

# 洋河股份 (002304)

证券研究报告

2021年02月25日

## 拥抱辉煌，直面困境，洋河扬长补短再攀高峰

**拐点显现，重返高质量发展快车道。**至暗时期已过，洋河迎来新生，针对公司快速发展时期带来的渠道利润薄及库存高企两大难题，洋河 2019Q3 进入调整期，2020Q3 底部反弹业绩改善，营收及归母净利润同比增速回正，这是公司在治理、产品、渠道等方面的综合调整所带来的成果。①治理端，管理层优化、回购股份用于股权激励或员工持股；②产品端，M6+的推出表明洋河做最好的自己的态度，以梦系列为主打带动全线产品的升级换代；③渠道端，针对梦系列推出“一商为主，多商配称”的立体化经销商体系，实行配额制控制发货，重新梳理渠道利润。多管齐下，洋河重焕新生。

**抓中间带两边，M6+引领产品结构稳步升级。**产品升级的背景是江苏整体价位带的升级。升级的节奏是步步为营，①M6+与水晶 M 是升级主力，随消费升级、龙头引导、高端茅五价格拔高，M6+开辟了 600-800 元空白价位带，洋河品牌力强，渠道利润足，引领 500 元价位消费群体的升级，水晶 M 升级至 400-500 元价位带，抢占江苏次高端主力价格带，M 系列的占比目前约 30%，未来仍是发力重点；②海天系列逐步调整，海天系列是洋河辉煌期的主力产品，卡位 100-300 元价位带，核心问题是增厚渠道利润且维持其可持续性，预计 2021 年及 2022 年将会有所调整；③M9 及以上高端产品长远布局，洋河向上发力高端势在必行，需以高品质支撑高价值，稳扎稳打，时间的玫瑰孕育成长。

**省内省外同步推进是考验，“省内一核心省外一全国化”递进式复苏。**洋河区域调整的节奏分三步走，首先是省内市场的精心培育，省内是洋河大本营，占公司整体收入 47%，是重要的基地市场，攘外必先安内，全线产品先在省内进行试点，成功后推向省外；其次是省外的核心市场，主要包括河南、山东、安徽、浙江、湖北等，省内模式因地制宜推广省外，再唤起消费者记忆；两次是全国其他省市。区域节奏需稳扎稳打、逐步突破。

**耐心，再耐心，洋河有能力实现往日荣光。**曾经的天时地利人和造就了洋河速度，面对快速发展带来的问题公司也积极应对，度过至暗时刻，白酒存量竞争仍很激烈、消费者口味也在变化，预计未来 5 年是洋河的关键期，洋河按照产品稳步升级、区域递进发展，耐心、再耐心，有望重返高质量发展快车道。

**投资建议：**结合四季度销售情况，下调 2020 年收入增速，预计 2022 年公司产品调整到位后节奏加快，上调 2022 年收入增速，预测 2020-2022 年收入由 226/254/288 亿元调整至 222/249/289 亿元，同比增长 -4.08%/12.38%/16.01%，净利由 77/88/101 亿元调整至 75/85/102 亿元，同比增长 1.41%/13.72%/19.60%，维持公司“买入”评级，目标价格为 226 元。  
**风险提示：**省内竞争加剧，省外扩张不及预期，新品推广不及预期，政策风险，食品安全等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,159.80	23,126.48	22,182.92	24,929.17	28,920.33
增长率(%)	21.30	(4.28)	(4.08)	12.38	16.01
EBITDA(百万元)	11,445.42	10,536.98	10,658.03	12,050.59	14,099.23
净利润(百万元)	8,115.19	7,382.82	7,487.09	8,514.03	10,182.82
增长率(%)	22.45	(9.02)	1.41	13.72	19.60
EPS(元/股)	5.39	4.90	4.97	5.65	6.76
市盈率(P/E)	40.19	44.17	43.56	38.30	32.03
市净率(P/B)	9.69	8.93	8.24	7.57	6.90
市销率(P/S)	13.50	14.10	14.70	13.08	11.28
EV/EBITDA	11.74	13.11	27.59	24.07	20.24

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	198.5 元
目标价格	226 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,506.99
流通 A 股股本(百万股)	1,247.52
A 股总市值(百万元)	299,137.12
流通 A 股市值(百万元)	247,632.38
每股净资产(元)	25.34
资产负债率(%)	20.32
一年内最高/最低(元)	268.60/80.34

### 作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
娄倩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520100002	
louqian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《洋河股份-季报点评:内外兼修持续调整,底部反转业绩回暖》2020-10-23
- 2 《洋河股份-年报点评报告:调整逐步到位,静待业绩回暖》2020-04-30
- 3 《洋河股份-公司点评:调整到位值得期待,疫情放大渠道管控能力》2020-03-02

## 内容目录

1. 期待中的拐点，重返高质量发展快车道 .....	4
1.1. 以时间换空间，渠道两大核心矛盾已逐步厘清 .....	4
1.2. 产品升级，紧跟高端化行业趋势 .....	7
1.3. 管理优化，全新的洋河值得厂商信赖 .....	9
2. 抓中间带两边，M6+的确立表明洋河态度 .....	11
2.1. 新品确立标志着洋河拉升产品结构的决心 .....	11
2.2. 产品品质的提升是复苏的根基，基酒储备是持续提升的根基 .....	13
2.3. 摆正心态，做好当下，未来 5 年任重道远 .....	15
3. 渠道夯实还需假以时日，省内省外同步推进是考验 .....	16
3.1. 省内市场需依托基础持续优化 .....	16
3.2. 省外核心市场需因地制宜，逐个击破 .....	18
3.3. 安内之后，攘外还需观测 .....	21
4. 没有竞合，只有竞争，洋河有能力实现往日荣光 .....	22
4.1. 洋河速度沉淀洋河高度 .....	22
4.2. 产品定位几经摸索，看好营销能力加码品牌实力 .....	24
4.3. 耐心，再耐心，洋河有机会实现更高跨越 .....	27
5. 盈利预测 .....	28
6. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1：洋河 2020 年七项转型调整 .....	4
图 2：洋河 2020Q3 单季归母净利润同比终回正 .....	4
图 3：经销商保证金发生额（单位：亿元） .....	6
图 4：厂商一体化模式 .....	6
图 5：“一商为主，多商配称”渠道模式 .....	7
图 6：预收款项变化（单位：亿元） .....	7
图 7：经销商保证金发生额（单位：亿元） .....	7
图 8：双沟及洋河发展历程 .....	8
图 9：2002 年洋河股份设立后股权结构 .....	9
图 10：洋河 06 年增资扩股后股权结构 .....	9
图 11：2020 年底洋河股份股权结构 .....	10
图 12：2018 年江苏白酒市场集中度情况 .....	12
图 13：2018 年江苏次高端白酒市场份额 .....	12
图 14：江苏人均可支配收入对比情况（单位：元） .....	12
图 15：江苏食品烟酒人均消费支出（单位：元） .....	12
图 16：今世缘特 A 类产品营收及占比 .....	13
图 17：洋河梦之蓝产品营收占比 .....	13

