年复合增速不快(仅 5%-6%),2)洋河 19-20 年先后对梦 6 和梦 3 进行升级,加大了销售费用投放力度。根据前文的收入中性假设,未来 5 年洋河收入年复合增速约 12%,预计费用年复合增速将低于收入年复合增

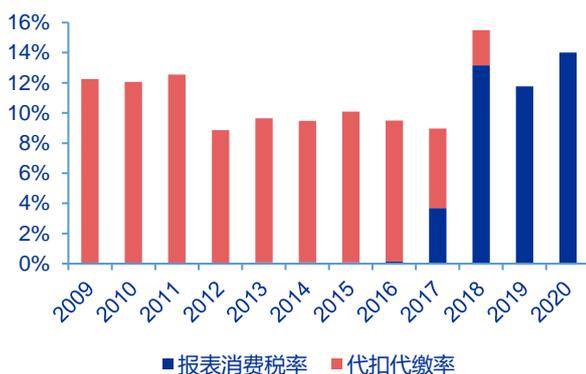
速，但考虑到 21-22 年洋河将陆续对梦 9 及手工班、天之蓝和海之蓝进行升级，且梦之蓝全国化也需要费用投放，我们保守估计 2025 年销售费用率与 2020 年持平，管理费用率优化 1-2 个百分点。

表 16：两轮行业周期中洋河费用率随收入增长的变化

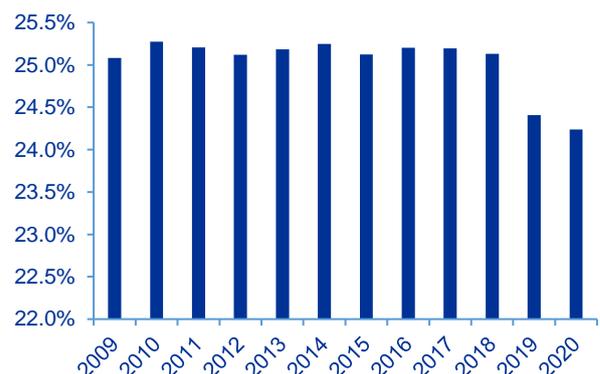
阶段	收入	销售费用	管理费用	收入 CAGR	销售费用 CAGR	管理费用 CAGR	销售费用率	管理费用率
2005-2012	7 亿→173 亿	0.9 亿→18 亿	0.7 亿→10 亿	59%	53%	45%	13%→10%	11%→6%
2015-2020	161 亿→211 亿	19 亿→26 亿	14 亿→17 亿	6%	7%	4%	12%→12%	9%→8%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3、税率。消费税方面，2018 年前洋河消费税为受委托方代扣代缴，体现在营业成本中，2018 年老产品库存消化后消费税率基本恢复正常。短期消费税率波动与发货节奏、货折力度相关，但长期看将稳定在一定水平，因此我们采用 2018-2020 年三年真实消费税率的平均值 13.75% 作为 2025 年消费税率。所得税方面，2009 年-2018 年洋河所得税率基本在 25% 左右小幅波动，2019、2020 年由于原酒生产基地研发投入增加，研发费用可在计算所得税时加计扣除，导致短期所得税率略低于 25%。因此我们预计 2025 年洋河所得税率仍在 24%-25% 区间内。

图 26：2009 年至今洋河真实消费税率


资料来源：公司公告，申万宏源研究（真实消费税率=报表消费税率+代扣代缴率）

图 27：2009 年以来年洋河所得税率变化不大


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4、非经常性损益。2015 年起洋河开始通过购买理财等方式提高资金使用效率。2015 年-2019 年，洋河投资净收益/营业总收入一直稳定在 3%-4% 之间，对利润的贡献较为稳定。2020 年 A 股涨幅较大，故投资净收益较高。我们剔除较为特殊的 2020 年，将 2015 年-2019 年的投资净收益率平均值 3.5% 作为 2025 年洋河投资净收益率的估计值。公允价值变动净收益方面，2020 年由于洋河投资的中银证券成功 IPO，贡献了大量公允价值变动收益，此前该项目利润贡献可忽略不计。考虑到洋河还有其他待上市的早期股权投资项目，同时出于谨慎考虑，我们假设 25 年公允价值变动损益对净利率的贡献在 1%-2% 之间。

