

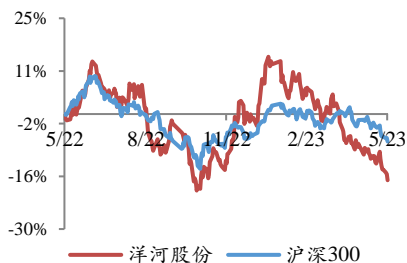
改革红利逐步兑现，梦系列再度引领升级

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-31

收盘价(元)	134.24
近12个月最高/最低(元)	186.28/129.92
总股本(百万股)	1,507
流通股本(百万股)	1,501
流通股比例(%)	99.62
总市值(亿元)	2,023
流通市值(亿元)	2,015

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

相关报告

1.【华安证券】洋河股份 2022Q3 业绩点评：蓝色经典升级延续，百日会战聚力筑基 2022-10-28

2.洋河股份 2022 中报业绩点评：整旅厉卒经典重塑，改革红利加速释放 2022-08-28

主要观点：

● 江苏白酒结构突出，引领全国消费升级

江苏消费能力凸显韧性，公共卫生事件冲击后全省社零占全国社零比例由 8.5% 迅速提升至 9.7%，年社零总额超 4.2 万亿。近年来，江苏省内白酒市场总量规模稳步扩容，从 2016 年的 260 亿元提升到 2021 年的 500 亿元以上，五年 CAGR 达 14%，白酒消费结构更向次高端及以上价格带集中。我们测算，苏南地区白酒规模约 270 亿，占据半壁江山，苏北地区超过 140 亿，苏中地区规模在 90 亿左右，省内消费南北差异大，当前以苏南为代表，商务活动用酒逐步向 600 元以上升级，我们认为苏中、苏北有望在苏南带领下渐次提升消费结构。

● 深度调整期对症下药，大刀阔斧迎改革

从 2016 年开始，洋河开始步入调整阶段，相对竞争优势逐渐缩小，公司 2019 年开始进入改革期，组织管理上增设事业部独立运作三大品牌，分价格带精细运作蓝色经典系列，人员方面人才提拔释放管理活力，多维激励叠加柔性考核提升运营效能；产品端，蓝色经典全价位带多维升级打造增长新一极；渠道端用“一主多辅”取代深度分销，逐步厘清渠道顽疾。

● 改革红利逐步兑现，洋河有望再发力

梦系列于 2020 年完成 M6+ 和水晶梦两款大单品的换代升级，2021 年基本实现新老产品的交接完成。标志着洋河下一阶段增长以及引领消费升级的核心驱动已准备完毕，海、天系列正处于省外市场主流价位区间，考虑到升级换新后带来的多维改善，海、天系列有望维持稳定增长，充当公司省外扩张的基石，双沟实行“双名酒”为公司基本战略，双沟品牌得以独立运作，有望成为增长新一极；“渠道方面一商为主，多商配称”形成厂商和谐生态，费用投放以消费者为核心强化终端培育，同时通过数字化营销系统助力控货稳价，秉持消费者至上助推体验提升；品牌价值层面，公司坚持情感共鸣到名酒 IP 打造，通过积极的费用投放打造强大名品价值。洋河当前逐步步入改革红利兑现期，有望再次开启增长空间。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 353.04/411.90/474.67 亿元，同比+17.3%/16.7%/15.2%；2023-2025 年归母净利润分别为 113.98/135.92/160.57 亿元，同比+21.5%/+19.3%/+18.1%，对应 PE 分别为 17.8/14.9/12.6 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示

消费复苏不及预期、消费升级放缓、区域扩张不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30105	35304	41190	47467
收入同比 (%)	18.8%	17.3%	16.7%	15.2%
归属母公司净利润	9378	11398	13592	16057
净利润同比 (%)	24.9%	21.5%	19.3%	18.1%
毛利率 (%)	74.6%	75.9%	76.5%	76.5%
ROE (%)	19.8%	21.4%	22.7%	23.6%
每股收益 (元)	6.23	7.56	9.02	10.65
P/E	25.78	17.75	14.88	12.60
P/B	5.09	3.80	3.37	2.98
EV/EBITDA	17.38	11.47	9.22	7.69

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 江苏白酒结构突出，引领全国消费升级.....	6
1.1 经济实力奠定白酒大省，消费结构优势突出.....	6
1.2 苏酒双雄占据主导，省内升级节奏全国领先.....	8
1.3 省内南北差异大，苏南引领 600+元升级.....	11
2 改革进入兑现期，亮点释放洋河增长.....	13
2.1 产品渠道两端失速，洋河步入阵痛期.....	13
2.2 深度调整期对症下药，大刀阔斧迎改革.....	15
2.2.1 组织架构改革助力精耕细作，多维激励+柔性考核激发运营动能.....	16
2.2.2 产品升级顺应次高端扩容，科技研发赋能生产提质.....	18
2.2.3 “一主多辅”取代深度分销，渠道逐渐理顺.....	21
2.3 改革红利逐步兑现，洋河有望再发力.....	22
2.3.1 梦系列再度引领升级，双沟与海天共舞.....	22
2.3.2 厂商一体增渠道推力，数字化系统促产销转型.....	28
2.3.3 名酒形象天地广阔，品牌价值全球领先.....	31
3 盈利预测与关键假设.....	32
风险提示：.....	34
财务报表与盈利预测.....	35

图表目录

图表 1 江苏人均经济全国领先 (元)	6
图表 2 江苏社零消费比例疫后凸显韧性	6
图表 3 江苏白酒规模&价格带全国领先	7
图表 4 中度白酒为江苏消费主流度数	7
图表 5 江苏浓香 (江淮) 认可度高	7
图表 6 江淮浓香绵甜特点突出	7
图表 7 江苏白酒结构领先全国	8
图表 8 江苏白酒结构领先安徽省	8
图表 9 江苏省白酒规模 (亿元)	8
图表 10 江苏白酒产量及增速	8
图表 11 江苏省内主要白酒品牌占比	9
图表 12 江苏省内各价格带及主要白酒品牌 (每瓶)	10
图表 13 江苏省主流白酒价格带升级趋势 (元)	11
图表 14 江苏省各地级市白酒规模测算 (亿元)	12
图表 15 江苏省各地级市 2016-2021 年白酒规模 CAGR 测算	12
图表 16 省内各市情况与主要次高端品牌	13
图表 17 2018 年海天系列 5.0 换代不畅	14
图表 18 16-19 年五粮液/泸州老窖高档酒实现高增长	14
图表 19 洋河股份 2017-2018 年频繁提价进一步损伤渠道利润	14
图表 20 深度分销模式带来的问题和缺陷	15
图表 21 2017-2018 年主渠道商和团购商面临的问题	15
图表 22 营业收入 QoQ	15
图表 23 归母净利润 QoQ	15
图表 24 洋河深度改革重点内容	15
图表 25 洋河的销售组织架构改革	16
图表 26 洋河第一期核心骨干持股计划	17
图表 27 洋河组织架构和管理层面改革内容	17
图表 28 梦之蓝升级与 2018 年海天换代对比	19
图表 29 各价位带产品升级换代	19
图表 30 洋河蓝色经典系列产品升级	19
图表 31 上市白酒企业 2022 年研发费用排名 (亿元)	20
图表 32 研发费用保持高位 (百万元)	20
图表 33 近年来洋河所获技术研发奖项	20
图表 34 2019 年以来洋河生产酿造主要研发项目	20
图表 35 三大浓香型白酒企业基酒贮存天数对比 (单位: 天)	20
图表 36 洋河渠道/营销模式变革历程	21
图表 37 洋河产品矩阵	23
图表 38 2022 年公司产品结构占比	25
图表 39 M6+及水晶版渠道利润率	25
图表 40 2022 新版海之蓝 (第六代)	26
图表 41 2021 新版天之蓝 (第六代)	26

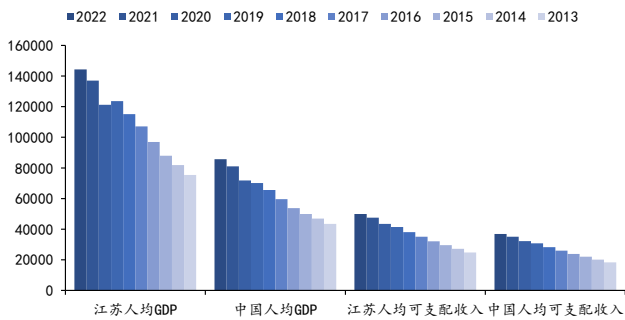
图表 42 双沟大曲获第一届酿酒工业大会甲等第一名	27
图表 43 双沟弥补主品牌空缺价位带	27
图表 44 酱酒行业产能、收入、利润情况 (2022 年)	27
图表 45 贵酒世家登陆央视	28
图表 46 贵酒推出百元价格带酱酒产品	28
图表 47 一商为主、多商配称的渠道模式	29
图表 48 洋河渠道模式的转化	29
图表 49 次高端产品渠道利润率显著增厚	29
图表 50 经销商数量连续两年精简	29
图表 51 洋河营销数字化的核心思路	30
图表 52 数字手段搭建“百万航天合伙人”计划	30
图表 53 洋河的数字化系统	30
图表 54 洋河数字化营销的“五码关联”	31
图表 55 洋河数字化营销的三化目标	31
图表 56 洋河广告促销费 (百万元)	32
图表 57 洋河位列全球烈酒品牌价值榜第四	32
图表 58 洋河品牌营销一览	32
图表 59 洋河营收拆分与预测	33
图表 60 可比公司一致预期与 PE	34
图表 61 公司 PE-TTM 走势	34

1 江苏白酒结构突出，引领全国消费升级

1.1 经济实力奠定白酒大省，消费结构优势突出

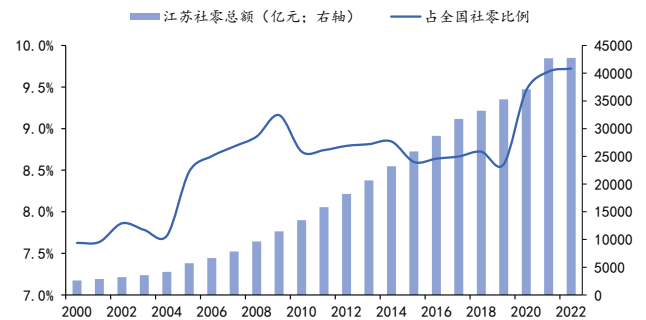
省内经济全国长期领先，疫后消费能力凸显比较优势。江苏作为东部沿海发达省份，经济总量长期保持领先优势，其所属 13 个地级市均为全国百强地级市。人均方面同样亮眼，2022 年江苏省人均 GDP 约为 20774 美元，连续 14 年居各省（区）之首，并且远超世界银行规定的高收入国家人均 GDP 标准 13205 美元；同时，江苏全体居民人均可支配收入达 49862 元，位列全国各省（区）第二。领先的经济实力也带来了旺盛的消费环境，面对公共卫生事件带来的外部冲击，江苏消费能力凸显韧性，全省社零占全国社零比例由 8.5% 迅速提升至 9.7%，年社零总额超 4.2 万亿。

图表 1 江苏人均经济全国领先（元）



资料来源：wind，华安证券研究所

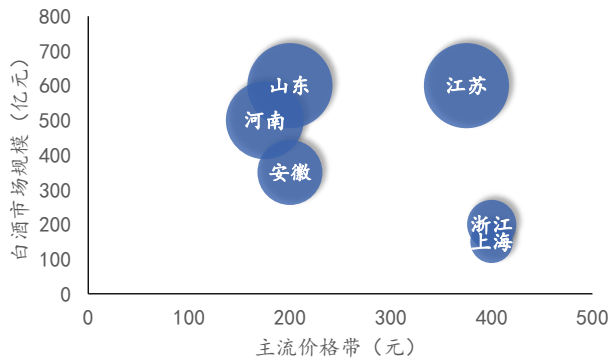
图表 2 江苏社零消费比例疫后凸显韧性



资料来源：wind，华安证券研究所

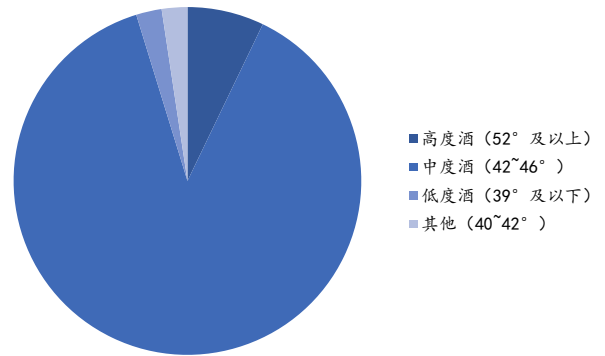
省内主流价格带高、偏好低度绵柔浓香、商务用酒需求大。经济富庶导致省内白酒消费价格带较高，当前江苏省整体白酒消费价格带逐步 400 元以上跃升，超过安徽、河南、山东等主要白酒消费省份。江苏作为白酒消费大省，省内消费者心智较为成熟，消费需求较为明确，送礼聚餐讲面子、自斟自饮求实惠，一定程度上造成 100-300 元价格带需求相对较少的现象。从消费习惯来看，江苏居民饮酒量大且偏好 42-46° 中度白酒，主流香型以香气和口感较为委婉的江淮浓香为主，具有绵柔淡雅、适口性好的特点。从消费场景来看，由于江苏民营经济相对活跃（2021 年江苏民营经济占 GDP 比重为 57.3%，对全省 GDP 增长贡献率为 63.1%），因此商务用酒需求占比较高，间接也带动了主流价格带的持续攀升。