图 18: 白酒香型关系图 .....	14
图 19: 洋河多品牌矩阵 .....	15
图 20: 洋河股份江苏省内营收及增速 .....	17
图 21: “4×3”后终端模式 .....	17
图 22: “522 极致化工程” .....	18
图 23: 洋河省外营收及增速 .....	19
图 24: 2018 年海天梦系列省内外销量占比 .....	19
图 25: 公司新江苏市场数量 .....	20
图 26: 公司省内外营收及增速 .....	20
图 27: 2019 年省外营收占比首次超过省内 .....	20
图 28: 2010-2011 年省外亿元市场数量变化 .....	20
图 29: 2018 年 6 大省销售额对比 (单位: 亿元) .....	20
图 30: 洋河“黄金十年”营收和净利增长十分迅猛, 但高速之中也有问题 .....	22
图 31: 自东南向西北, 洋河全国化之路才刚刚开始 .....	22
图 32: 历代名酒评选 .....	23
图 33: 海之蓝系列销售额及增速 .....	23
图 34: 中高档白酒 (主要指蓝色经典系列) 营业收入及增速 .....	23
图 35: 公司上市后至今股价走势图 .....	24
图 36: 公司 2004-2019 营业收入及增速 .....	24
图 37: 公司 2004-2019 归母净利润及增速 .....	24
图 38: 蓝色经典系列产品广告 .....	25
图 39: 公司 2008-2012 年销售费用投放力度加大 .....	26
图 40: 2019 年白酒企业广告促销费用占营收比重 .....	27
图 41: 2010-2019 年洋河广告促销费用变化 .....	27
表 1: 渠道模式比较 .....	5
表 2: 洋河提价措施 .....	5
表 3: 梦之蓝产品品质特点 .....	8
表 4: 洋河股份 2019 年高管直接持股情况 .....	11
表 5: 2019 年年报高管持股情况 .....	11
表 6: 预计公司股权结构变化 .....	11
表 7: 洋河产品矩阵 .....	16
表 8 洋河重点省外市场概览及应对策略 .....	21
表 9: 洋河历年来重要事件性营销 .....	25
表 10: 洋河股份企业荣誉 .....	27
表 11: 洋河股份 2020-2022 增速预测表 .....	28
表 12: 洋河股份 2020-2022 财务指标预测 .....	29
表 13: 洋河股份可比公司估值水平 .....	29

## 1. 期待中的拐点，重返高质量发展快车道

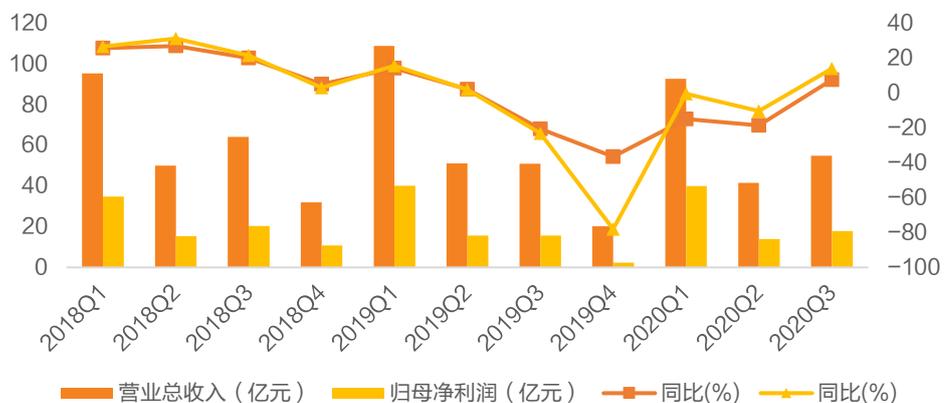
至暗时刻已过，针对渠道利润薄及库存高企难题，洋河 2019Q3 进入调整期，2020Q3 底部反弹业绩改善。从业绩端表现来看，公司拐点已经显现。2019Q3 开始，公司进入新的调整转型，营收及归母净利润同比增速转负，加之 2020H1 新冠疫情冲击，公司营收及归母净利润不断下滑，业绩承压。直至 2020Q3 触底反弹，营收及归母净利润同比增速回正，2020Q3 营业收入同比增长 7.57%，归母净利润同比增长 14.07%。我们认为公司业绩底部回升主要系公司对于管理、渠道、产品及品牌进行了大刀阔斧的改革，使得公司再次步入高速发展的高质量快车道。

图 1：洋河 2020 年七项转型调整



资料来源：公司 2019 年业绩网上说明会，天风证券研究所

图 2：洋河 2020Q3 单季归母净利润同比终回正



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.1. 以时间换空间，渠道两大核心矛盾已逐步厘清

渠道利润薄与库存高，已成为彼时阻碍洋河市场推进面前的两座大山。渠道精细化运营有助于细化市场打法，但过多的终端点位设置易引发友商竞争，导致利润恶意压低和窜货现象，加之厂家不断压货，渠道压力和积极性不断被打击。

- 深度分销是把双刃剑。**采用深度分销模式的洋河股份，对渠道的管控力度较强，办事处或分公司在经销商辖区直接做市场，承担市场开发、品牌推广等责任，经销商只负责物流和资金周转，经销商角色是配货商。15 年白酒行业开始复苏，政务、商务消费在政策上有一定松绑。核心大客户及消费意见领袖带领下的团购模式开始崛起，替代成为渠道销售主流推动力之一。而公司深度分销模式下，在同一区域设立多个经销商，因此渠道价格体系透明，经销商利润相对较低。另外广铺经销商容易出现经销商能力

分层问题，部分网点背后缺乏匹配的销售资源，公司渠道管理难度加大。

表 1：渠道模式比较

	洋河股份	贵州茅台	五粮液	泸州老窖
代表渠道模式	1+1 模式	小商模式	大商制+OEM	柒泉模式+品牌专营
模式属性	厂商主导	厂商主导	经销商主导	厂商经销商共同主导
模式概述	厂商委派代表或设立办事处，以负责区域内销售工作，经销商只负责物流和资金周转	由实力较小的经销商组成渠道体系	以区域为单位，由实力较强的经销商担任总代理，负责辖区内的销售工作	由厂商销售人员、核心经销商出资组建区域柒泉公司，作为一批商负责区域内销售工作
	所有经销商由厂商直接对接，经销商之间没有附属管理关系	贵州茅台始终重视对终端的把控，并有意加强直销份额	五粮液与总代创立买断子品牌，总代负责买断销售	由经销商出资组建品牌专营公司，由泸州老窖任命销售人员进行品牌专营
模式优势	厂商对渠道管控力度较强	厂商对渠道管控力度较强，不容易发生压货、窜货	最大程度利用了经销商的资金和资源，快速低成本发展本地市场	调动了经销商的积极性，绑定了经销商的长期利益
模式劣势	经销商沦为配货商，积极性不高，渠道利润严重不足	小商营销能力较弱，为追求更高利润囤货	厂商对渠道的管控力度较弱	厂商对渠道管控较弱

资料来源：新浪财经，天风证券研究所

- 提价效果不佳，渠道利润走低下价格出现倒挂。**2017 年起，公司奉行“小步快跑”政策，频繁小幅提价。在竞争加剧、供销失衡、管理失效等多种因素的共同作用下，提价没有被市场接受，终端售价难以同步提升。由于公司始终加大深度分销模式，在同一区域设立多个经销商，因此渠道价格透明。而公司未能及时发现、及时处理，渠道利润不断走低，导致出现价格倒挂。提价措施压缩了经销商的利润空间。