表 17：2015-2020 年洋河投资净收益与公允价值变动净收益变动

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020
投资净收益 (亿元)	5.78	5.47	6.24	9.18	8.51	12.07
投资净收益/营业总收入	3.60%	3.18%	3.13%	3.80%	3.68%	5.72%
公允价值变动净收益 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	1.59	12.68
公允价值变动净收益/营业总收入	0%	0%	0%	0%	0.69%	6.01%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

结合以上分析，我们认为洋河 2025 年扣非净利率有望达到 31%，较 2020 年提升 5 个百分点，2025 年收入 374 亿，对应扣非归母净利润 117 亿，2020-2025 年复合增速为 16%；净利率有望维持 35% 以上，2025 年收入 374 亿对应归母净利润 132 亿，2020-2025 年复合增速为 12%。

表 18：2025 年洋河净利率及扣非净利率测算

项目	毛利率	销售费用率	管理费用率	消费税率	投资净收益率	公允价值变动 净收益率	所得税率	净利率	扣非净利率
2020 年	72.27%	12.34%	8.19%	14.00%	5.72%	6.01%	24.24%	35.46%	26.30%
2025 年	77.41%	12.00%	7.00%	13.75%	3.48%	1.50%	25.00%	35.23%	31.23%
yoy	5.14%	-0.34%	-1.19%	-0.25%	-2.24%	-4.51%	0.76%	-0.23%	4.93%

资料来源：Wind，申万宏源研究（此处扣非净利率为扣除投资净收益、公允价值变动净收益、其他收益、资产减值损失、信用减值损失、资产处置损益税后净额的值，2020 年与 2025 年为可比口径，与报表披露值有细微差异）

我们预计未来五年主流一线白酒公司茅五泸净利润年复合增速在 15% 左右，考虑到洋河未来 5 年收入与净利润年复合增速在 10%-15%，且扣非净利润年复合增速有望超过 15%，当前洋河的估值水平明显低于一线白酒，我们认为随着公司基本面的逐步改善，估值将逐步上修，未来洋河与一线白酒估值水平接近。我们预测洋河 2021-2023 年归母净利润分别为 78.22 亿、92.09 亿、104.57 亿，分别同比增长 4.5%、17.7%、13.6%（其中预计 21 年扣非归母净利润同比增长 20% 以上），当前股价对应的 PE 分别为 40x、34x、30x，当前可比公司 21-23 年平均 PE 分别为 56x、45x、38x，维持买入评级。

表 19：可比公司平均 PE

可比公司	股价 (元) (0719)	归母净利润增速			PE			总市值 (亿)
		21E	22E	23E	21PE	22PE	23PE	
贵州茅台	1,975.00	15%	16%	11%	46	40	36	24810
五粮液	280.89	20%	20%	17%	45	38	32	10903
泸州老窖	228.48	25%	23%	20%	45	36	30	3347
古井贡酒	227.5	20%	16%	14%	51	44	39	1146
山西汾酒	373.80	59%	40%	32%	93	66	50	4561
可比公司平均 PE	-	-	-	-	56	45	38	-

资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示

1、经济下行影响中高端白酒需求。当前白酒消费以商务和大众消费为主，消费能力和意愿受居民收入水平和经济周期影响，若经济下行明显，整体中高端白酒的需求会受到一定影响；

2、新冠疫情反复可能导致中高端白酒消费场景缺失。2020 年上半年在新冠疫情影响下，各地对婚礼宴席、商务宴请等聚集性活动进行管控，中高端白酒消费场景严重缺失，对白酒企业业绩造成了阶段性影响，若新冠疫情后续发生规模较大的区域性或阶段性反复，各地实施相应防控措施，可能导致中高端白酒消费场景缺失，白酒企业短期业绩受到冲击；