图表 3 江苏白酒规模&价格带全国领先



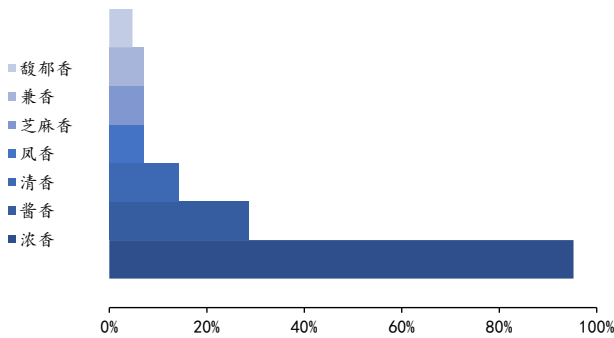
资料来源：渠道调研，华安证券研究所

图表 4 中度白酒为江苏消费主流度数



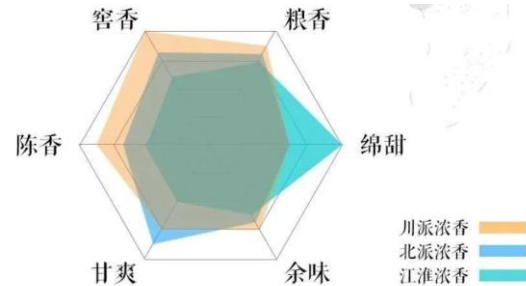
资料来源：酒说，华安证券研究所

图表 5 江苏浓香（江淮）认可度高



资料来源：酒说，华安证券研究所

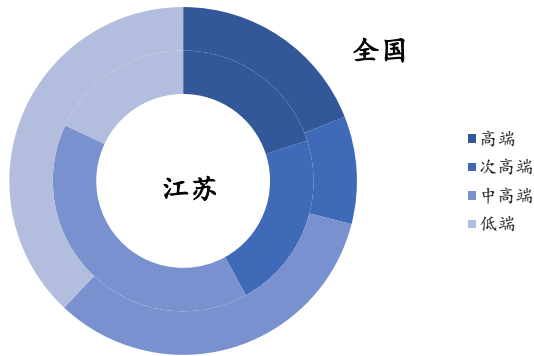
图表 6 江淮浓香绵甜特点突出



资料来源：白酒迷，华安证券研究所

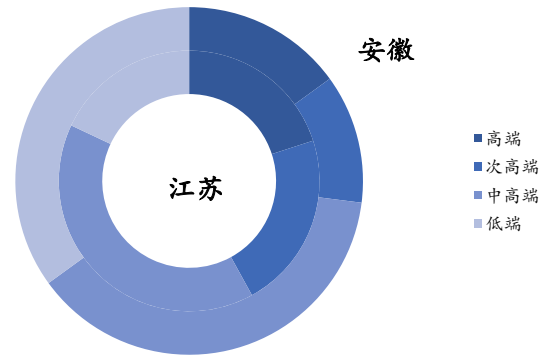
江苏白酒市场量减价增，结构升级全国领先。2016-2021年，江苏省内白酒市场总量规模稳步扩容，从2016年的260亿元提升到2021年的500亿元以上，五年CAGR达14%，实现了近乎翻倍增长。结构方面，江苏白酒亦优势突出，省内高端/次高端/中端/低端白酒占比为20%/22%/40%/18%，300元以上价格带占比接近一半，100元以上价格带占比超80%，对比全国高端/次高端/中端/低端白酒结构占比分别为19%/10%/33%/38%，江苏白酒消费结构更向头部集中，对比同为东部白酒重镇的安徽省，在次高端及低端的结构占比依然优势明显。产量方面，江苏白酒生产绝对规模于2016年见顶（106.9万千升），近年来保持20万千升左右，可比增速于2013年开始进入少增及负增长区间，整体节奏与全国白酒产量基本一致。综合来看，江苏省内白酒市场结构优化、量减价增的趋势十分明显，并在次高端及以上价格带消费处于全国领先地位。我们认为，江苏凭借出众的经济实力和消费能力，白酒消费结构档次整体较高，伴随省内消费升级，中高端与次高端市场或将持续扩大，中低端产品将持续面临压缩困境。

图表 7 江苏白酒结构领先全国



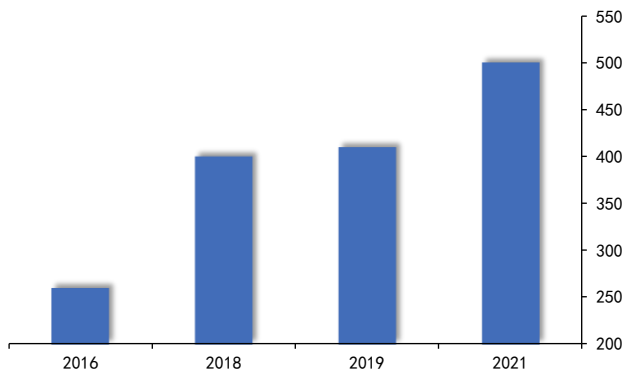
资料来源：产业信息网，华安证券研究所

图表 8 江苏白酒结构领先安徽省



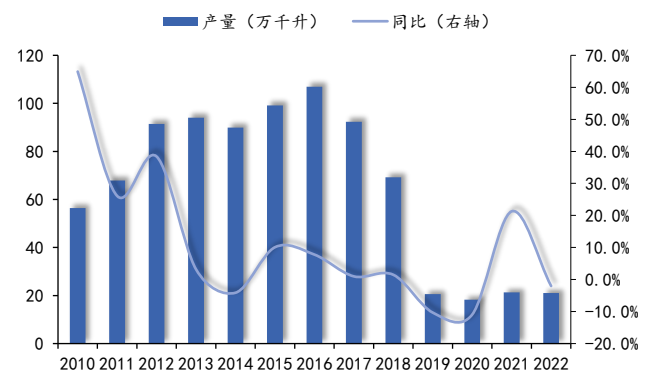
资料来源：立鼎产业研究，华安证券研究所

图表 9 江苏省白酒规模 (亿元)



资料来源：酒说，酒业家，华安证券研究所

图表 10 江苏白酒产量及增速

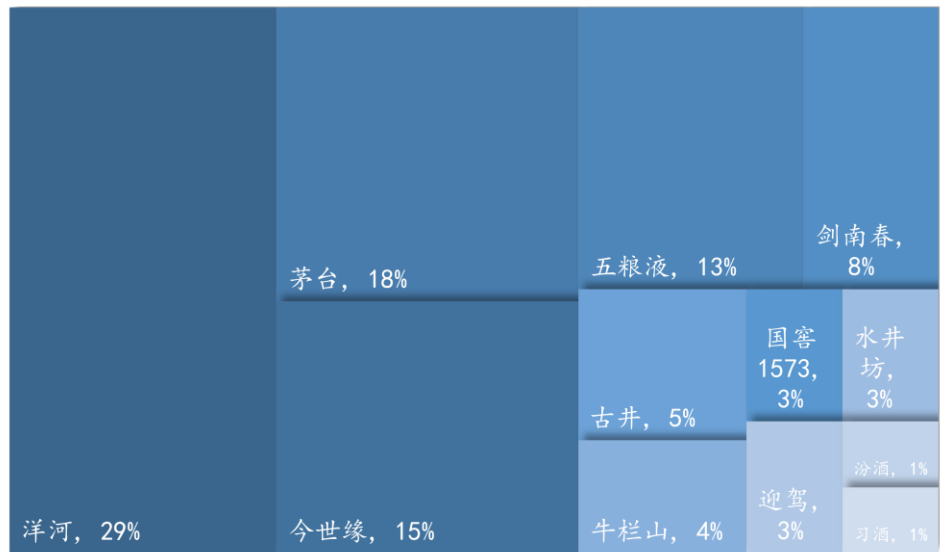


资料来源：江苏省统计局，华安证券研究所

1.2 苏酒双雄占据主导，省内升级节奏全国领先

苏酒龙头与全国性名酒割据江苏白酒市场。江苏省市场格局较为稳定，洋河、今世缘作为地产酒龙头表现强势，双寡头主要垄断次高端市场，合计市占率 45% 左右，其他地产酒品牌表现相对平淡。省内外来品牌份额主要分为两派，一是全国性名酒，包括茅台、五粮液、国窖 1573、剑南春等，主要占据高端及小部分次高端市场，二是安徽系地产名酒，包括古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖等，由于地理位置临近存在一定渗透份额，合计市占率不足 10%。此外牛栏山、玻汾等全国性光瓶酒也享有一定低线份额。江苏白酒市场品牌众多，消费者对品牌整体包容性较强，但区域名酒洋河、今世缘等凭借省内多年运作积累的品牌势能，以及适应省内消费习惯的淮派浓香定位，已经形成了较高的壁垒。

图表 11 江苏省内主要白酒品牌占比



资料来源：酒说，渠道调研，华安证券研究所整理

具体来看，800+元高端价位带格局稳定，全国性名酒占据绝对地位。高端价格带品牌站位较为清晰，茅台垄断超高端用酒需求，五粮液主导千元价格带走势，泸州老窖在苏锡常等地占有一定份额，洋河梦9和手工班则凭借地缘优势有一定认可度，国缘V9通过“淡雅酱香”谋求差异化竞争和高端形象站位。洋河、今世缘等地方酒企高端消费人群尚处培育阶段，未来导入完成后有望贡献业绩增量。

300-800 元次高端价位带快速扩容，苏酒龙头紧跟升级步伐。江苏市场 300~800 元次高端价格带增势显著，商务、宴席等消费场景价位段整体已升级至 400 元左右，其中 500~800 元对接消费升级需求，未来增长空间较大，300~500 元为放量价格带，产品竞争相对更为红海。主流竞争集中在苏酒龙头之间，品牌又以洋河梦之蓝与今世缘国缘系列为核心，重点产品包括梦之蓝 M6+、M6、水晶版、天之蓝、国缘 V3、国缘四开等，其中国缘系列在南京、淮安等局部市场势能超越梦之蓝，省内其他市场则为梦之蓝占优。省外产品包括剑南春水晶剑、水井坊臻酿八号、低度国窖、古 20 等，均有一定消费份额与增速。

100-300 元中端价位，大众酒赛道热度提升。洋河与今世缘仍旧是这一价格带的主要玩家，分别依靠海之蓝和单开/对开占据主要份额，同时徽酒也具备一定的竞争力。过去几年中端价格带呈现消费需求较为饱和，增长空间有限，同时如海之蓝等受制于产品成熟、认知度高，渠道与终端利润空间不高。从消费场景来看，苏北及苏中部分地区存在较为广泛的宴席礼赠需求，同时苏北等地由于本身处于“三沟一河”产区，属地意识较强，用酒上更易选择本土产品。今年以来，由于春节旺季带来的大众价格带消费走热，中端价格带在新周期下重新变得重要起来。

百元以下低端价位呈现混战格局，看好长期光瓶升级趋势。此价位带在江苏格局较为分散，地产和全国化名酒的低端产品激烈混战，主要竞品包括本地酒厂低端产品如双沟柔和、洋河大曲，以及玻汾、老村长、牛栏山、绿瓶西凤等全国化光瓶酒。目前，50 元+高线光瓶酒增速相对较快，据渠道调研显示，玻汾在江苏省内约占据 3 亿容量，复购率较高。当前众多酒企积极布局 50-100 元高线光瓶赛道，考虑到江苏经济基础和消费升级趋势，未来低端价格带提价扩容可期。

图表 12 江苏省内各价格带及主要白酒品牌 (每瓶)

价格带	行业格局	主要产品
2000元以上	茅台垄断超高端用酒需求, 其中商务宴请场景超过一半, 剩下为送礼及高端宴席需求。全年规模在70亿左右。	 飞天茅台
800元-千元价格带	五粮液主导千元价格带走势 (规模50亿左右), 泸州老窖在苏锡常等地占有一定份额, 洋河梦9和手工班则凭借地缘优势有一定认可度, 国缘V9通过“淡雅酱香”谋求差异化竞争和高端形象站位。	 普五  国窖1573  手工班
500-800元	对接消费升级需求, 未来增长空间较大, 主流竞争集中在苏酒龙头之间, 包括M6+、V3等在该价格带具备较强竞争力。	 M6+  V3  古20
300-500元	此价位段放量价格带, 产品竞争格局相对更为红海。省内洋河、今世缘具备渠道优势, 省外产品剑南春、水井坊等依靠品牌力与多年深耕同样占有一定份额。	 M3水晶版  国缘4K  水晶剑  天之蓝
100-300元	洋河与今世缘仍旧是中端价格带的主要玩家, 分别依靠海之蓝和单开/对开占据主要份额, 同时徽酒也具备一定的竞争力。主要消费场景包括苏北及苏中部分地区的宴席礼赠需求。	 海之蓝  国缘对开  古5  古8
百元价格带以下	格局较为分散, 地产和全国化名酒的低端产品激烈混战, 主要竞品包括本地酒厂低端产品如洋河大曲, 以及玻汾、老村长、牛栏山、绿瓶西凤等全国化光瓶酒。	 白牛二  玻汾  老村长  洋河大曲