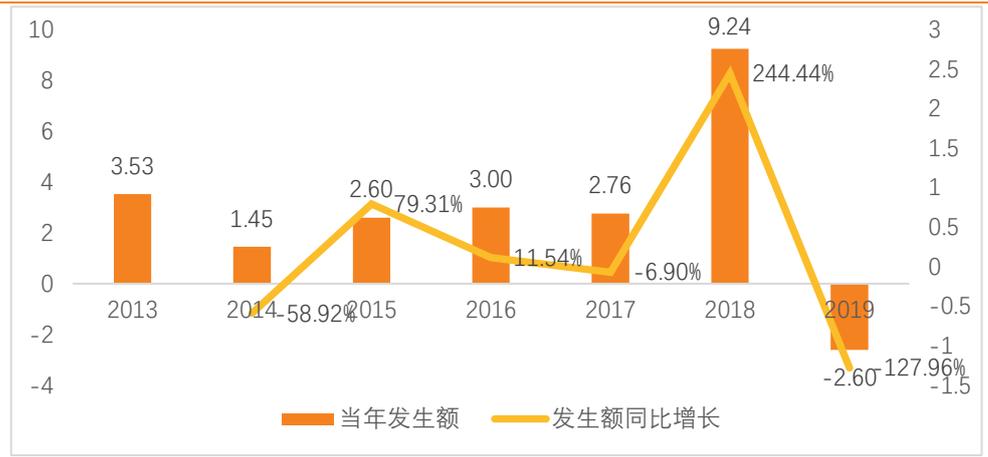
表 2：洋河提价措施

日期	具体措施
2017.1	海之蓝提价 2 元/瓶、天之蓝提价 3 元/瓶，M3/M6/M9 分别提价 10/20/30 元/瓶
2017.6	海之蓝终端价格上调 10 元/瓶，天之蓝终端价格上调 20 元/瓶
2017.12	M3,M6 出厂价分别上涨 5/10 元/瓶
2018.2	洋河海、天、梦全面上调出厂价，终端供货价格相应大幅上调，海之蓝上调 4 元/瓶，天之蓝上调 6 元/瓶，M3/M6/M9 分别上调 20/40/60 元/瓶，君坊、圣坊分别上调 2 元和 3 元。
2018.7	海之蓝上涨 4 元/瓶，天之蓝上涨 6 元/瓶，M3/M6/M9 分别上调 5/5/10 元/瓶
2018.10	海之蓝提价 10 元/瓶，天之蓝提价 15 元/瓶，M3/M6/M9 提价 30/50/200 元/瓶，君坊上调 5 元每瓶
2019.5	海之蓝、天之蓝、梦之蓝、双沟、珍宝坊的供货指导价提价，最高上涨幅度超 20%
2020.9	M3 终端供价上涨 20 元/瓶，终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度）

资料来源：新华网，新浪网，微酒，天风证券研究所

- 渠道压货增加经销商销售压力，影响价格体系。**公司奉行销售额导向的 KPI，并以末位淘汰制严格执行。一个月完不成谈话，两个月完不成降职，三个月完不成免职。洋河的扫码系统并未完全覆盖到经销商库存，只能通过分公司管理经销商库存，而分公司办事处在考核压力下存在向经销商压货的现象。压货现象导致供过于求，经销商资金压力大，出现窜货现象，价格体系受到影响。2018 年洋河的经销商保证金达 9.24 亿元，公开数据显示其当年新增了 2000 家经销商，新增渠道进货是洋河 2018 年业绩喜人的核心原因，但这也加剧了洋河的压货、窜货现象。

图 3：经销商保证金发生额（单位：亿元）

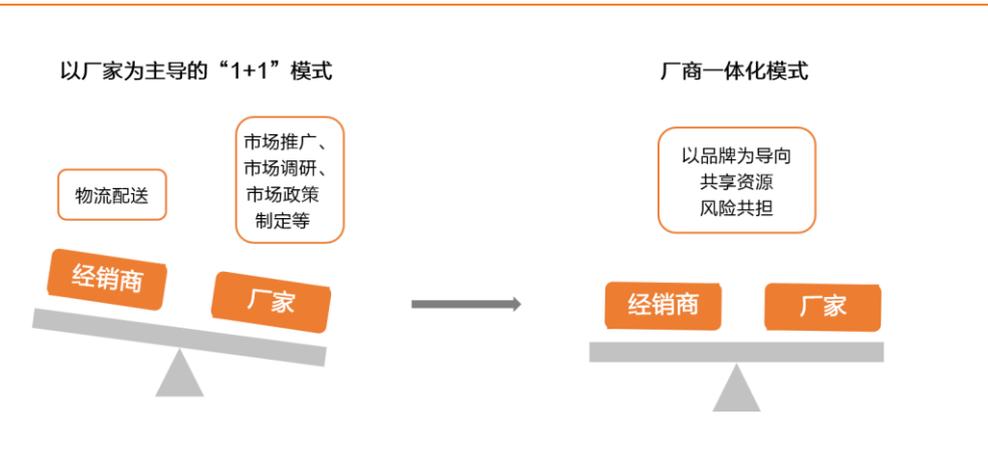


资料来源：wind，天风证券研究所

以时间换空间，洋河从渠道模式转换、考核机制变化、发货节奏灵活等多方面进行了调整，矛盾逐步厚清，渠道积极性重新被激发。

- 从“1+1”厂家主导到厂商一体化转变，共享资源发挥经销商积极性。过去企业推行1+1营销模式，在各营销网点覆盖的区域市场中发展经销商，密度为每个县或市区2-4户，公司与经销商合作开发终端市场，即直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转。“1+1”模式下厂家终端掌控能力较强，便于管理，但厂商负责市场费投入，销售费用较高，且经销商利润空间较小。2019年公司对渠道模式进行了调整，建立了厂商一体化的模型。厂家将与经销商对资源进行共享，两者之间成为地位对等的合作关系，而不存在谁是主导、谁是配角的现象，一切都以品牌为导向、以市场开发为目标。品牌的未来，品牌的发展趋势，决定了每一个人的角色如何分担，这种体系促进了厂商和谐。通过此举，可以形成契约式的经营体系，改善整个发展的效果，打造健康的运行生态，提升工作效率。

图 4：厂商一体化模式

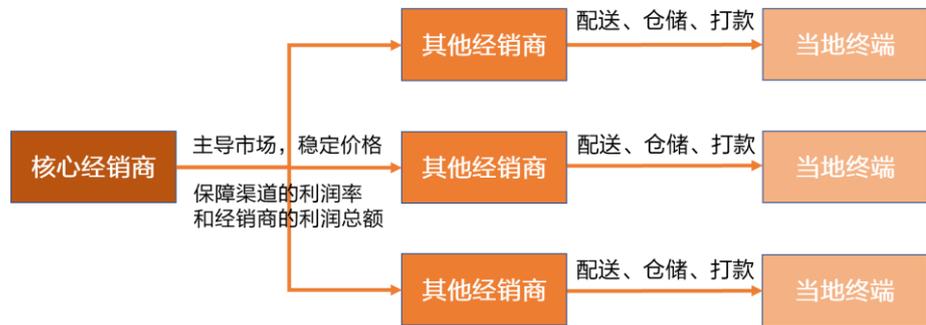


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

- 建立“一商为主，多商配称”的新模式，建立立体化渠道体系。在某一地区选择实力最强的经销商主导市场，一改过去压价竞争的局面、稳定价格水平，保障渠道的利润率和经销商的利润总额，调动其积极性。当地其余经销商补充服务其他流通渠道，该部分经销商利润总额相对较小，但能够满足第二类经销商（配送商）的利益诉求，简化其盈利模式。对于不符合公司要求的经销商，剔除出经销商群体，优化经销商队伍。这说明公司已经承认经销商的在渠道上的地位，并给予不同实力的经销商不同的利益分配方案。该模式有助于依靠更高的渠道利润，以及单一经销商更大的销售体量，绑定核心经销商的利益。同时，公司调整费用投放结构，减少对经销商的费用投放力度，