3、食品安全事件。历史上曾有白酒公司受到周边企业食品安全问题影响，收入业绩明显下滑。虽然公司一贯注重产品品质与质量，但若邻近地区发生影响较为恶劣的食品安全

事件，可能导致公司业绩受到影响。

财务摘要

合并损益表

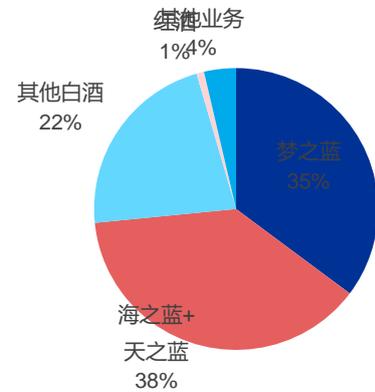
百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	23,126	21,101	24,356	28,026	31,633
营业收入	23,126	21,101	24,356	28,026	31,633
梦之蓝	8,168	7,433	9,291	11,614	13,937
海之蓝+天之蓝	9,166	8,061	9,110	10,021	10,823
其他白酒	4,633	4,658	5,006	5,442	5,925
红酒	194	182	182	182	182
其他业务	965	767	767	767	767
营业总成本	14,458	13,773	14,740	16,335	18,150
营业成本	6,626	5,852	6,277	6,758	7,439
梦之蓝	1,062	743	836	929	1,115
海之蓝+天之蓝	1,375	1,209	1,275	1,303	1,407
其他白酒	3,207	3,192	3,361	3,722	4,113
红酒	129	99	91	91	91
其他业务	854	608	713	713	713
税金及附加	3,201	3,416	3,410	3,924	4,429
销售费用	2,692	2,604	3,045	3,503	3,954
管理费用	1,856	1,729	1,948	2,214	2,467
研发费用	160	260	195	224	221
财务费用	-78	-87	-135	-288	-360
资产减值损失	-2	-6	0	0	0
信用减值损失	-19	0	0	0	0
其他收益	85	99	0	0	0
投资收益	851	1,207	752	619	553
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	159	1,268	0	0	0
资产处置收益	20	0	0	0	0
营业利润	9,762	9,895	10,368	12,310	14,036
营业外收支	9	-16	6	0	-4
利润总额	9,771	9,879	10,374	12,310	14,032
所得税	2,385	2,394	2,550	3,098	3,572
净利润	7,386	7,485	7,824	9,212	10,460
少数股东损益	3	2	2	3	3
归母净利润	7,383	7,482	7,822	9,209	10,457

资料来源：wind，申万宏源研究

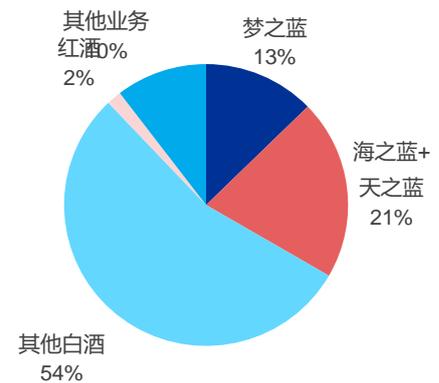
合并现金流量表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,386	7,485	7,824	9,212	10,460
加：折旧摊销减值	797	789	459	459	459
财务费用	-3	4	-135	-288	-360
非经营损失	-1,118	-2,258	-752	-619	-553
营运资本变动	-271	-2,045	460	-167	-43
其它	6	5	0	0	0
经营活动现金流	6,798	3,979	7,857	8,596	9,963
资本开支	293	353	0	0	0
其它投资现金流	-1,000	4,826	4,427	4,294	4,228
投资活动现金流	-1,293	4,473	4,427	4,294	4,228
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	4,822	4,503	4,311	4,483	5,442
其它融资现金流	-1	-1,002	0	0	0
融资活动现金流	-4,823	-5,505	-4,311	-4,483	-5,442

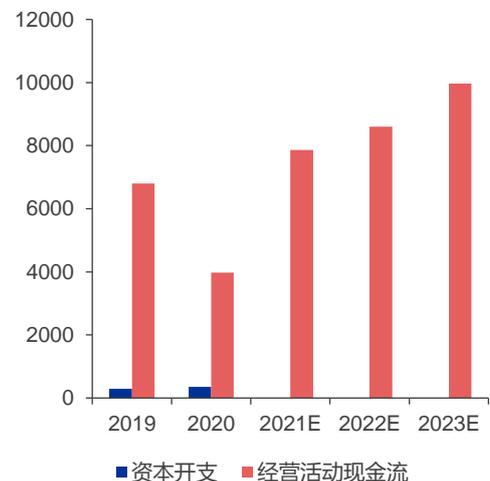
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