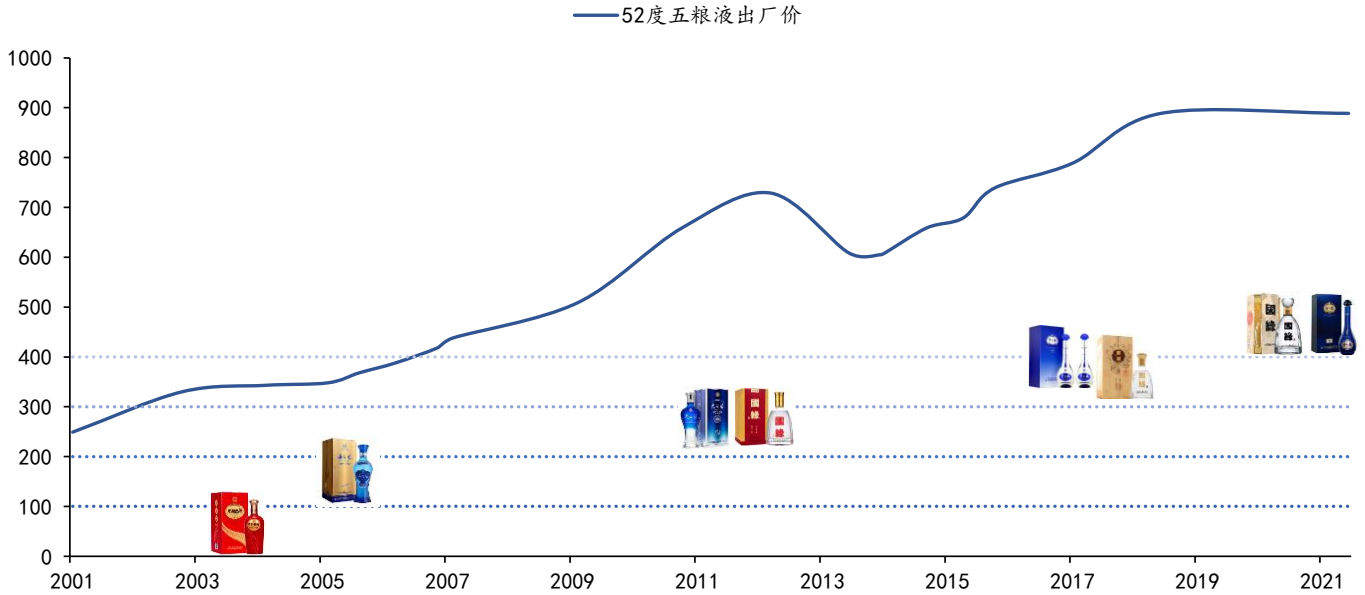
资料来源: 华安证券研究所整理

历经多轮消费升级, 省内主流价格带已达 400 元以上。江苏作为经济与消费领先省份, 白酒消费已经经历了几轮主流价格带升级, 并领先全国水平。通常来看, 飞天茅台价格锚定白酒价格顶部位置, 而普五的价格提升则释放了次高端白酒的增长空间。江苏作为五粮液的消费重镇, 其消费升级过程除了自身经济实力强劲外, 与五粮液亦密不可分:

- 2003 年白酒进入黄金十年, 洋河精准把握起跳时点, 于同年推出了蓝色经典系列, 提前卡位消费升级赛道, 2005 年 1 月, 五粮液将出厂价升至 343 元/瓶, 同年苏酒主流价格带升至 100 元以上, 海之蓝顺势成为了主力消费产品;
- 2011 年, 人均 GDP 经历连续多年 9% 以上的高速增长, 首次突破 5000 美元大关, 同年 9 月, 五粮液大幅提升出厂价 150 元/瓶至 659 元/瓶, 江苏白酒则迈入 200 元关卡;
- 2012 年白酒因“三公消费”进入调整阶段, 直至 2016 年 9 月, 五粮液将出厂价调升至 739 元/瓶, 首次突破 2013 年价格高点, 标志着深度调整期结束, 而随后的步入 800 元价格带也为次高端白酒升级打开了空间, 2017 年今世缘主力产品向对开以上升级, 2018 年首次推出 V 系列, 洋河 2018 年梦之蓝增长超过海天系列成为第一核心, 苏酒趁势升级到 300 元以上价格带;
- 2019 年底洋河推出 M6+, 引领 600 元以上商务消费价格升级, 并于次年推出

了梦之蓝水晶版，完成了对 M3 的全面升级。今世缘则时隔五年后于 2020 年底升级第四代国缘四开。与之对应的是 2019 年底五粮液调高出厂价至综合 969 元/瓶。伴随核心苏酒产品的升级与换代，江苏白酒主流价格带已升至 400 元以上。

图表 13 江苏省主流白酒价格带升级趋势 (元)



资料来源：华安证券研究所

看好未来 600 元以上价格带扩容。虽然江苏内仍然面临南北发展不均，价格带存在一定差距的现象，但商务用酒向上延伸至 600-800 元已是较为普遍的现象。当前 M6+/V3 势能正旺，消费者接受度高，未来持续放量是大概率事件，我们看好中期经济回正与五粮液长期提价带来的消费升级动力，将对 600 元以上次高端价格带带来扩容机会。

1.3 省内南北差异大，苏南引领 600+元升级

苏北本地酒企强势，苏南规模价格称王。江苏白酒市场可分为苏北、苏中和苏南三大市场。苏北作为“三沟一河”的发源地，饮酒氛围十分浓厚，且徐州等地靠近山东这类北方饮酒大省，因此平均饮酒量也较大。此外江苏地产酒品牌在苏北较为强势，认可度较高。苏南地区经济发展程度高，是价格升级的引领者，并且苏南地区外来人员较多，导致人口结构相对复杂，因此对品牌包容度较高，尤其次高端市场中，全国性名酒、徽酒在苏锡常等地都占有一定份额。苏中地区介于苏南、苏北之间，整体规模较小。

我们测算，苏南地区白酒规模约 270 亿，占据半壁江山，苏北地区超过 140 亿，苏中地区规模在 90 亿左右；城市方面，苏州、南京等地规模较大、过去复合增长较快，而扬州、镇江等地规模和增速都相对缓慢。

图表 14 江苏省各地级市白酒规模测算 (亿元)

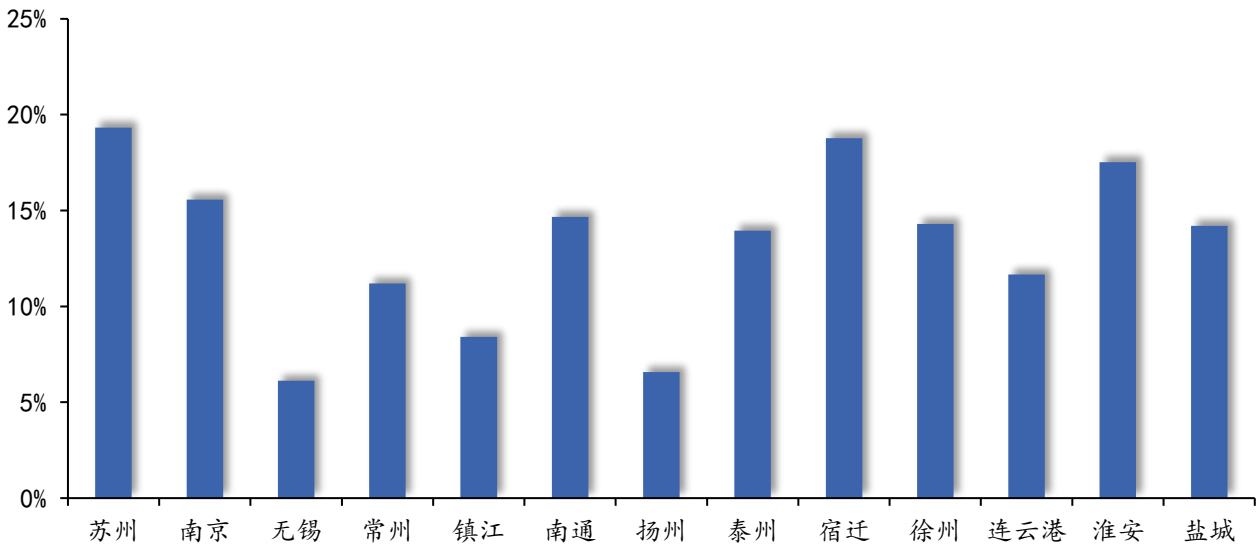
苏州	南京	无锡	镇江	常州	南通	扬州	泰州	宿迁	徐州	连云港	淮安	盐城
99	84	39	16	33	50	18	20	19	51	18	22	32
苏南, 约270亿					苏中, 约90亿				苏北, 约140亿			

测算方法: 按照全省500亿规模口径, 各地级市白酒规模=烟酒食品消费支出/可支配收入*当地社零占全省比例*500亿

时间选取: 各项指标选取2021年数据

资料来源: 江苏省统计局, 华安证券研究所测算

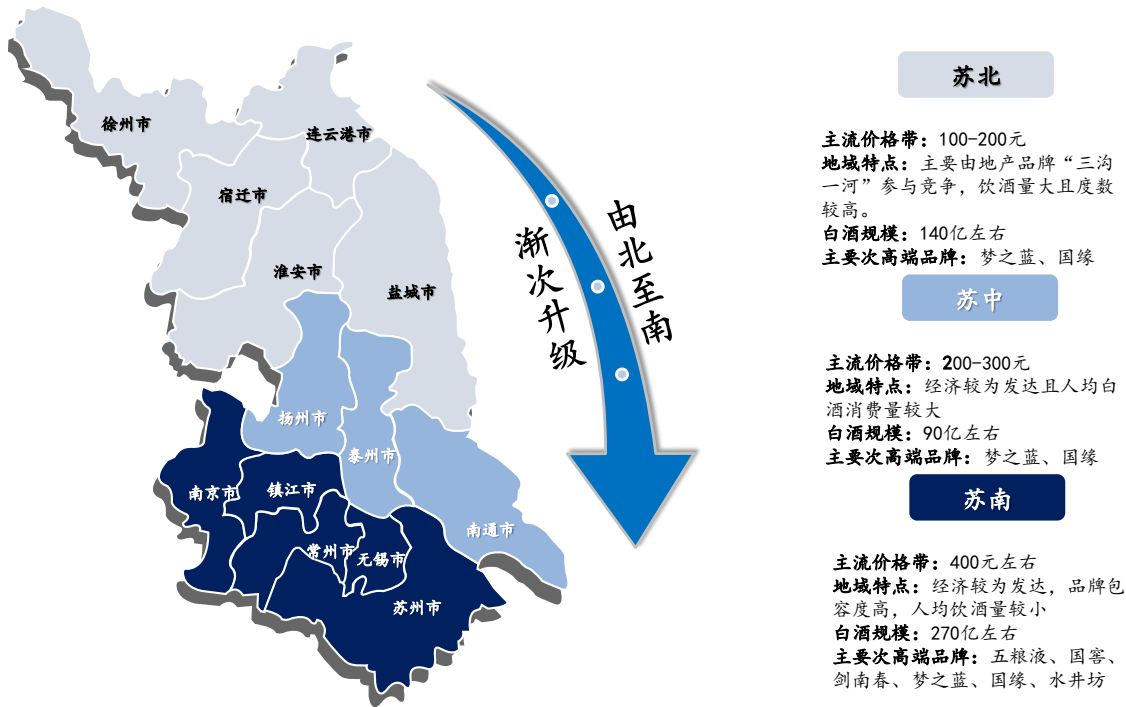
图表 15 江苏省各地级市 2016-2021 年白酒规模 CAGR 测算



资料来源: 华安证券研究所测算

主流价格带由北向南呈现典型梯次升级。从消费区域上看, 江苏省内白酒消费按地域差异较大。由北向南看, 由于接近山东、河南等饮酒大省, 苏北居民性格直爽, 饮酒量大且度数较高, 多为 46 度。苏北市场大众消费价格带在 100-200 元, 市场相对封闭, 主要由地产品牌“三沟一河”参与竞争, 且经济发展水平相对苏南较低, 中低档白酒是主流消费。同时, 苏北地区传统产业较为集聚, 故商务接待需求带来的高端白酒销售也较为稳定。苏中地区经济较为发达且人均白酒消费量较大, 主流消费价格带在 200-300 元, 量价与其他地区相比处于中间位置, 主要次高端品牌均为省内地产品牌。苏南地区经济较为发达, 民风柔韧性格温和, 饮用量相对较小且度数较低, 多为 42 度。受上海等地区影响, 苏南消费层次较高且市场较为开放, 对川酒接受度高, 主流价格带在 400 元左右, 徽酒及全国性名酒近年来呈现激烈竞争格局, 中高档以上白酒消费场景较苏北苏中更多。

图表 16 省内各市情况与主要次高端品牌



资料来源：华安证券研究所整理

商宴价格带基本在 400-500 元，苏南引领 600 元以上消费升级。江苏省内商务消费白酒价格带基本在 400-500 元，苏南、苏中、苏北有一定差异。苏南地区如苏州、无锡、常州等城市商务宴会价格基本在 400 元以上，婚寿宴等在 300 元以上，主流产品为梦 3 水晶瓶、水晶剑、梦 6+和国缘四开等。苏中、苏北消费价格带相对较低，苏北商宴价格带以 300 为起点，价格在 300-600 之间，婚寿宴主流产品天之蓝占比较高；苏中商宴消费格局与苏南类似，但价格以 300-500 元为主，婚寿宴主要集中于国缘对开、四开及洋河水晶瓶。当前以苏南为代表，商务活动用酒逐步向 600 元以上升级，我们认为在苏中、苏北有望在带领下渐次提升消费结构。