增加对终端及消费者的费用投放力度，降低了经销商资金套用风险，提升费用使用效率。

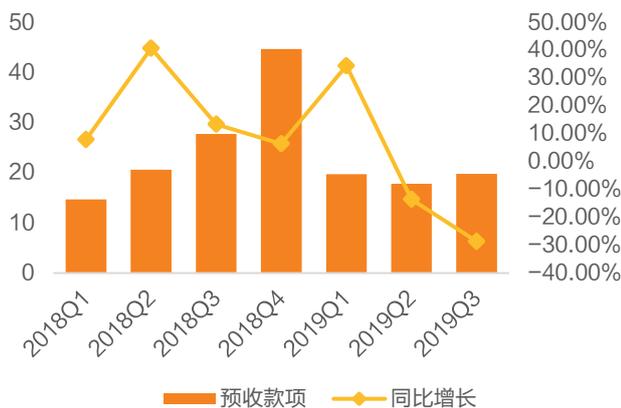
图 5：“一商为主，多商配称”渠道模式



资料来源：新浪财经，天风证券研究所

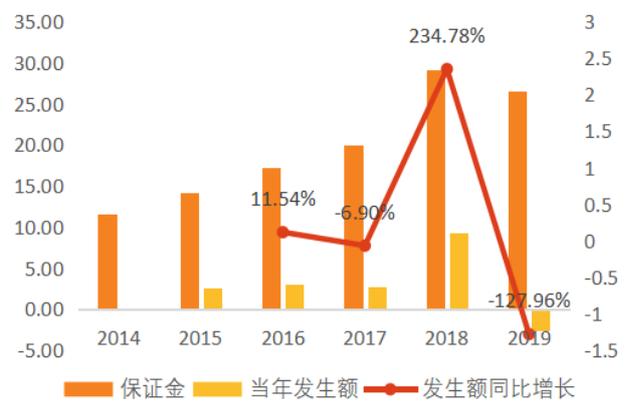
- 改变以销量为唯一导向的刚性考核机制，建立柔性和跨期考核制度，给予渠道更多运营及成长空间。**在股权回购的同时，洋河对管理人员和考核机制进行了调整，设立柔性考核机制。早期由于刚性考核方式，分公司在销售目标的压力下往往会向经销商压货，以致渠道库存积压，终端价格受损。自 2019 年 6 月开始，公司取消了销量硬性考核方式，采取柔性考核方式，对各级销售人员的考核指标进行调整，减少考核销量的比例，把工作重点更多放在产品价格，引导分公司积极控货，带动终端价格提升。
- 控制发货，消化原有高库存。**对于公司和经销商高存货问题，洋河从 2018 年第二季度开始严格控制发货节奏，调整配额来降低渠道库存，尤其 2019 年刘总上任后更是减少发货，帮助经销商减低库存。只要保证基础库存，把原来库存消化。在小幅提价的同时，降低预收账款，提高了经销商的利润也降低了负担。公司让利给经销商，预收账款大幅降低，19 年二、三季度较 2018 年同比下降 13.53%，28.61%。经销商的保证金从 2018 年底的 29.2 亿减低到 2019 年的 26.6 亿，保证金发生额从 2018 年的 9.3 亿降低到 2019 年的-2.6 亿，首次出现负保证金发生额。

图 6：预收款项变化（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：经销商保证金发生额（单位：亿元）



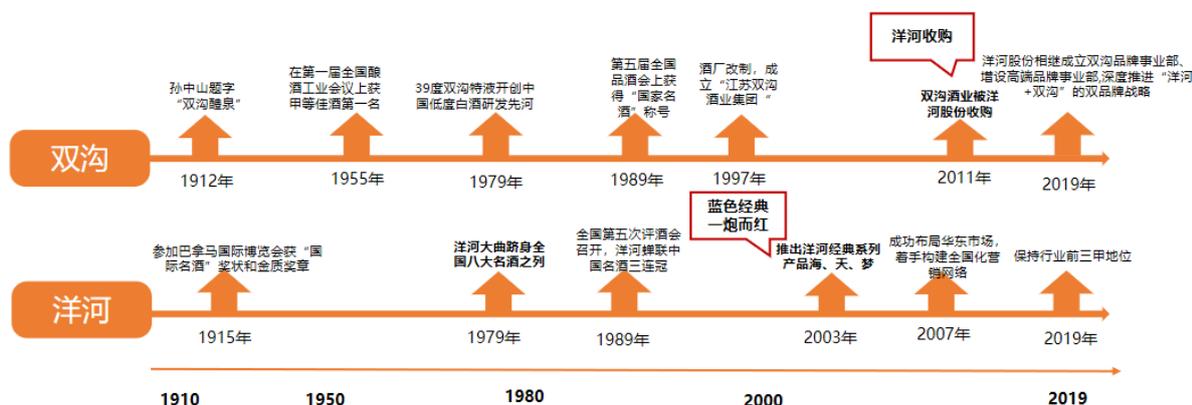
资料来源：wind，天风证券研究所

## 1.2. 产品升级，紧跟高端化行业趋势

推进“洋河+双沟”的双品牌战略，多轮驱动复合增长。2020 年以来，公司深度推进“洋河+双沟”的双品牌战略。包括双沟·珍宝坊、珍宝坊·封坛酒、苏酒·头排酒、绿苏在

内，双沟的产品触角不断延伸，业务越大、结构越复杂，越需要专业化分工，成立销售公司专司销售业务更加专业化，更有效的打开市场，拓展渠道。

图 8：双沟及洋河发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**M6+产品升级，梦之蓝系列巩固高端站位。**2019年3季度，梦之蓝 M6+正式亮相。作为一款战略新品，“梦之蓝 M6+”在保留一系列经典元素同时，实现了品质、规格、防伪、形象四重升级。集企业最优质的资源于一身，再进一步叠加高端格局中占位优势，“梦之蓝 M6+”毫无悬念地从梦之蓝 M6 手中接过接力棒，成为 600-800 元价位段的新贵。

- **规格+**：梦之蓝 M6+容量的变化很明显，从原来 500ml 变成现在的 550ml，多一两，更尽兴。
- **品质+**：M6+以中央酒区生产的头排酒为基酒，在原有产品基础上增加了更多老酒，这些老酒在百年地下酒窖中存储了长达数十年，异常珍贵，让品质更突出，让绵柔更稀缺。
- **防伪+**：在防伪方面，梦之蓝 M6+采用了“三控多联、四位一体”的组合式防伪，从开箱、开盒、开瓶，每一步都有科技防伪，防伪更精湛，安全性更高。
- **形象+**：M6+的外观设计保持了梦之蓝 M6 原来的经典造型，在形象升级上引入了“精奢”设计理念，瓶身深蓝色、香槟金色的色彩搭配更加雅致，整体产品外观更显大气质感与高贵。

**梦之蓝系列高歌猛进，领军产品体系升级。**2019年海、天、梦系列在营收中的占比进一步提升，其中梦之蓝占比 30%以上，总体销售量 1 万多吨。“梦之蓝 M6+”投放市场，进一步推动洋河高端价格体系走向台阶。梦之蓝 M9 定位千元价格带，对标普 5 和国窖 1573，手工班定位 2000+价格带，对标飞天茅台，进一步巩固了洋河股份在白酒行业三巨头中的地位，有望在未来的头部圈层品牌竞争中更进一步。

表 3：梦之蓝产品品质特点

产品	品质特点
手工班	“三老、两多、数量少”，是梦之蓝手工班的特点。“三老”指的是梦之蓝中央酒区的百年老窖池、老工匠手工酿造，基酒选用的都是 20 年以上的老陈酒；“两多”是健康成份黄酮类与核苷类物质多；“数量少”则是因为梦之蓝手工班的产品不到洋河酒总产量的 2%。
M9	梦之蓝 M9 产自梦之蓝中央酒区核心区，从生产到甄选再到存储，梦之蓝 M9 的要求都极为苛刻，这使得梦之蓝 M9 的年产量很少，相当于每百斤的优质原酒，只有一两符合梦之蓝 M9 要求。 梦之蓝 M9 全部是 20 年以上的陈年老酒，经过百年地下酒窖小坛存储 8000 天自然陈化老熟后，看起来色泽微黄，闻起来自然陈香，喝下去温润如玉。