净现金流	685	2,943	7,972	8,407	8,749
------	-----	-------	-------	-------	-------

资料来源: wind, 申万宏源研究

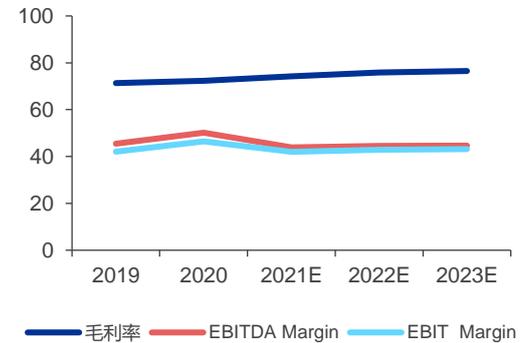
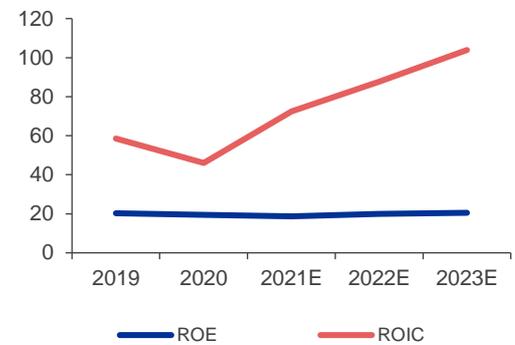
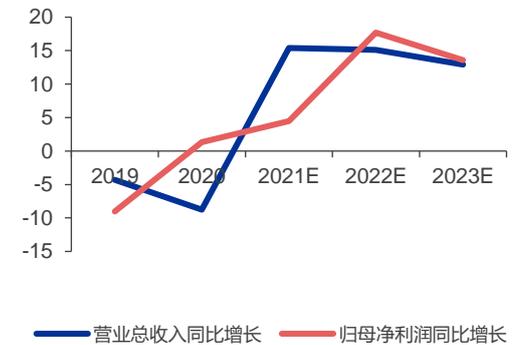
合并资产负债表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	37,806	37,238	41,075	45,975	51,092
现金及等价物	22,277	21,545	25,843	30,575	35,649
应收款项	913	657	660	662	661
存货净额	14,433	14,853	14,390	14,555	14,599
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	183	183	183	183	183
长期投资	5,076	6,396	6,396	6,396	6,396
固定资产	7,520	7,106	6,648	6,189	5,730
无形资产及其他资产	3,053	3,125	3,125	3,125	3,125
资产总计	53,455	53,866	57,244	61,685	66,344
流动负债	16,537	14,657	14,657	14,657	14,657
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	10,016	3,501	3,501	3,501	3,501
其它流动负债	6,521	11,156	11,156	11,156	11,156
非流动负债	427	739	739	739	739
负债合计	16,963	15,397	15,397	15,397	15,396
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	742	-261	-261	-261	-261
其他综合收益	-4	-5	-5	-5	-5
盈余公积	753	753	753	753	753
未分配利润	33,510	36,490	39,866	44,303	48,959
少数股东权益	-17	-15	-12	-10	-6
股东权益	36,492	38,470	41,848	46,289	50,947
负债和股东权益合计	53,455	53,866	57,244	61,685	66,344

资料来源: wind, 申万宏源研究

重要财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	4.90	4.97	5.19	6.11	6.94
每股经营现金流	4.51	2.64	5.21	5.70	6.61
每股红利	-	-	2.95	3.17	3.85
每股净资产	24.23	25.54	27.78	30.72	33.81
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	58.5	46.0	72.5	87.6	103.9
ROE	20.2	19.4	18.7	19.9	20.5
毛利率	71.4	72.3	74.2	75.9	76.5
EBITDA Margin	45.5	50.2	43.9	44.5	44.7
EBIT Margin	42.1	46.5	42.0	42.9	43.2
营业总收入同比增长	-4.3	-8.8	15.4	15.1	12.9
归母净利润同比增长	-9.0	1.4	4.5	17.7	13.6
资产负债率	31.7	28.6	26.9	25.0	23.2
净资产周转率	0.63	0.55	0.58	0.61	0.62
总资产周转率	0.43	0.39	0.43	0.45	0.48
有效税率	26.6	27.6	26.5	26.5	26.5
股息率	-	-	1.4	1.5	1.9
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	42.2	41.6	39.8	33.8	29.8
P/B	8.5	8.1	7.4	6.7	6.1
EV/Sale	12.3	13.5	11.5	9.8	8.5
EV/EBITDA	27.1	26.8	26.2	22.0	19.1
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


资料来源: wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。