2 改革进入兑现期，亮点释放洋河增长

2.1 产品渠道两端失速，洋河步入阵痛期

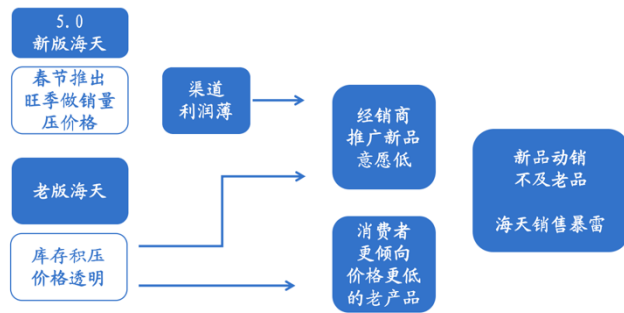
洋河在 2013-2015 年行业下行周期一度表现积极亮眼，但从 2016 年开始，洋河开始步入调整阶段，相对竞争优势逐渐缩小。主要包括以下几个方面：

产品端，海天换代不畅、老品成熟度过高；梦系列势能不足、高端战略未奏效。

1) 在白酒消费升级的趋势下，面对海天产品老化的情况，公司于 2018 年推出新品海天系列 5.0，对包装、酒质进行升级，但市场动销未达预期。本次升级换代前，老产品库存积压，且推出新品的时间节点选择在春节，处于以价换量的动销旺季，新品渠道利润较低，经销商积极性差，消费者也倾向于价格更低的老版产品。同时，由于海天系列产品运转多年，老品价格透明且渠道利润有限，经销商推广意愿低，海天产品换代不畅。2) 高端、次高端市场容量扩张背景下，梦之蓝系列产品并未及

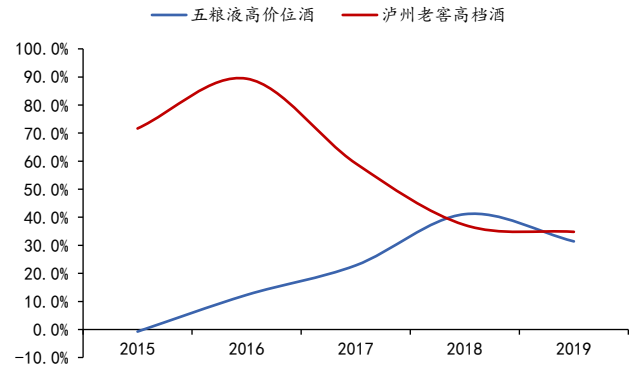
时跟上升级节奏，市场响应度不足。洋河曾于 2017 年推出“梦之蓝·手工班”试图抢占高端市场，但受制于五粮液和老窖同时发力这一价格带，竞品稀释了手工班的增长空间，因此“高端路线”并未给洋河带来业绩上的突破，更多是以体验的方式提高了消费者认知。3) 2017 年以来，公司对海天梦系列产品多次提价使得经销商结算价提高，而由于消费者对老版产品较为熟悉，使得涨价举措难以传导至终端零售价并未上涨，渠道利润压缩，进一步打击经销商信心。

图表 17 2018 年海天系列 5.0 换代不畅



资料来源：华安证券研究所

图表 18 16-19 年五粮液/泸州老窖高档酒实现高增长



资料来源：wind，华安证券研究所

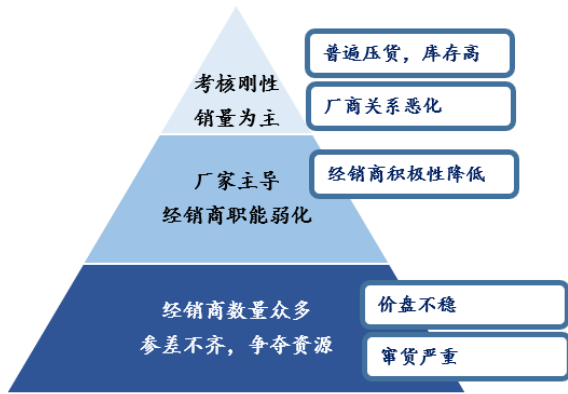
图表 19 洋河股份 2017-2018 年频繁提价进一步损伤渠道利润

时间	海之蓝	天之蓝	M3	M6	M9
2017年2月	终端价上调2元/瓶	终端价上调3元/瓶	终端价上调10元/瓶	终端价上调20元/瓶	终端价上调30元/瓶
2017年10月	供货价上调40元/件	供货价上调90元/件	终端价上调20元—30元/瓶	终端价上调25元/瓶	
2017年12月			终端价上调5元/瓶	终端价上调10元/瓶	
2018年2月	终端价上调4元/瓶	终端价上调6元/瓶	商超上调20元/瓶	商超上调40元/瓶	出厂价上调10元/瓶
			团购、烟酒店上调15元/瓶	团购、烟酒店上调30元/瓶	商超上调40元/瓶
2018年6月	出厂价上调4元/瓶	出厂价上调6元/瓶	出厂价上调5元/瓶	出厂价上调5元/瓶	出厂价上调10元/瓶
	终端价上调60元/箱	终端价上调100元/箱	终端价上调100元/箱	终端价上调200元/箱	终端价上调400元/箱

资料来源：渠道调研，华安证券研究所整理

渠道端，渠道利润收窄打击经销商积极性，硬性考核导致厂商关系恶化。1) 深度分销模式曾经是公司的渠道优势，为洋河带来了黄金十年的辉煌，但随着白酒行业渠道力驱动的逐步弱化，洋河问题暴露：公司分销模式以厂家为主导，经销商职能弱化，自主积极性降低；公司考核过于刚性，业务员以压货完成 KPI 指标导致渠道库存高企，厂商关系恶化；深度分销模式下，经销商层级和数量过多，存在窜货和乱价、内部资源无序争夺等问题，使得产品价盘不稳。2) 2017-2018 年，公司通过经销商获得优质客户资源，将其发展为团购商，并给予团购商较优惠的政策。一方面，此举影响了主渠道经销商利润，另一方面，由于团购客户对行业打法、价格体系等了解不深入，往往不能完成经营任务，对公司产生了误解，最终引发了较大规模的“退商潮”。

图表 20 深度分销模式带来的问题和缺陷



资料来源: 卖酒狼, 华安证券研究所

图表 21 2017-2018 年主渠道商和团购商面临的问题

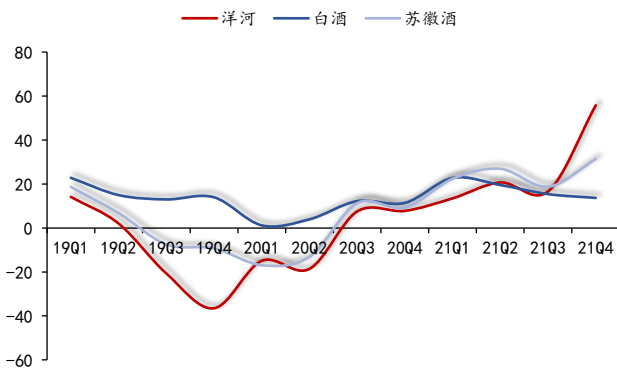
	主渠道商	团购商
渠道/考核政策	公司通过经销商获得优质客户资源、工会自主开发等方式大量发展团购商; 重视团购且团购商优惠政策普遍高于主渠道商; 刚性考核业务指标。	
面临的问题	渠道商毛利低 (不到8%)	对行业打法和价格、报账体系等缺乏了解, 最终无法完成目标。
结果	积极性下降 厂商关系恶化	乱价抛货、团购商退商潮。

资料来源: 华安证券研究所整理

2.2 深度调整期对症下药, 大刀阔斧迎改革

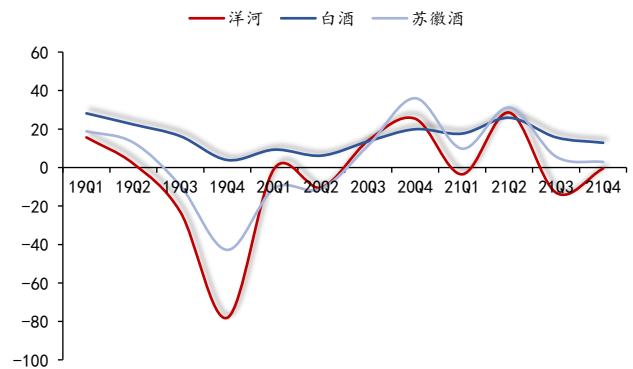
洋河深度调整成果斐然, 业绩转好上升趋势显现。2019 年以来, 洋河在管理方面整旅厉卒, 对产品体系升级提质, 更在渠道营销上进行了深度革新转型, 发展瓶颈问题得到解决。洋河一系列改革成效显现, 2020 年以来, 洋河营业收入和净利润稳步回升, 2021 年第三季度开始, 收入增速开始赶超苏徽酒企和行业平均。

图表 22 营业收入 QoQ



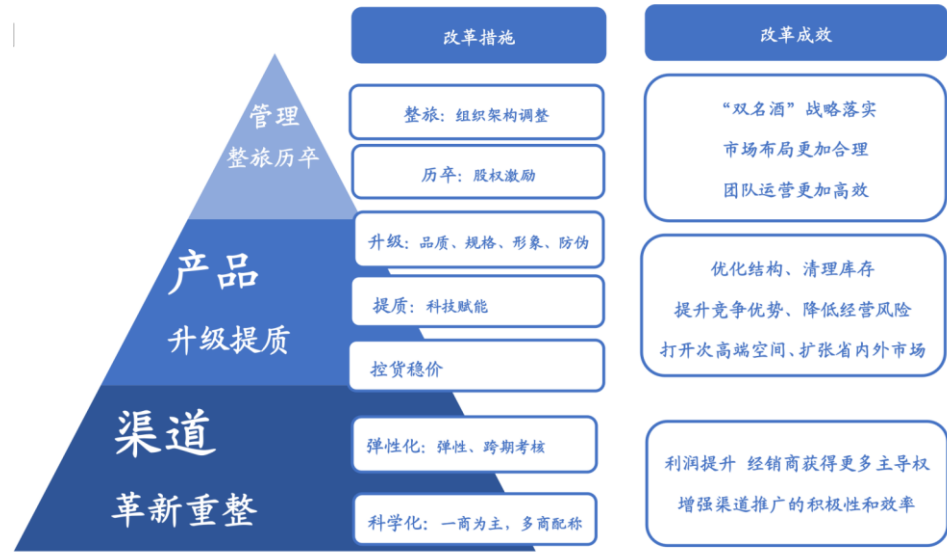
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 归母净利润 QoQ



资料来源: wind, 华安证券研究所整理

图表 24 洋河深度改革重点内容

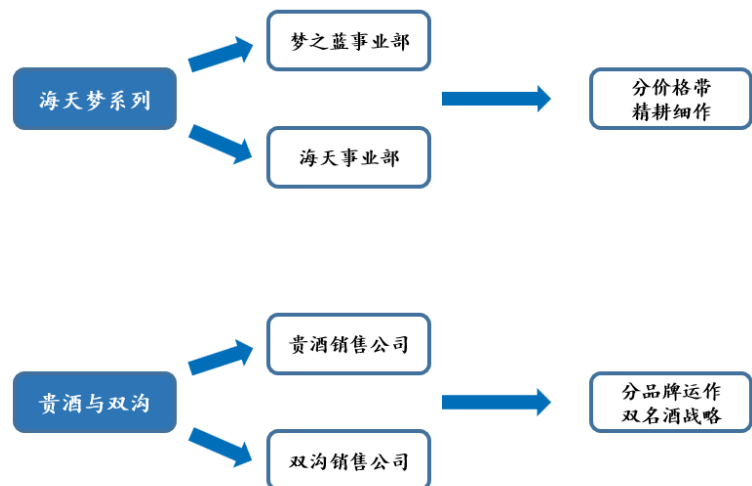


资料来源: 华安证券研究所整理

2.2.1 组织架构改革助力精耕细作, 多维激励+柔性考核激发运营动能

增设事业部独立运作三大品牌, 分价格带精细运作蓝色经典系列。在组织架构方面, 公司紧紧围绕“双名酒”战略, 2020 年成立双沟销售公司与贵酒销售公司, 独立运作双沟、贵酒品牌, 力图推进双沟名酒复兴的同时, 将双沟打造为公司增长的“第二级”。此外, 针对公司曾经面临的“重视梦系列投入, 疏忽海天系列投入”致其业绩下滑的问题, 公司将“蓝色经典”分拆为海天事业部与梦之蓝部, 实现了分价格带的精耕细作, 助力中高端、次高端、高端价位带单品各放异彩。

图表 25 洋河的销售组织架构改革



资料来源: 华安证券研究所整理

人才提拔释放管理活力，多维激励叠加柔性考核提升运营效能。2021年初管理层调整，新董事长张联东上任，继续落实洋河的调整工作，并于年中后全面接管营销工作。张总上任后，从多个方面落地改革：1) 首先从人事方面入手，全体基层员工加薪，扭转了洋河近十年来未涨薪的局面，公司亦承诺涨薪速度不低于营收增速，提升了基层员工对公司发展的信心。2) 其次，为解决中高管理层缺乏活力，部分骨干管理层持股比例较低的情况，公司将此前回购的累计 10.02 亿元股份，对 5100 名中高层核心骨干实施激励，其中董事长张联东、总裁钟雨、执行总裁刘化霜各配额 1000 万元，有效提升了管理层凝聚力，释放管理活力。3) 最后，为改善管理层年龄结构，促进企业长期良性发展，公司实施各销售大区营销总轮调工作制度，公司原有的 20 多个大区被调整成为 61 个事业部，年轻的高学历人员提拔至副科级分公司经理职务。4) 此外，公司一方面整顿优化经销团队，清理不合格经销商，另一方面，针对以销量为主的刚性考核导致的营销人员和经销商压力过大、积极性低的问题，公司将考核改为“柔性+跨期”考核，不强制考核任务，取消末位淘汰制，重点考核价格和库存，减轻销量压力、更为人性化的考核激发了营销动能。