**M6+** 在保留梦之蓝（M6）经典元素的基础上，在香气、口感、舒适度 3 个层面进行了升级改造，同时重点聚焦香气的层次感、味感的多重性、酒体的舒适度，深度应用绵柔机理，实现了其“更多陈酒、醇厚有加”的品质特点。

**M3** 梦之蓝 M3 产自梦之蓝酒区，择优选取 50 年窖池酿造的特级酒，在陶坛中经过长达 10 年的储存，绵甜细腻回味久。

资料来源：兰州新闻网，澳华电视传媒，天风证券研究所

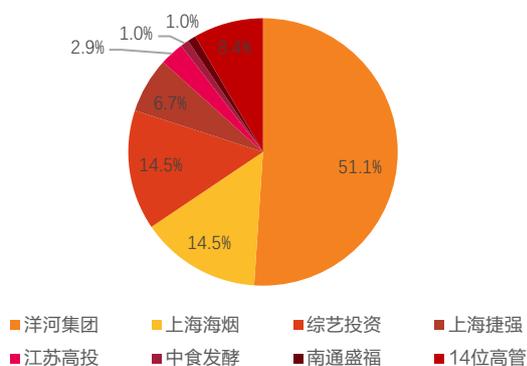
**分设“海天部”与“梦之蓝部”，分离运作阶梯式品牌升级。**2020 年以来，洋河股份在基层营销组织分设了“海天部”与“梦之蓝部”，从而实现海天系列产品和梦之蓝营销分离运作，可以针对不同的消费人群，不同的市场定位执行不同的营销策略、实现资源上的倾斜。从而改善原本海天梦产品同时运作，市场形象差别不显著的缺点。业务越大、结构越复杂，越需要专业化分工，海天系列主要聚焦中低端消费群体，梦之蓝系列更关注高端市场，是公司品牌矩阵的引领品牌。2020 年前三季度海天梦系列的销售占比进一步提升，其中梦系列销售占比最高。在梦之蓝系列中，公司主推 M6+，自去年 11 月上市后，M6+ 产品受到市场高度认可，价格表现坚挺，实现了跨越式进步，符合公司预期。相信随着今年春节的到来，M6+ 的市场接受度和销售会有更好的表现，期望未来梦 6+ 能成长为其价位段的大单品。

**渠道利润逐渐回暖，产品升级带给商家真金白银利益，渠道积极性充分调动。**M6+ 产品零售价区间 600 至 700 元，加之区间内部无强势竞品，M6+ 迅速放量，站稳次高端顶部位置，享受扩容红利。根据调研，M6+ 团购价 610 元，批价 560 元，利润约有 10 个点，水晶梦较老 M3 价格提高约 50 元，同时厂家不对渠道压货，倡导良性培育，不设激进目标，刚性考核转柔，配合“一商为主，多商配称”厂商关系，渠道利润空间进一步打开，未来新品持续放量值得期待。

### 1.3. 管理优化，全新的洋河值得厂商信赖

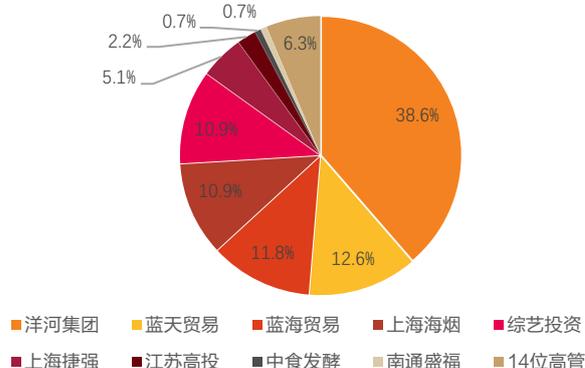
**管理架构成熟，历史两次改制焕发活力。**洋河股份在公司成立初期进行了两次改制，清理冗员、扩大管理人员持股，使公司焕发市场活力。在 2002 年以前，公司归属于宿迁市国资委控制下的洋河集团，是宿迁市老牌国企，然而与其它酒企相比，洋河酒厂机制呆板、反应缓慢，2001 年销量处于历史最低水平。2002 年，洋河股份减员增效进行混改，联合上海海烟物流发展有限公司等 6 位公司法人和高管杨廷栋等 14 位自然人，共同发起设立了洋河股份有限公司。洋河股份从国有独资改制为国有控股公司，逐步释放市场化体制活力。2006 年，洋河股份再次进行改制，主要内容为增资扩股。洋河股份通过向管理层控制、技术人员持股的蓝天贸易和蓝海贸易定向增发，进一步稀释洋河集团国有股在洋河股份的占比，由此前的 51.1% 稀释到 38.6%，将洋河股份由国有控股变为国有参股企业，股权激励程度更加彻底，充分调动员工积极性。

图 9：2002 年洋河股份设立后股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：洋河 06 年增资扩股后股权结构

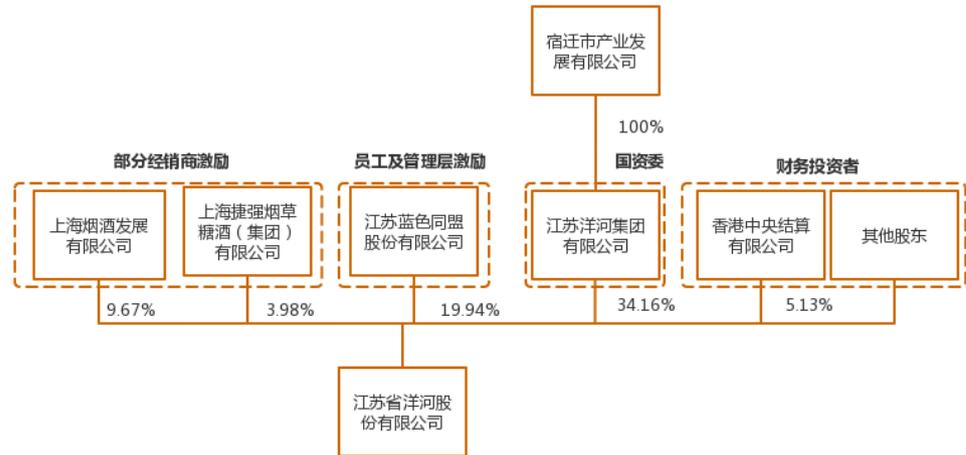


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**中高层、经销商共同持股，利益深层绑定。**截至 2020Q3 末，洋河股份控股股东为江苏洋河集团有限公司，实际控制人为江苏宿迁市国资委，持有洋河股份 34.16% 股权。公司管

理层及骨干人员持股平台江苏蓝色同盟为公司第二大股东，截止 2020 年 11 月底，持股比例 19.94%。上海海烟集团旗下部分经销商参与持股的上海海烟物流发展有限公司和上海捷强烟草糖酒（集团）有限公司分别持股 9.67%和 3.98%，为第三、第五大股东。国资委、管理层、骨干人员、经销商共同持股，公司深度绑定各方利益，协同配合推动公司发展，企业内生增长动力充足。

图 11：2020 年底洋河股份股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**人事变动公司战略优化调整，适时而动步步为营。**公司高层重大人事变动伴随经营战略的优化调整。杨廷栋任职公司董事长期间，公司通过整合双沟、开拓省外市场进行行业整合、推动全国化战略，04-12 年营收年复合增长率达 59%。在张雨柏先后担任公司总经理、总裁、董事长期间，公司以创新创优创一流精神实现了品质、文化以及“1+1”、“4×3”营销模式的创新，打造蓝色经典，开启绵柔白酒新时代；而在其卸任公司董事长执掌苏酒集团后，公司开启双核驱动战略，围绕传统白酒存量业务开辟互联网商业模式、健康饮酒技术、资本整合重组等颠覆性创新增量业务实现新发展。

**新白酒十年机遇时代，变革升级迎接增长。**2018 年刘化霜到任公司董事，公司开启下一波经营改革。刘化霜曾参与蓝色经典的打造，在洋河快速发展时期起到了重要作用，具备丰富的一线销售与产品运营经验。他提出要以创新和变革响应新时代，以梦之蓝 M6+促进新消费。针对产品营销体系，要构建新型经销商生态、创新厂商合作模式、运用数字化方案提高效率；针对产品，积极定制海之蓝、天之蓝销量增长恢复方案，通过创新品牌梦之蓝 M6+对标消费轴心品牌，顺应消费升级趋势，强化以消费者为中心的市场导向，以品质为核心的全方位突破，打造产品的个性化、差异化、特色化。变革期间内产品价格升级和渠道库存方面均有所改善，调整期效果逐渐释放，业绩拐点已经显现。