图表 26 洋河第一期核心骨干持股计划

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%
陈志青	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%
合计	-	1,002,167,686.30	100.00%

资料来源：Wind、华安证券研究所

图表 27 洋河组织架构和管理层面改革内容

对象	存在问题	调整改革政策	具体做法
中高管理层	管理层老化、缺乏活力 新管理层持股比例低	轮调	对各大区域销售总进行轮调
		提拔精英人才	提拔年轻销售精英
		股权激励	核心骨干持股计划
基层员工	基层员工待遇数年未提	涨薪	承诺涨薪幅度不低于收入增长
营销人员	业绩压力大 营销推广积极性差	营销激励机制	增加销售费用中的工资薪酬 “高增长、高约束、高激励”机制
		柔性考核	不强制考核任务 重点考核价格和库存 跨期考核
经销商	刚性考核 厂商关系恶化 经销商参差不齐 秩序混乱		因地制宜制定更人性化考核指标 受疫情冲击地区仍酌情发放奖金
		团队整顿	清理不合格经销商

资料来源：华安证券研究所整理

2.2.2 产品升级顺应次高端扩容，科技研发赋能生产提质

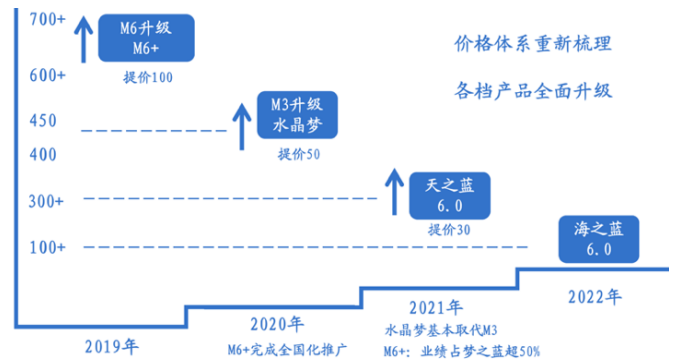
产品重塑迎合次高端扩容趋势，蓝色经典全价位带多维升级。为迎合次高端扩容和消费升级趋势，2019年以来，公司推进蓝色经典全价位带产品更新换代，重新梳理价格体系：梦之蓝方面，M6升级产品M6+，M3升级产品水晶梦，在品质口感、科技防伪、包装设计、规格容量等多维度全面升级。公司充分吸取2018年海天换代不畅的教训，在推出时点上，选择在销售压力较低的端午后淡季切入，保证了新品的价盘。1) M6+相比M6整体价盘提升100元左右，渠道利润近乎翻倍，并且前期采取的控货措施减轻了库存压力，经销商积极性得以提升，动销端表现优异，2020年完成全国化招商后迅速放量。2) M3水晶版于2020年11月推出，操作手法与M6+一致，通过控量提价增质的方式快速完成对老版M3的迭代，卡位省内400+元价格带，扭转了国缘四开在该价位带的优势占位。2021年，M6+占梦之蓝系列约50%，水晶梦系列内占比约40%，洋河顺利迎合次高端扩容趋势。随后，洋河又分别推出天、海之蓝6.0升级版，天之蓝新增互动体验升级，赋予更多样的红包玩法和更方便的开启体验。国酒大师4年精心打磨而成的新版海之蓝，则采用绵柔型核心酿造工艺，将多种微生物共同发酵，实现了香与味的全面协调。至此洋河实现蓝色经典全系列产品升级。

图表 28 梦之蓝升级与 2018 年海天换代对比

	2018 年 海天系列 5.0 升级		2019 年以来 梦 6+、水晶梦升级	
	做法	弊端	做法	优势
推出时点	春节最旺季	旺季做销量 压低价格 渠道利润下降	端午之后 淡季切入	销量价格稳定
控货节奏	老版海天 库存积压	经销商压力大 推广积极性差	前期控货 去库存	库存压力小 积极性高

资料来源：华安证券研究所

图表 29 各价位带产品升级换代



资料来源：华安证券研究所

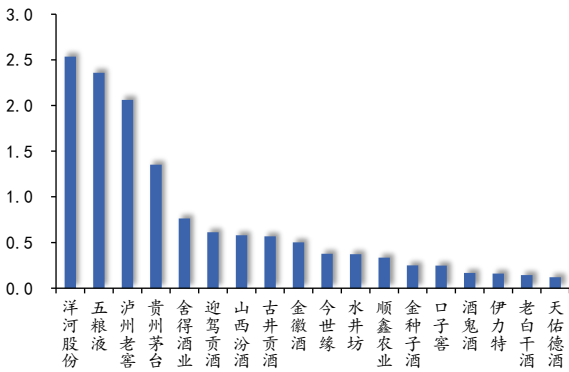
图表 30 洋河蓝色经典系列产品升级

梦 6+	水晶梦	天之蓝 6.0	海之蓝 6.0
更多陈酒，醇厚有加 增加更多陈年老酒 喝起来更醇厚	品质升级 高品质原酒，陶坛十年窖藏陈化老熟更绵厚，香气更有层次感	品质焕新 酒体集陈香、窖香、粮香于一体 一品三香，口感更加绵爽舒适	品质更绵柔 粮食、窖池、大曲方面精益求精 粮香、窖香、曲香三香一体
轻奢设计，典雅有加 形象设计更加典雅精密	包装升级 幻彩水晶瓶、蓝色苍穹底 梦幻多彩精致典雅 更符合时代精英的审美	形象焕新 灵动流线瓶，瓶身极光般的蓝 散发着浪漫、时尚的极致美感	大师酿造 国酒大师历经 4 年精心打磨磨成
更大容量，尽享有加 容量从 500ml 增到 550ml 喝起来更尽兴	规格升级 500ml 增加到 550ml 瓶颈和瓶身都有所加大	体验焕新 将带给消费者更高级的审美品味，更方便的开启体验，更舒适的酒质享受，更精致的工艺防伪	体验更舒适 采用绵柔型核心酿造工艺 多种微生物共同发酵 香与味的全面协调 入口更绵柔、下咽更顺滑、回味更长久的 体验感
科技防伪，保真有加 多重科技防伪 喝起来更安心		互动焕新 “红包玩法”同步升级 扫码中奖率 100% 领取红包后，有机会“再来一瓶”	

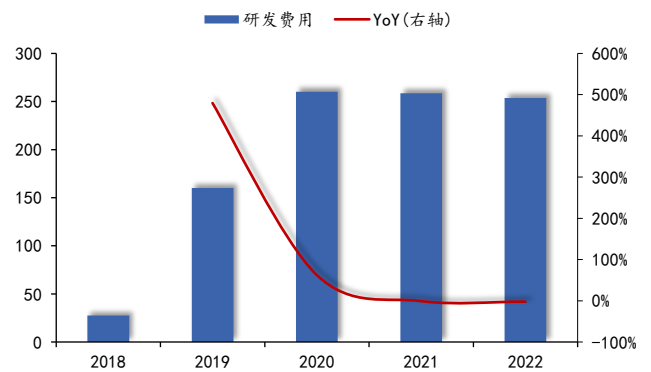
资料来源：华安证券研究所整理

人才保障+费用投入形成技术优势，基酒研发+智能酿造推动酒质提升。公司始终视人才和科研建设作为品质提升的技术保障，截至 2022 年底，洋河拥有 39 名国酒大师，78 名省级品酒委员，1975 名技术类人员，具有 10 个国家和省级技术开发平台。在中国酒业协会主办的第六届全国品酒师大赛中，公司代表蝉联五届冠军，6 名代表进入榜单前十，充分彰显了公司强大的技术优势和人才势能。公司多项研究成果荣获“食品工业科学技术奖”一等奖、“教育部科学技术进步奖”二等奖等。2019 年，公司研发投入大幅提升，同比增幅接近 5 倍，此后三年保持了研发费用的高位支出。同时洋河 2022 年研发投入也排在所有上市白酒企业中的首位，体现了公司对于科技带动品质的高度重视，公司研发构建的“大基酒组合”技术体系，将为洋河酒质提升持续赋能。另外，公司致力于打造智能酿造项目，建立标准化生产体系，实现生产数字化和智能化，实现酿造源头到终端的数据追溯，使生产工艺标准化与精准化，公司的基酒储存天数同业领先达 837 天，产品质量更为优质稳定。

图表 31 上市白酒企业 2022 年研发费用排名 (亿元) 图表 32 研发费用保持高位 (百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 近年来洋河所获技术研发奖项

年份	荣誉及奖项
2020	“绵柔型风味曲酿造关键技术与智能化生产的研究与应用”获“食品工业科学技术奖”一等奖
2020	第四届全国白酒酒职业技能竞赛包揽前4
2021	“传统酿造食品高效安全生产关键技术及产业化”荣获“教育部科学技术进步奖”二等奖
2018	在中国酒协主办的六届全国品酒师大赛中
-2022	公司代表荣获第二届至第六届冠军

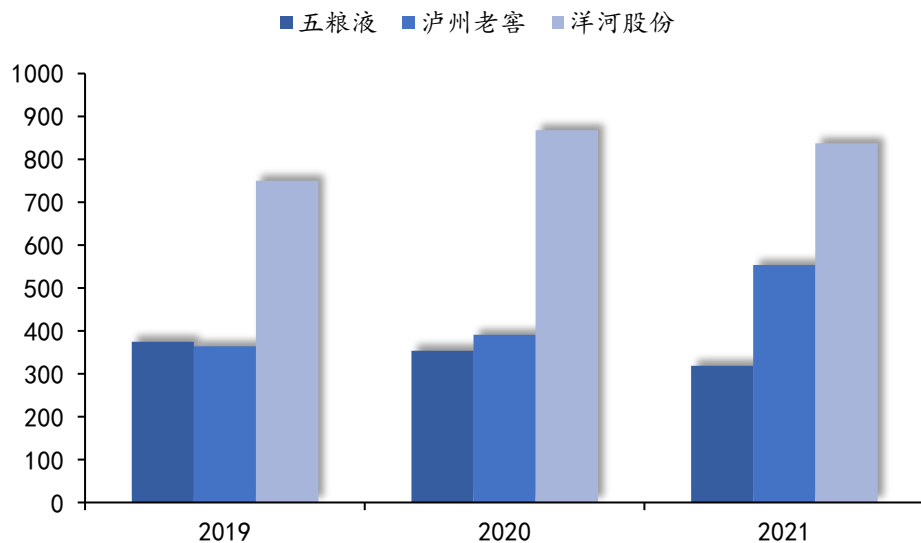
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 34 2019 年以来洋河生产酿造主要研发项目

项目	主要内容	建设成果
“大基酒组合”技术体系	形成基酒战略储备和技术研发平台,多层次提升香气优雅度,味觉醇厚度和饮后舒适度	多项科研成果再创佳绩
智能酿造项目	通过深度应用制造执行系统(MES)建立标准化生产体系,实现生产数字化和智能化、酿造源头到终端的数据追溯,使生产工艺标准化与精准化,产品质量更稳定	2020年获批江苏省智能制造示范工厂建设项目
基于风味物质导向的功能菌研究	制备生物功能性菌,构建功能微生物菌群	
基于大曲特征风味提升的微生物生态调控技术研究及应用	优化大曲生产工艺,提高曲质风味特征。	
年轻化、个性化、时尚化产品研究	为年轻消费者提供时尚、健康、个性的新品酒饮	
原酒品质差异性及其典型特征关键成分研究	解析不同原酒感官差异的原因。	
酿造环境微生物体系交互研究	解析夏秋产区酿造环境微生物组成,阐述环境微生物与酿酒生产交互作用。	

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 三大浓香型白酒企业基酒贮存天数对比 (单位: 天)



资料来源: 胜马财经, 华安证券研究所

2.2.3 “一主多辅”取代深度分销，渠道逐渐理顺

渠道建设是洋河最为突出的竞争力之一，经历了“酒店盘中盘”模式、“4×3”模式、厂商“1+1”模式、“522”极致化工程等多轮探索与变革，洋河顺应时代变革，深度改革期用“一主多辅”取代深度分销，逐步厘清渠道顽疾：

● 深度分销 (2003-2018)：

2003年，白酒行业处于“渠道为王、终端制胜”的时代，掌握渠道终端对酒企尤为重要；为加强对经销商控制，稳定价格体系，洋河率先推出“1+1”的深度分销模式，由厂商直控终端，经销商配合厂商完成渠道开发等工作。

2004年，伴随商务消费崛起，洋河效仿口子窖开启“酒店盘中盘”模式，将资源集中投放在核心酒店，针对核心消费者推广蓝色经典系列产品，形成消费偏好，通过“小盘”拉动“大盘”，带动市场。

2005年，随着酒店渠道竞争加剧，企业渠道费用逐步增加，加之消费者自带酒水现象愈发严重，“酒店盘中盘”模式不再能迎合洋河需求，其通过“消费者盘中盘”模式及“三方联动、三位一体、三大标准、三者关系”优化“酒店盘中盘”模式，将优质企事业单位视作核心小盘，培养核心消费群以带动目标消费群，通过“小盘”拉动“大盘”，扩大消费群体，助力开发团购渠道。

2008年后，政商交流与商业活动日益活跃，洋河抓住契机，开展“5382”工程，根据“5个围绕，3个调整，8个要点，2个要求”进一步强化团购渠道地位。

2011-2012年，洋河进一步强化深度分销力度，省内开展“天网工程”，将渠道进一步下沉至县镇，省外开发“新江苏市场”，将上海、安徽、浙江、河南、山东、河北等地打造成样板市场，推进全国化战略。

2013年，受三公消费政策影响，占据中高端白酒核心消费的政商务消费受到限制，洋河通过“社区盘中盘”模式以及线上渠道布局进行改革，以商务团购为核心，以社群为载体转向大众消费；同时成立互联网创新中心，自建电商平台并在天猫、京东等电商平台上新产品，深化市场布局。

2013-2015年，洋河模式获得一定成效，相较于其他酒企，洋河调整期下滑幅度较少。2015年后白酒行业逐步复苏，占据中高端消费核心的政商务消费开始理性回归，洋河推出“522极致化工程”，提出5个极致化目标（氛围营造、消费升级、家宴市场、商务团购、安徽市场打造），2个极致化转型（互联网极致化，市场投入）以及2个极致化保障（机制与组织），强化渠道精耕细作能力。

2016年后：白酒行业由渠道力推动逐步转为消费者培育和品牌驱动，过往以厂家为主导的深度分销模式不再适应发展趋势，洋河深度分销模式弊端逐步显现。

● 一主多辅 (2019-至今)：

2019年洋河步入深度调整期，为缓解现状提出“一商为主，多商为辅”的策略，加强经销商的影响力，借助经销商力量推动洋河发展。改革后公司在片区内剔除实力较弱经销商，提拔实力最强的主渠道商负责全局，由厂家同核心经销商共同推主导产品，其它经销商为其辅助并负责推非主导产品。公司聚焦经销商结构优化，围绕“招大商、扶优商、强好商”，完善经销商帮扶和培育体系，推进经销商队伍质量不断提升。

图表 36 洋河渠道/营销模式变革历程

时间	渠道/营销模式	背景	内容
----	---------	----	----

2003年-2012年	“1+1”模式	曾经以经销商为主的模式使得厂家对经销商控制力不强，厂家利益受损	厂商直接掌控终端，经销商配合厂商完成渠道开发等工作
	“酒店盘中盘”模式	2003-2004年，商务消费崛起，同时口子窖“盘中盘”模式取得一定成效	重点开发核心酒店，影响核心人群，带动整体市场
	“4*3”模式	2005年后，餐饮终端陷入恶性循环，企业投入渠道费用增加；同时，消费者自带酒水，“盘中盘”优势削弱	通过“三方联动、三位一体、三大标准、三者关系”优化“盘中盘”模式，直面更多消费群体，助力开发团购渠道
	“消费者盘中盘”模式		厂家联合，将优质企事业单位视作核心小盘，培养核心消费群以带动目标消费群，通过“小盘”拉动“大盘”
	“5382”工程	行业环境利好，政商交流同商业活动日益活跃，企业全国性扩张需求增加	根据“5个围绕，3个调整，8个要点，2个要求”进一步发展团购渠道
	天网工程	2011年，洋河的海天系列，适合下沉至乡、镇、县的深度分销策略	全面推进渠道分销，将终端不断下沉至县镇，同时通过具有排他性的终端陈列及抢占门头广告位资源，将同价位的其他品牌拦截在零售终端之外
	新江苏市场	白酒行业进入调整期	以省为单位，将上海、安徽、浙江、河南、山东、河北等地打造成样板市场，加强省外话语权，推进全国化战略
2013年-2015年	“社群盘中盘”模式	三公消费危机爆发，旧体系不再适用；同时，企业判断行业将走向大众品化和快消品化	以商务团购为核心，以社群为载体
	线上布局	线下市场资源竞争愈发激烈，互联网消费热度上升	2013年率先提出“拥抱互联网”战略，专门成立互联网创新中心，在天猫、京东开店，自建电商平台、微店上新产品；2018年同苏宁签订战略合作协议。
2015年-2018年	“522”极致化工程	2015年，中高端消费核心的政商务消费开始理性回归，公司意图加速开拓省外市场	提出5个极致化目标，2个极致化转型，2个极致化保障，强化渠道精耕细作能力
2019年至今	一商为主，多商为辅	2019年行业高景气，洋河营收下滑；营销系统老化及刚性考核，经销商积极性下降，价格下行	区域内指定一家最强经销商，剔除实力较弱经销商，其他经销商作辅助

资料来源：华安证券研究所整理

2.3 改革红利逐步兑现，洋河有望再发力

2.3.1 梦系列再度引领升级，双沟与海天共舞

聚焦梦之蓝高举高打，产品多元全价位带覆盖。公司目前经营的产品主要包括洋河、双沟、贵酒三大白酒品牌以及星德斯红酒。其中，洋河包含蓝色经典系列、洋河大曲系列以及微分子系列；双沟包含绵柔苏酒系列、双沟珍宝坊系列及柔和双沟系列；贵酒包含贵系列、品系列、贵阳大曲系列及黔春系列。依据出厂价，公司产品被划分为中高档产品及普通品：出厂价 ≥ 100 元/500ml的定位为中高档产品，


主要包括梦之蓝手工班、梦之蓝 M9、梦之蓝 M6+、梦之蓝水晶版、苏酒、天之蓝、珍宝坊（帝坊、圣坊）、海之蓝等，收入占比约为 85%；出厂价 < 100 元/500ml 的定位为普通产品，主要代表有洋河大曲、双沟大曲等，收入占比约为 11%。同时，洋河实现从高端到中低端全价格带覆盖：目前 M9、手工班、苏酒 52 度头排酒、52 度绿苏等主打高端价格带，梦之蓝 M6+、梦之蓝水晶版、天之蓝、双沟珍宝坊封坛酒、帝坊、圣坊等卡位次高端价格带，洋河大曲、柔和双沟等系列则占据百元以下价格带。

产品策略方面，2003 年，省内外均主打海之蓝，2008 年后省内通过梦之蓝等高端产品来引领，省外主推海之蓝及天之蓝，并逐步导入梦之蓝系列。2020 年，老版 M6、M3 先手升级换新后，省内外逐步聚焦梦之蓝，以梦系列产品引领整体发展，并计划将 M6+ 打造为百亿大单品。

图表 37 洋河产品矩阵

品牌	系列	产品名称	主流度数与规格	零售价	产品图片	
洋河	蓝色经典系列	梦之蓝手工班	52 度 500ml	2988 元/瓶		
		梦之蓝 M9	52 度 500ml	2099 元/瓶		
		梦之蓝 M6+	52 度 550ml	928 元/瓶		
		梦之蓝水晶版 M3	52 度 550ml	698 元/瓶		
		天之蓝	42 度 480ml	335 元/瓶		
		海之蓝	42 度 480ml	154 元/瓶		
	洋河大曲系列	蓝瓷	42 度 480ml	60 元/瓶		
		青瓷	42 度 500ml	50 元/瓶		
		新天蓝	42 度 500l	60 元/瓶		
		蓝优	42 度 480ml	30 元/瓶		
	微分子系列	微客升级版	43.8 度 500ml	358 元/瓶		
		微客 V6	43.8 度 500ml	719 元/瓶		
		微客宿迁版	43.8 度 500ml	450 元/瓶		
		微客	43.8 度 500ml	340 元/瓶		
	双沟	绵柔苏酒系列	苏酒头排酒	52 度 260ml*2	1819 元/瓶	
			苏酒苏绿	52 度 48ml	1128 元/瓶	

	双沟 珍宝坊系列	双沟帝坊	42 度 480ml	710 元/瓶		
		双沟圣坊	42 度 500ml	268 元/瓶		
		双沟君坊	41.8 度 500ml	128 元/瓶		
	柔和双沟系列	柔和双沟 (金)	42 度 450ml	138 元/瓶		
		柔和双沟 (铂金版)	42 度 450ml	358 元/瓶		
		柔和双沟 (银精品)	42 度 450ml	99 元/瓶		
		柔和双沟 (红精品)	42 度 450ml	68 元/瓶		
	贵酒	贵系列	贵 5	53 度 500ml	1298 元/瓶	
贵 10			53 度 500ml	658 元/瓶		
贵 15			53 度 500ml	398 元/瓶		
贵 30			53 度 500ml	278 元/瓶		
品系列		心品	53 度 500ml	238 元/瓶		
		傢品	53 度 500ml	168 元/瓶		
曲阳大贵系列		曲阳大贵 (大爽)	53 度 480ml	168 元/瓶		
		曲阳大贵 (小爽)	53 度 480ml	148 元/瓶		
黔春系列		黔春 (金)	53 度 480ml	168 元/瓶		
		黔春 (红)	53 度 480ml	148 元/瓶		
星得斯		星得斯系列	星得斯 1520 (1)	13.5 度 750ml	498 元/瓶	
			星得斯 1520 (3)	13 度 750ml	398 元/瓶	
	星得斯 1520 (5)		12.5 度 750ml	298 元/瓶		
	星得斯 1520 (7)		12.5 度 750ml	218 元/瓶		
	星得斯树藤 (5)		12.5 度 750ml	208 元/瓶		
	星得斯树藤 (10)		12.5 度 750ml	288 元/瓶		
	星得斯树藤 (15)		12.5 度 750ml	388 元/瓶		

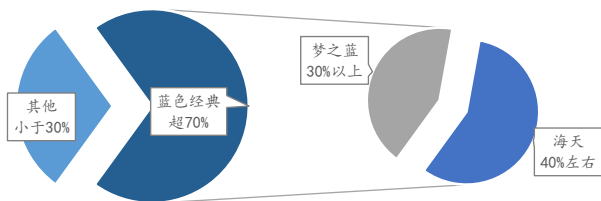
		星得斯树藤 (20)	13.5 度 750ml	488 元/瓶	
--	--	------------	--------------	---------	---

资料来源：洋河官网，京东旗舰店，淘宝旗舰店，华安证券研究所

M6+引领次高端升级，水晶版跟随扩容。梦系列于 2020 年完成 M6+和水晶梦两款大单品的换代升级，2021 年基本实现新老产品的交接完成。标志着洋河下一阶段增长以及引领消费升级的核心驱动已准备完毕。分产品来看，M6+提前卡位 600+元价位带，此价位带尚无优势竞争对手，商务消费升级红利之下 M6+得以快速放量，同时未来伴随省内宴席场景等价格带进一步向 600 元+靠拢，M6+有望顺势抢占主流消费市场；M3 水晶版定位跟随 M6+，着眼于省内 400 元+宴席价位带以及省外商务接待用酒，M3 水晶版在该价位带省内宴席市场占据优势地位；M9 及手工班战略布局高端价格带提升品牌势能，仍以基地市场消费为主，董事长张联东表示，从 2023 年开始，公司将进一步加大 M9、手工班高端产品的市场拓展力度，逐步扩大高端产品在营收中的占比。2022 年公司产品结构中，蓝色经典系列销售口径占比超 70%，其中梦之蓝占比在 30%以上，对应梦系列占比蓝色经典在 43%左右，这一比例较 2018 年占比 (37%) 有所提升，我们认为伴随中间及以上价格带的不断发力，收入结构将带动毛利得到显著改善。

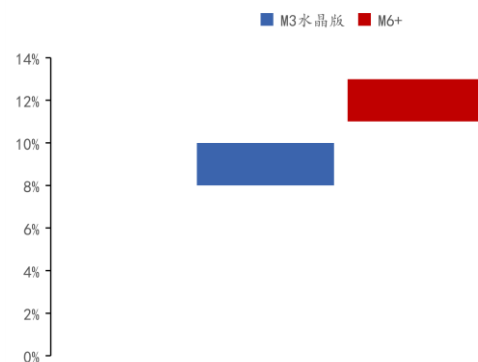
此外，梦系列换代以来，渠道利润大幅改善，M6+在 11-13%左右，水晶版在 8-10%之间，渠道信心和推力大幅改善。我们认为：1)由于江苏省内消费水平较高，省内 600-800 元价位带已进入发力成长期，M6+有望延续增势；2)苏中、苏北及邻近外省次高端白酒消费普遍向 400-600 元价格带升级，M3 水晶版亦将受益于消费提档升级；3)M9 及以上高端线产品，受益于经济复苏与消费回暖，叠加公司加大力度推广，今年有望实现较快成长。

图表 38 2022 年公司产品结构占比



资料来源：公司业绩说明会，华安证券研究所

图表 39 M6+及水晶版渠道利润率



资料来源：塔坚研究，华安证券研究所

海、天系列尚处省外主流价位带，有望维持稳定增长。新版海、天系列所处的 150 元和 300 元价位带在省内苏北市场处于主流，省内消费提档下增量空间有限，以维持存量市场为主。环江苏省外市场消费升级节奏滞后于江苏省，主流价位带集中于 100-300 元，新版海、天在省外市场的消费场景较为丰富，适用于宴请、政务、县乡礼赠等场景。升级换代后的海、天系列产品，一方面依靠品质加持更好地满足

消费者需求，另一方面借助数字化营销系统保证价盘稳定和精准费用投放，新版海、天系列渠道利润有所回升，渠道信心修复。目前，海、天系列省外收入占比早已超过省内，我们认为，海、天系列正处于省外市场主流价位区间，考虑到升级换新后带来的多维改善，海、天系列有望维持稳定增长，充当公司省外扩张的基石，预计海、天系列未来省外占比仍将进一步提升。