**回购股份，完善激励机制。**公司上市后未再推出股权激励，伴随业务扩张与人员变动，现有股权激励范围较窄，激励效果稍弱。2019 年 10 月公司发布公告，拟于 12 个月内回购公司股份用于对公司核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划，回购资金总额不低于人民币 10 亿元且不超过人民币 15 亿元。截至 2020 年 10 月 29 日，公司共回购 966 万股公司股份，使用自有资金 10.02 亿元，回购结束。若股权激励顺利实施，对于处在疫情恢复期和次高端转型期的洋河来说，有助于提高骨干员工待遇、增加利益绑定力度，助力各项转型措施的实施，有利于公司的下一步发展。

表 4：洋河股份 2019 年高管直接持股情况

姓名	职务	持股数量（股）	持股比例*
冯攀台	监事会主席	5,677,986	0.3783%
周新虎	董事、副总裁、总工程师	2,878,291	0.1918%
丛学年	董事、副总裁	2,778,291	0.1851%
郑步军	副总裁	60,000	0.0040%
王耀	董事长	30,002	0.0020%

\*注：以公司 2019 年 12 月 31 日总股本 1,506,988,000 股，扣除截至 2020 年 4 月 28 日（董事会审议通过利润分配预案决议日）公司股份回购专用证券账户中已回购股份 5,992,103 股后的 1,500,995,897 股为基数计算

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**股权激励下再添团队活力，收拾旧山河再次出发。**在 2019 年年报披露 5 位高管持有公司股份，此次回购的股份用于员工股权激励。有利于充分调动核心骨干员工的积极性，实现公司、股东与核心骨干员工的利益统一，提高公司的凝聚力，促进洋河可持续健康发展。

表 5：2019 年年报高管持股情况

姓名	职位	持股数量（股）
王耀	董事长	30,002
丛学年	董事、副总裁、董事会秘书、财务负责人	2,778,291
周新虎	董事、副总裁、总工程师	2,878,291
冯攀台	监事会主席	5,677,986
郑步军	副总裁	60,000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：预计公司股权结构变化

股份性质	实施股权激励或员工持股计划前		实施股权激励或员工持股计划后（预计）	
	股份数量（股）	比例	股份数量（股）	比例
一. 有限售条件股份	259,469,723	17.22%	269,131,033	17.86%
二. 无限售条件股份	1,247,518,277	82.78%	1,237,856,967	82.14%
合计	1,506,988,000	100%	1,506,988,000	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 抓中间带两边，M6+的确立表明洋河态度

### 2.1. 新品的确立标志着洋河拉升产品结构的决心

**手工班推广遇阻，M6+重新调整定位。**2017 年，洋河推出新品“梦之蓝手工班”，线上线下统一定价为 1688 元，以拉升产品结构、提高品牌定位，但在高端酒需要品牌底蕴和产品品质沉淀的情况下，消费者培育需要时间的沉淀，使得手工班品牌上市后短期内销量表现未达预期。为此公司调整心态，在 2019Q3 推出 M6+，定位 600-800 元价位带，同时配合广告语“下一个十年 更好的时代 值得更好的你”，短期内着力做好次高端产品的升级换代，同时将超高端市场的投入培育作为长期战略，由此看出公司心态的适时变化及战略定位的理性调整。结合消费升级背景，策略为从上到下带动产品的整体升级换代，M6 升级到 M6+，M3 升级到水晶 M，之后再是天与海产品的升级，步步为营。

渠道升级的背景是江苏整体价位带的升级，在 600-800 元空白价位带及 400-500 元次高端主流价位带抢占心智。

- 洋河省内龙头地位稳固，集中度提升进一步打开增量空间。**江苏省是白酒产销大省，2018 年江苏省整体白酒市场容量大致在 350-400 亿区间。江苏市场竞争激烈，除省内“三沟一河”地产强势品牌外，川酒、黔酒、徽酒均在江苏市场有一席之地。洋河作为苏酒龙头，在市场份额方面具有绝对的领先优势，2018 年洋河在江苏省市占率达 36%，在江苏次高端白酒市场中占 45%。目前来看，江苏省内白酒行业正处于向优质龙头集中阶段。江苏省规模以上白酒企业由 2018 年的 32 家减少至 2019 年上半年的 21 家，优质产能淘汰落后产能，名优酒企瓜分市场的趋势显而易见。我们认为品牌及产品实力坚实的苏酒龙头们受益于集中度提升红利，空间增量进一步被打开，良性竞争下相对有序，相较于此消彼长的存量竞争，共同升级优化才是中长期趋势。

图 12：2018 年江苏白酒市场集中度情况

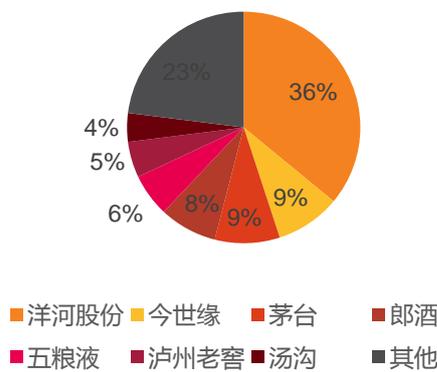
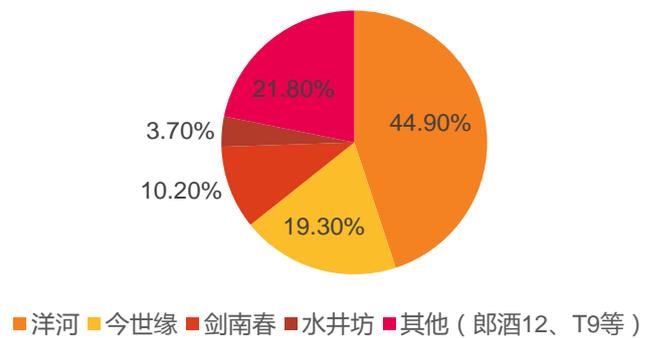


图 13：2018 年江苏次高端白酒市场份额



资料来源：沃财富，华经产业研究院，天风证券研究所

资料来源：锐观网，天风证券研究所

- 高消费水平拉动省内主流价格带跃升。**江苏省所处的长江三角洲城市群区域经济活动发达、对外开放程度高，是世界六大城市群之一。2019 年江苏省 GDP 总量位居全国第二，2018 年江苏省全体居民人均食品烟酒消费为 6530 元，高出全国平均水平 15.96%。江苏整体高消费水平为高端及次高端白酒增长打开空间。消费升级趋势下助推白酒消费价格带上移，2017 年以来，江苏白酒 300-500 元价格带占比约 30%，成为江苏省主流消费价格带。

图 14：江苏人均可支配收入对比情况 (单位：元)



图 15：江苏食品烟酒人均消费支出 (单位：元)



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

- 省内消费升级及集中度提升为苏酒龙头打开增量空间，省内竞争相对有序共同升级。**从苏酒两大龙头洋河及今世缘营收结构来看，整体呈现出产品结构上行提升的趋势。洋河梦之蓝系列产品营收占比由 2015 年的 14.90%提升至 2018 年 27.75%，2019 年有望超过 30%；今世缘特 A 类 (售价 100 元以上) 产品营业收入由 2011 年的 55.21%提升至 2019 年 87.74%。我们认为苏酒龙头属于良性竞争，在存量竞争下更多是抢占外

来品牌的市场，并且进一步跟随省内白酒价格带升级打开利润空间，龙头竞合式发展共同升级。

**公司稳居苏酒龙头，看好产品结构升级后省内市场的巩固深化。**公司稳居苏酒第一龙头，随着公司 M6+、梦之蓝水晶版、手工班等产品陆续推出，以及销售考核体系多元化等渠道调整后，看好公司卡位 600 元价位带，向上承接江苏省 1000 元以下的价位带空间，向下推动中低端产品扩容，进行省内市场的巩固深化。随着公司产品结构升级，渠道配合度提升后，公司将继续把握省内消费升级红利，进行盈利能力改善及品牌形象升级。