图表 40 2022 新版海之蓝（第六代）



图表 41 2021 新版天之蓝（第六代）



资料来源：公开资料，华安证券研究所

资料来源：公开资料，华安证券研究所

双沟独立运作，名酒复兴可期。有文字记载的双沟酿酒始于 1000 多年前的宋代，唐末宋初时期则形成了“家家酿美酒，户户备佳酿”的酿酒风气，清末时期双沟大曲声名远播。孙中山先生曾为双沟大曲题词“双沟醴泉”，陈毅元帅曾称赞其“不愧天下第一流”。1955 年，双沟大曲在全国第一届酿酒会议上被评为甲等第一名，荣登榜首；1979 年全国第三届评酒会又授予 39 度双沟特液金质奖；1984 年第四届全国评酒会、1989 年第五届全国评酒会上双沟大曲又两次获得“中国名酒”称号。双沟具备强大名酒基因，拥有深厚的历史底蕴，曾经在发展中存在一定弱化，当前“双名酒”为公司基本战略，双沟品牌得以独立运作。为积聚双沟效能，公司单独成立双沟销售公司，并围绕组织架构调整，为双沟销售公司和相关大区进行人员配置。产品方面，双沟拥有苏酒、珍宝坊、柔和双沟、双沟大曲四大主导产品系列，其中苏酒和珍宝坊系列产品占据收入大头。目前，双沟品牌的定位是区域全国化，并对洋河空缺价位带进行补充，公司重点培育头排苏酒、绿苏，旨在拔高双沟品牌的同时，占位高端价位带，200-300 元以及 150 元以下价位带则通过珍宝坊及柔和双沟系列重塑品牌，唤醒消费者记忆。双沟曾公开表态，计划十四五前（2025 年）实现 100 亿，跻身中国酒企“百亿阵营”。

图表 42 双沟大曲获第一届酿酒工业大会甲等第一名 图表 43 双沟弥补主品牌空缺价位带

項目	省名	廠名	品名	原料	酒度	等級	名次 (依分數為序)
13	江蘇	雙溝釀酒廠	雙溝大曲	谷米	64	甲	1
41	遼寧	遼陽釀酒廠	燒酒	高粱	60	"	2
53	山東	威海釀酒廠	白葡萄酒	甘藷乾	76	"	3
5	山西	杏花村釀酒廠	汾酒	高粱	65	"	4
20	安徽	濉溪釀酒廠	高粱大曲	高粱	65	"	5
19	陝西	鳳縣釀酒廠	西鳳酒	高粱	66.7	"	6
4	山西	杏花村釀酒廠	竹葉青	汾酒及材		"	7
10	貴州	安順釀酒廠	楠子酒	糯谷	50	"	8
24	四川	重慶工業試驗所	楠子酒	糯谷	55.6	"	9
9	貴州	茅台釀酒廠	茅台酒	糯高	55	"	10
		貴州釀酒廠	茅台酒	糯高	65	"	11



资料来源：双沟公司官网，华安证券研究所

资料来源：华安证券研究所

赋能贵州贵酒，静待动能释放。近年来酱酒行业快速崛起，2022年以10.43%的产能实现了行业39.51%的销售利润。洋河前瞻布局酱酒赛道，在2016年全资收购贵州贵酒，构建了酱香型白酒业务平台，对公司白酒核心业务的香型进行补充。贵酒先后在贵州贵阳修文和龙场镇、遵义仁怀茅台镇建设了生产基地，公司拥有的两大生产基地，总占地面积约500亩，可年产优质大曲酱香7000吨，储酒能力达28000吨，现已打造贵酒系列、贵阳大曲系列两大主导产品系列。2021年，公司加强贵酒资源配置，推进贵酒全国化布局，已构建四个销售区和一个大客户部，人员及组织架构得到扩充和完善。目前，贵酒的营销体系已经独立，贵酒高端产品—贵酒世家的TVC和品牌宣传片在央视和分众传媒全面投放。2023年，贵酒顺应消费趋势推出老字号红和老字号金，定位百元酱酒，最低团购价分别为198元/瓶和268元/瓶，填充了百元价位酱酒品类选择。未来贵酒的定位是全国区域化，将重点做好品质提升，拔高贵酒品牌形象，聚焦板块市场，营造全新生态。在酱酒行进中场和消费升级趋势下，贵州贵酒有望借助洋河资源优势，在酱酒赛道释放新势能。

图表 44 酱酒行业产能、收入、利润情况 (2022年)



资料来源：权图酱酒工作室，华安证券研究所

图表 45 贵酒世家登陆央视



资料来源：华安证券研究所整理

图表 46 贵酒推出百元价格带酱酒产品



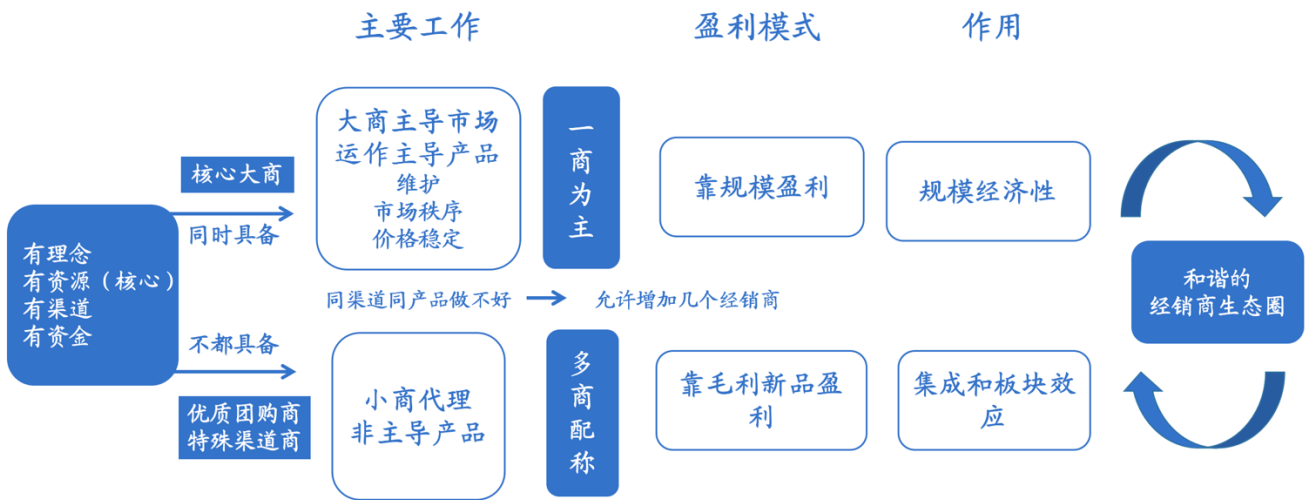
资料来源：微酒，华安证券研究所

2.3.2 厂商一体增渠道推力，数字化系统促产销转型

“一商为主，多商配称”形成厂商和谐生态，费用投放以消费者为核心强化终端培育。“一商为主，多商配称”的渠道架构是洋河在经销商关系中做出的重要调整，公司对具备资源和实力的区域核心大商让权，由其运作主导产品，提升其积极主动性，维护市场秩序和价格稳定，在盈利模式上靠规模实现经济性。同时，公司发展优质团购商和特殊经销商作为辅助，代理非主导产品，靠毛利新品盈利，形成集成和板块联动。“一商为主，多商配称”模式改善了深度分销模式存在的弊端，淘汰了部分不合格经销商，理顺不同等级经销商职能，保证整体价盘稳定，助力渠道利润的改善，打造了和谐的厂商生态。从结果上，洋河经销商数量从 2019 年的“破万”连续两年精简，2020 年/2021 年分别留存 9051 家/8142 家，直至 2022 年公司全年净增加经销商 96 家。可以看出，2022 年洋河经销体系已经基本稳定，未来公司将会继续坚持推进“强商工程、富商工程、扶商工程”，可以期待洋河核心优商模式下的高质量发展。

在白酒行业从渠道力推动转为消费者培育驱动的时代，公司不断深化消费者至上的理念，将费用投放向消费者培育端倾斜，并根据不同品类的产品确定其费用率。上述费用投放原则一方面实现了高效率的精准投入，另一方面有效强化与终端客户互动，提升用户转化效率，讲述好品牌文化故事，形成消费者对洋河名酒形象的全新认知。

图表 47 一商为主、多商配称的渠道模式



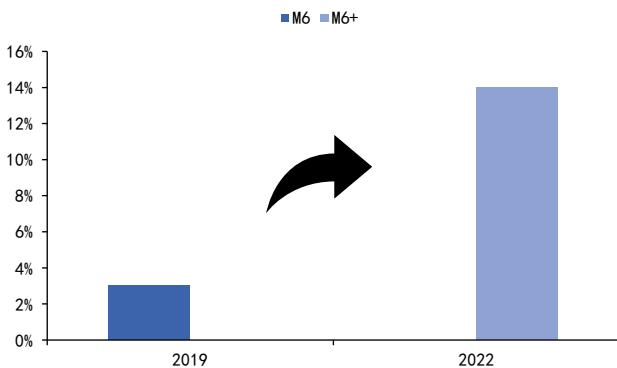
资料来源: 渠道调研, 华安证券研究所

图表 48 洋河渠道模式的转化

深度分销		一商为主、多商配称	
问题	弊端	内容	改善
经销商数量众多 质量能力参差不齐 管理混乱	经销商竞争激烈 利润压低 部分经销商退出	大商主导, 小商为辅 清理不合格经销商	理清职能, 更好发挥各自效能 良性竞争, 渠道利润提升 优质经销商回归
厂家主导市场 经销商职能被削弱	经销商积极性低 能动性差	核心大商主导市场 更具主动权	经销商积极性提升
渠道为主的费用投放	投放效能低	消费者为主的费用投放	投入产出效应提升

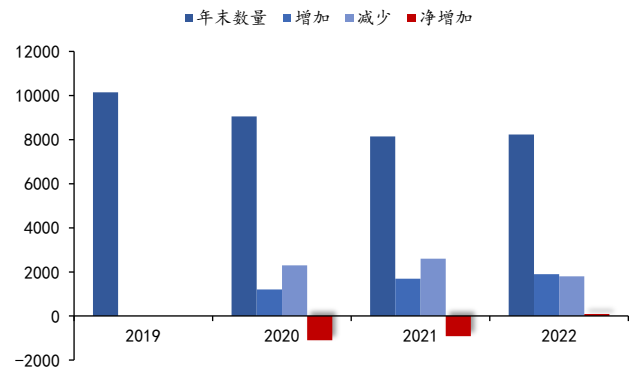
资料来源: 华安证券研究所整理

图表 49 次高端产品渠道利润率显著增厚



资料来源: 市值观察, 华安证券研究所

图表 50 经销商数量连续两年精简



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

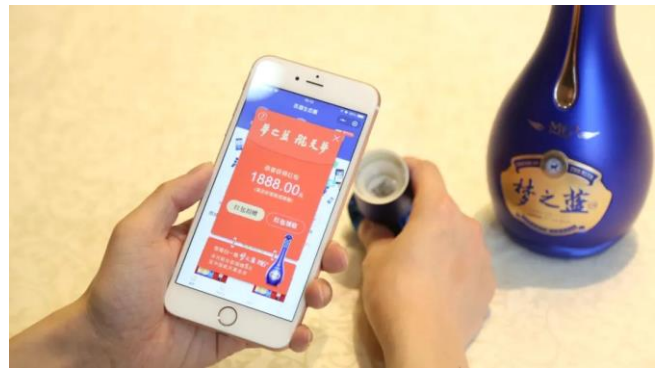
数字化营销系统助力控货稳价，消费者至上助推体验提升。在数字化营销体系方向，洋河同样进行了变革尝试，目前成果显著：1) 经销商和终端渠道实现了在线化，进销存信息和渠道物流信息均能实时可见，公司得以及时监测进出库和库存数据，以此更好的进行控货稳价和精准费用投放，窜货现象也得到了有效遏制。2) 用户端数据化使开瓶数据、用户需求等因素实时反馈至公司，利于公司打造相对应的消费者互动场景提升消费者粘性。例如梦之蓝 M6+发起了“百万航天合伙人”计划，用数字化技术打通线上、线下两个营销场景，参与到航天公益的同时，不断地强化消费者与梦之蓝 M6+品牌精神的共鸣共振。3) 数字化营销通过 B、C 端联动，打通了线上线下消费场景和全产业链数字化升级，业务信息化得到实现，目前已达到经销商 100%、经销商环节 95%、终端门店 90%、消费者 80%的扫码率。

图表 51 洋河营销数字化的核心思路



资料来源：华安证券研究所

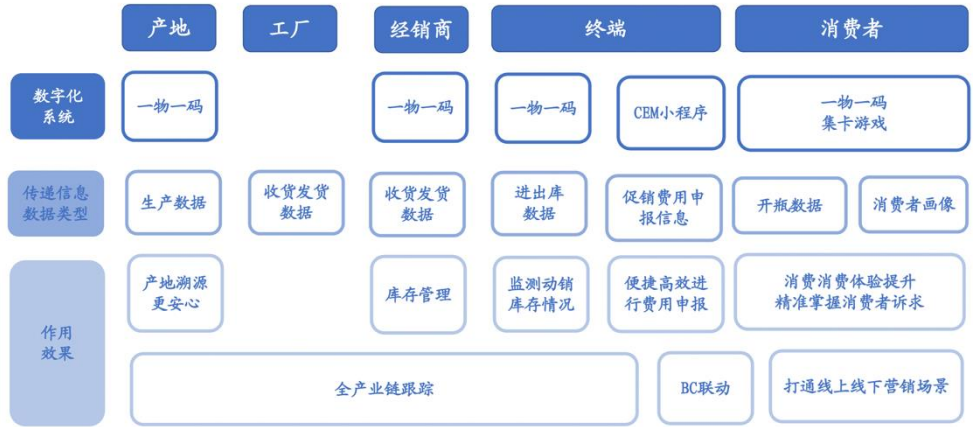
图表 52 数字手段搭建“百万航天合伙人”计划



资料来源：云酒头条，华安证券研究所

在生产端，洋河智慧工厂构建了全产业链质量追溯系统，实现了传统酿造与智能化酿造相结合、智慧化包装与现代化物流相匹配、科技创新与标准化管理相融合。在消费端，洋河从消费者体验入手，通过与消费者的数字化互动，捕捉消费者偏好、分析消费者行为、贴合消费者需求，打造个性化、有温度的消费体验。公司将消费者至上的理念融入数字化营销，营销势能在科技信息助力下不断释放。

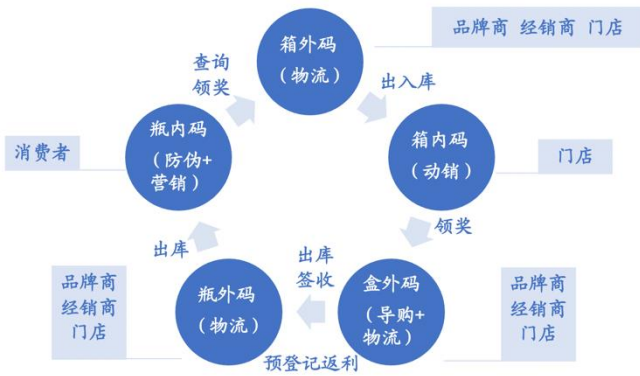
图表 53 洋河的数字化系统



资料来源：宿迁国资公众号，华安证券研究所整理

图表 54 洋河数字化营销的“五码关联”

图表 55 洋河数字化营销的三化目标



资料来源：米多，华安证券研究所

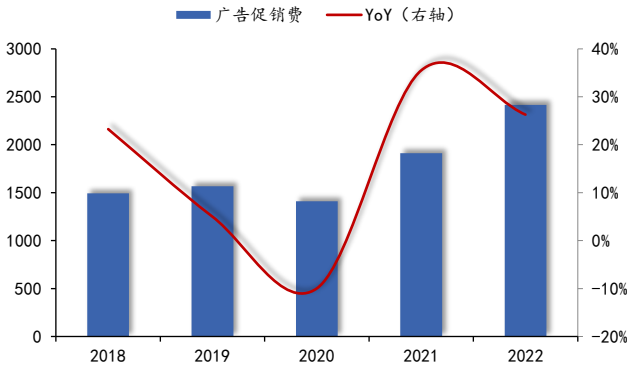


资料来源：中国酒讯，华安证券研究所

2.3.3 名酒形象天地广阔，品牌价值全球领先

情感共鸣到名酒 IP 打造，品牌营销效果显著。2003 年，洋河推出广告语“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”，用广阔的天地与大海演绎品牌文化。饮酒即是品味，洋河把握消费者心理，将男人的胸怀类比广阔的天与海，拉动消费者共鸣，一举打响蓝色系列。2008-2012 年，洋河借势奥运、助力央视节目，以天之蓝为核心，提升蓝色系列知名度。2013-2022 年，洋河进一步提升格局，不再满足于只达到“同消费者共鸣”的层面，将自身与“家国”相连，精准定位次高端，聚焦梦之蓝，通过合作 G20 等峰会及中国航天业，打造“新国酒”的品牌认知，巩固名酒品牌形象，加强品牌力，拉升消费者好感。上市至今，洋河营销方面投入不断提升，2022 年广告促销费达 24.14 亿元，同比上升 26%，广告费用率处于同业前列。品牌价值方面，Brand Finance 发布的 2022 年度全球最具价值烈酒品牌 TOP10 中，洋河股份以 64 亿美元的品牌价值荣登榜单第四名；同样在“2023 中国品牌价值”上洋河以 773.17 亿元品牌价值荣登轻工领域第三、白酒行业第二，名酒品牌形象深入人心。

图表 56 洋河广告促销费 (百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 57 洋河位列全球烈酒品牌价值榜第四

Logo	Name	Country	2022
	Moutai	China	\$42,905M
	Wuliangye	China	\$28,744M
	Luzhou Laojiao	China	\$7,266M
	Yanghe	China	\$6,446M
	Hennessy	France	\$5,162M
	Shanxi Xinghuacun Fen Wine	China	\$4,992M

资料来源: Brand Finance, 华安证券研究所

图表 58 洋河品牌营销一览

年份	营销事件
2003	广告语“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”打响蓝色经典系列
2008	借势北京奥运会,洋,开展“争金夺银,中国加油”大型主题性活动,推广蓝色经典系列
2009	蓝色经典系列于央视《经济半小时》与《晚间新闻》特约播放;投放“海天梦想蓝色力量”广告片,庆祝新中国成立 60 周年
2010	蓝色经典系列连续四年冠名《青年歌手电视大奖赛》
2011	独家冠名《蓝色经典·天之蓝 2010 年 CCTV 中国经济年度人物评选》及《蓝色经典·天之蓝 2010 年 CCTV 感动中国年度人物评选》;于 5A 景区、核心城市高速收费站及服务区投放广告
2012	选作伦敦奥运会中国体育健儿壮行庆功专用白酒;公益支持央视节目《寻找最美乡村医生》
2014	聘请新生代艺人陈伟霆代言“洋河 1 号”,以传递年轻、时尚的品牌信息
2016	G20 峰会,梦之蓝选作为新国酒代表
2017	“一带一路”峰会,洋河“梦之蓝”M9 入选宴会用酒
2018	成为互联网大会指定用酒;M9 入选上海合作组织青岛峰会指定产品
2019	正式成为“中国航天事业合作伙伴”
2020	中国第九届白酒 T9 峰会
2021	为中国探月工程团队颁发“航天梦之蓝特别奖”,向英雄致敬;M6+推出短视频《大国梦想,有你担当》
2022	梦之蓝手工班品牌 TVC 登陆央视;发布广告片“贵酒世家”及宣传片“贵酒之贵”
2023	洋河老酒文化复兴价值论坛;梦之蓝薛之谦“天外来物”巡演

资料来源: 洋河股份铁粉圈, 华安证券研究所整理

3 盈利预测与关键假设

白酒: 考虑苏酒消费结构升级的确定性与蓝色经典系列的高势能, 预计梦之蓝将继续引领增长动能, 其中 M6+增速预计维持 20%以上, 我们预计公司 2023-2025 年白酒销量增速分别为 15.0%/10.0%/8.0%, 整体吨价增速分别为 2.5%/6.5%/7.0%, 吨成本增速分别为-2.0%/4.5%/7.5%。

红酒：考虑到公司红酒产品占比较小，波动性相对较大。我们预计公司 2023-2025 年红酒销量增速分别为 5.0%/2.0%/8.0%，吨价增速分别为 4.5%/3.0%/3.5%，吨成本增速分别为 3.0%/2.0%/2.0%。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 353.04/411.90/474.67 亿元，同比 +17.3%/16.7%/15.2%；2023-2025 年归母净利润分别为 113.98/135.92/160.57 亿元，同比 +21.5%/+19.3%/+18.1%，对应 PE 分别为 17.8/14.9/12.6 倍，给予“买入”评级。

图表 59 洋河营收拆分与预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	21101	25350	30105	35304	41190	47467
Yoy	-8.76%	20.14%	18.76%	17.27%	16.67%	15.24%
营业成本	5852	6255	7646	8508	9675	11137
yoy	-11.69%	6.90%	22.22%	11.29%	13.71%	15.11%
平均毛利率	72.27%	75.32%	74.60%	75.90%	76.51%	76.54%
白酒						
收入	20152	24440	29339	34583	40514	46818
yoy	-8.26%	21.28%	20.04%	17.88%	17.15%	15.56%
成本	5145	5603	7127	8032	9233	10719
yoy	-8.84%	8.91%	27.19%	12.70%	14.95%	16.10%
销量(吨)	155757	184001	195323	224621	247083	266850
yoy	-16.27%	18.13%	6.15%	15.00%	10.00%	8.00%
吨价(万元/吨)	12.94	13.28	15.02	15.40	16.40	17.54
yoy	9.57%	2.66%	13.09%	2.50%	6.50%	7.00%
吨成本(万元/吨)	3.30	3.05	3.65	3.58	3.74	4.02
yoy	8.88%	-7.80%	19.82%	-2.00%	4.50%	7.50%
红酒						
收入	182	198	161	177	186	207
yoy	-6.38%	9.13%	-18.86%	9.72%	5.06%	11.78%
成本	99	100	88	95	99	109
yoy	-23.56%	0.78%	-11.69%	8.15%	4.04%	10.16%
销量(吨)	3202	2655	2407	2527	2578	2784
yoy	-34.03%	-17.10%	-9.34%	5.00%	2.00%	8.00%
吨价(万元/吨)	5.68	7.48	6.69	6.99	7.20	7.45
yoy	41.92%	31.65%	-10.50%	4.50%	3.00%	3.50%
吨成本(万元/吨)	3.09	3.75	3.65	3.76	3.84	3.92
yoy	15.88%	21.58%	-2.59%	3.00%	2.00%	2.00%
非酒类收入						
营业收入	767	712	605	545	490	441
yoy	-20.56%	-7.21%	-14.96%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
营业成本	608	553	431	381	343	309
yoy	-28.73%	-9.18%	-22.07%	-11.48%	-10.00%	-10.00%

资料来源：华安证券研究所整理

洋河股份兼有东部区域龙头与泛全国化酒企的双重属性，在价格带上偏重次高端及以下、且有升级趋势，因此选取具备区域酒及消费升级属性的口子窖、迎驾贡酒、今世缘，以及泛全国化程度较高的区域龙头古井贡酒作为可比估值对象，对应2023年估值分别为17.3/21.0/22.2/31.5倍，洋河股份对应17.8倍处于合理区间内。

图表 60 可比公司一致预期与 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
古井贡酒	251.92	5.95	8.01	10.14	12.74	42.34	31.45	24.84	19.78
口子窖	54.10	2.58	3.12	3.68	4.27	20.97	17.33	14.69	12.67
迎驾贡酒	56.43	2.13	2.69	3.31	4.02	26.49	20.99	17.05	14.04
今世缘	55.69	2.01	2.51	3.13	3.88	27.74	22.19	17.79	14.36

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所整理，截至 2023 年 5 月 31 日

图表 61 公司 PE-TTM 走势



资料来源：Wind，华安证券研究所整理

风险提示：

消费复苏不及预期、消费升级放缓、区域扩张不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	51512	62220	71389	82989	营业收入	30105	35304	41190	47467
现金	24375	30040	38284	43385	营业成本	7646	8508	9675	11137
应收账款	45	14	55	24	营业税金及附加	4388	5119	5973	6883
其他应收款	74	24	91	41	销售费用	4179	4695	5478	6313
预付账款	11	13	15	17	管理费用	1936	2224	2471	2611
存货	17729	22449	23238	29354	财务费用	-636	-244	-300	-383
其他流动资产	9277	9681	9707	10168	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	16452	15935	15434	14917	公允价值变动收益	-318	0	0	0
长期投资	33	33	33	33	投资净收益	426	530	618	949
固定资产	5795	5278	4777	4260	营业利润	12509	15177	18099	21381
无形资产	1714	1714	1714	1714	营业外收入	26	0	0	0
其他非流动资产	8910	8910	8910	8910	营业外支出	32	0	0	0
资产总计	67964	78155	86823	97906	利润总额	12503	15177	18099	21381
流动负债	19928	24420	26292	29347	所得税	3114	3779	4507	5324
短期借款	0	0	0	0	净利润	9389	11398	13592	16057
应付账款	1376	1933	1830	2501	少数股东损益	12	0	0	0
其他流动负债	18552	22488	24462	26845	归属母公司净利润	9378	11398	13592	16057
非流动负债	511	511	511	511	EBITDA	12516	15017	17800	20673
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	6.23	7.56	9.02	10.65
其他非流动负债	511	511	511	511					
负债合计	20440	24932	26803	29858					
少数股东权益	50	50	50	50					
股本	1507	1507	1507	1507					
资本公积	905	905	905	905					
留存收益	45063	50762	57559	65587					
归属母公司股东权益	47475	53174	59970	67999					
负债和股东权益	67964	78155	86823	97906					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3648	10930	14541	12287
净利润	9389	11398	13592	16057
折旧摊销	753	613	619	624
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-426	-530	-618	-949
营运资金变动	-6204	-552	947	-3445
其他经营现金流	15727	11950	12645	19502
投资活动现金流	4017	434	499	842
资本支出	-534	-96	-118	-107
长期投资	4129	0	0	0
其他投资现金流	421	530	618	949
筹资活动现金流	-4492	-5699	-6796	-8028
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	122	0	0	0
其他筹资现金流	-4614	-5699	-6796	-8028
现金净增加额	3172	5664	8245	5101

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	18.8%	17.3%	16.7%	15.2%
营业利润	25.2%	21.3%	19.3%	18.1%
归属于母公司净利	24.9%	21.5%	19.3%	18.1%
获利能力				
毛利率 (%)	74.6%	75.9%	76.5%	76.5%
净利率 (%)	31.2%	32.3%	33.0%	33.8%
ROE (%)	19.8%	21.4%	22.7%	23.6%
ROIC (%)	18.6%	20.3%	21.5%	22.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.1%	31.9%	30.9%	30.5%
净负债比率 (%)	43.0%	46.8%	44.7%	43.9%
流动比率	2.58	2.55	2.72	2.83
速动比率	1.69	1.62	1.83	1.82
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.48	0.50	0.51
应收账款周转率	1297.88	1200.00	1200.00	1200.00
应付账款周转率	5.42	5.14	5.14	5.14
每股指标 (元)				
每股收益	6.23	7.56	9.02	10.65
每股经营现金流 (摊)	2.42	7.25	9.65	8.15
每股净资产	31.50	35.28	39.79	45.12
估值比率				
P/E	25.78	17.75	14.88	12.60
P/B	5.09	3.80	3.37	2.98
EV/EBITDA	17.38	11.47	9.22	7.69

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。三年证券研究经验，曾就职于公募基金、券商资管、境外券商等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。