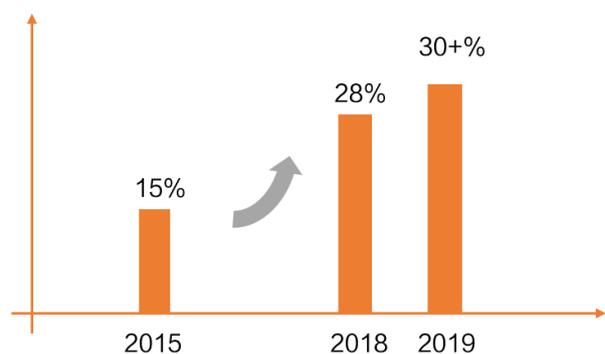
**M6+至水晶 M 推进节奏逐步加快、手法有条不紊，彰显升级决心。**公司 2019Q3 推出 M6+ 新品，2020 年春节即使有疫情，经过一年的验证，也经受住了考验，表现在渠道利润的稳定，10%以上的毛利率空间，老 M6 产品也在 M6+市场情绪稳定向上后在 2020Q3 才开始停产停货，全力推行 M6+；M6+经过一年的调整时间稳定后，公司于 2020Q4 推出 M3 升级版水晶 M 单品，终端指导价 460 元，而此次节奏相比 M6+稍有加快，在水晶 M 新品上市前，老 M3 已停产停货，2021 年的春节水晶 M 单品价格经受住了检验，经过渠道调研了解，公司并未强制压货，仍是价格为主，以此可以看出公司产品调整的步伐有加快，但手法仍是有条不紊，不给渠道强压力，保证渠道利润是前提。而在梦系列调整到位后，我们预计公司将对海天产品也进行相应升级调整，步步为营，在消费整体升级背景下，由上带下，步步为营，产品升级逐步到位。

图 16：今世缘特 A 类产品营收及占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：洋河梦之蓝产品营收占比



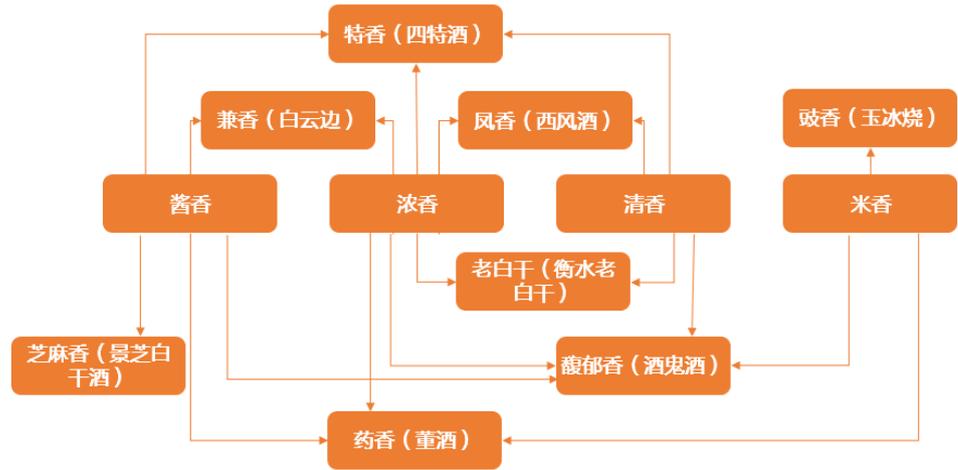
资料来源：投资者交流平台，天风证券研究所

## 2.2. 产品品质的提升是复苏的根基，基酒储备是持续提升的根基

**消费者需求转向个性化，白酒口味逐渐精细化。**伴随着消费升级和消费者主权时代的到来，消费者需求变得更加个性化、多样化，消费者对于饮酒的认知由“为喝而喝”的酒局，向“愉悦、放松、助兴”方向转变，饮酒成为价值及情感表达的方式，因此对于口味的要求提升，酒品口味需要舒适对味，满足消费者日益提升及分化的口味需求才能获得更多青睐。

**白酒消费者对于口感多样性、个性化的需求发展，助推白酒主流香型逐渐增多。**1979 年中国第三届白酒评酒会以香气、酿造工艺、糖化发酵剂为依据，正式提出并确立了白酒的 5 种香型：酱香型、浓香型、清香型、米香型和其它香型。前四种香型被称为基本香型，而复合香型则是指某产品带有 2 种及 2 种以上基本香型风味的特点，又具备其复合后的独特风味特征的香型。自 20 世纪 80 年代初至今，随着白酒研究的逐步深入及技术进步，逐渐分离出了其他 8 种拥有消费者基础的复合香型白酒，目前为止白酒共有 12 种香型。为了迎合消费者的需求，不同香型邻域内也出现了更加精细的口味细分领域，以求给消费者更加丰富的饮酒体验。以浓香为例，细分出了柔雅、淡雅和绵柔等不同口味，甚至树立了川派淡雅浓香和苏派柔雅浓香两大最具典型性的风格派系。

图 18：白酒香型关系图



资料来源：《中国复合香型白酒研究进展》（曹静、余有贵等），天风证券研究所

**洋河创新绵柔口味，工艺及消费者口感测试不断精进，融合传统与创新。**洋河以“甜绵软净香”的产品特点著称，而“三个低温”则是洋河酒独具匠心、最为独特的技艺，即“低温入窖，低温发酵、低温馏酒”。在这些工序上，洋河对温度都有着严格的控制，比如入窖温度控制在 16℃，至少低于其他酒厂 10℃。入窖温度越低，发酵过程就越缓慢，发酵时间就越长，可以累积更丰富的微量健康物质。从 2003 年开始，洋河率先突破行业普遍应用的香型分类，通过技术工艺创新，历经 1000 余次攻关，对近 8000 人次进行口感测试和“密码品尝”后，在老品类的基础上成功创造了“绵柔型白酒”新品类。之后，洋河继续顺应消费者需求进行产品创新，推出了健康概念的“微分子”、“双沟攸清”。

**基酒生产及储酒能力不断扩张，产能储备支撑未来发展。**企业的产能和稳定性是市场对于产品评价的核心维度。1986 年，洋河以 18785 吨的产量位列行业第一，领先行业第二将近 10000 吨，成为白酒行业原酒产量最早过万吨的企业。长期以来，洋河在守着大量窖池群和优质原酒的基础上，更加注重产能的超前规划和扩充。2010 年，洋河加大产能扩张项目的投入，以提高优质白酒产能及生产稳定性。2011 年，洋河投入近 40 亿扩充基酒建设，产能超过 16 万吨。2012 年，再次技术改造加大储酒能力。目前，洋河在宿迁市拥有三大酿酒生产基地，分别是洋河生产基地、泗阳基地和双沟基地。公司目前原酒规划产能 20 万吨，目前年产能 16 万吨。洋河拥有酿造规模世界第一的固态酒发酵基地，10 平方公里的酿酒产业园，目前储有 70 万吨不同等级、不同年份的陈酒，储酒能力最高达 100 万吨。同时，洋河还拥有 73380 口名优窖池、2020 条明清老窖。此外，洋河拥有目前世界上最大的陶坛储酒库区，因为陶坛在烧制过程中形成微孔网状结构，营造微氧环境，有利于原酒呼吸却不会渗漏。陶坛中的铁、钙、铜、镁、锰等多种对人体有益的金属离子，可加速原酒陈化老熟，使得酒体更加绵柔。

表 7：公司历年产能投资项目

年份	产能投资项目
1986	白酒行业第一个万吨产能企业。
2009	名优酒酿造技改项目，调整基酒结构，每年增加名优基酒 9000 吨； 名优酒陈化老熟和包装技改项目，调整成品酒结构，每年增加中高档白酒 15000 吨。
2010	名优酒酿造技术改造二期工程，开启产能加速扩张，年新增 20000 吨名优基础酒产能，其中优级基础酒占 60%(12000 吨)，普优级基础酒占 40%(8000 吨)。
2011	3 万吨名优酒酿造技术改造工程，建设地点为泗阳经济开发区。通过实施该技改项目进一步优化公司酿酒资源

配置和产品结构，提升名优酒比重，每年新增 30000 吨名优酒产能；

名优酒酿造技术改造工程（三期），形成 26500 吨/年名优基酒新增生产能力。

来安基地 25.4 万吨陈化老熟项目，形成 25.4 万吨储酒能力；

2012

来安基地名优酒酿造技改及配套工程（三期），通过技术改造形成 30000 吨/年的酿造能力及包装物流配套、存储能力，进一步优化公司产品结构，提高公司的综合竞争能力。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**品质稳定是创新的基石。**洋河 2010 年就已经加大布局“智能酿造”及产能扩张项目的投入，以提高优质白酒产能及生产稳定性。随着新建的 6 万吨陶坛库投入使用，目前洋河已形成了以“天下第一坛”为标志、陶坛酒库为中心的超百万吨储酒规模，保证有能力去“优中选优”。同时，洋河近几年持续推进绵柔智谷建设，打造人才高地，先后搭建了“国家级博士后工作站、中国白酒健康研究院”等国内规模最庞大的十大研发平台，培育出一支 1800 多人的技术人员“梦之队”，这些“最强大脑”为品质攻坚提供了硬核支持。

### 2.3. 摆正心态，做好当下，未来 5 年任重道远

**公司产品结构健全完善，“洋河+双沟”双品牌战略立体覆盖。**洋河和双沟分别拥有成熟的多品牌体系，洋河拥有“梦之蓝”、“洋河蓝色经典”、“洋河小海”等品牌；双沟拥有“双沟珍宝坊”、“苏酒”、“柔和双沟”等品牌。公司双品牌意在覆盖 100~2000 元的价格带，用立体多维的产品架构为消费者营造充足的选择空间。高端价位方面，有蓝色经典系列之梦之蓝、珍宝坊系列之帝坊、苏酒系列，聚焦价位在 600 元以上，是公司未来着重打造的品牌系列。中高端价格带产品包括蓝色经典之天之蓝、珍宝坊系列之圣坊等，价位在 300-600 元之间。低端价位品牌聚焦大众日常消费，产品包括海之蓝、洋河大曲系列、柔和系列等，价位在 200 元以下。

图 19：洋河多品牌矩阵



资料来源：京东，公司官网，天风证券研究所

表 7：洋河产品矩阵

品牌/定位	产品系列	单品	终端价	产品实列	
洋河	蓝色经典系列	梦之蓝手工班	2988		
		梦之蓝 M9	2099		
		梦之蓝 M6	818		
		天之蓝	310		
		海之蓝	196		
	洋河大曲系列	天蓝	79		
		蓝瓷	89		
		青瓷	69		
	双沟	珍宝坊	帝坊	578	
			圣坊	299	
君坊			139		
苏酒系列		头排酒	1739		
		绿苏	788		
柔和系列		柔和双沟金	130		
		柔和双沟银	88		
	柔和双沟红	60			

资料来源：公司官网，京东，天风证券研究所

**产品升级需步步为营，抓中间带两边，未来 5 年任重道远。**目前洋河双品牌产品结构完善，价格带覆盖完整，公司不同时期战略重点有侧重，洋河靠海天起家，梦系列跟上，但随着消费升级，400-800 价位带是次高端未来主流价位带，而每个价位带产品运营的策略各不相同，公司应步步为营，稳扎稳打，抓中间带两头，实现产品全面跃升。

- **M6+与水晶 M 是升级主力。**江苏之前次高端主流价位带在 300-500 元，随消费升级、龙头引导、高端茅五价格拔高，次高端价位带有望持续升级至 400-800 元。茅台目前批价 2500 元以上，五粮液国窖站稳一千左右价位带，M6+开辟了 600-800 元空白价位带，此价位带竞品少，洋河品牌力强，渠道利润足，引领 500 元价位消费群体的升级；此外，水晶 M 升级至 400-500 价位带，江苏次高端价位主力，把价盘稳住后，稳步放量，抢占主流价格带。M 系列的占比目前约 30%，未来仍是发力重点。
- **海天系列逐步调整。**海天系列是洋河辉煌期的主力产品，卡位 100-300 元价位带，随着渠道利润薄及消费升级，增长微弱，因海天系列的渠道终端覆盖面远大于 M 系列，公司海天产品升级手法会略有区别，但核心仍是增厚渠道利润且维持其可持续性，预计 2021 年及 2022 年将会有所调整。
- **M9 及以上高端产品长远布局。**在消费升级驱动白酒高端化的大背景下，洋河向上发力高端势在必行，而向上发力的主要支撑，一是品牌力，二是高品质。为此，公司需要继续提高优质白酒产能及基酒储备，持续提高白酒品质的稳定性，同时以技术攻坚实现品质攻坚，打造高品质品牌形象，以高品质支撑高价值，稳扎稳打，为公司高端化扩张奠定基础，时间的玫瑰孕育成长。

### 3. 渠道夯实还需假以时日，省内省外同步推进是考验

#### 3.1. 省内市场需依托基础持续优化

**历史发展首先攻占省内，侧翼出兵，制定节奏逐个攻破。**公司以大本营江苏为据点首先展开攻势。2003 年，“高炉家”、“迎驾贡”等徽酒与“五粮春”、“口子窖”等在南京竞争激烈，洋河避实就虚采取了“侧翼出兵”的策略，避开南京率先以江苏省沿江重点城市为主线实施推进策略。2004 年，“洋河蓝色经典”在沿江八市大获成功，取得了 7600 万

元的销售业绩。直到 2005 年，当徽酒在南京市场表现走低时，“洋河蓝色经典”找准时机切入南京市场，一举突破 2 亿销售，并且由此开始在全省内的布局。2010-2012 年公司在江苏省内的营收取得了连年增长的好成绩，其中 2012 年高达 108.9 亿元，此后波动中趋于稳定。

图 20：洋河股份江苏省内营收及增速

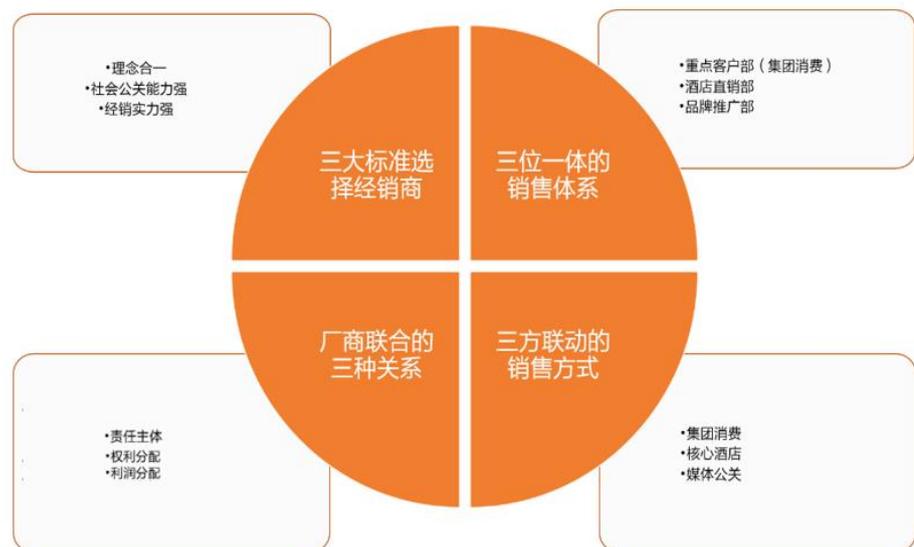


资料来源：公司公告，天风证券研究所

酒店“盘中盘”锁定核心消费者，小盘带大盘省内快速崛起。在起步期，公司导入酒店盘中盘模式，前置性投入资源，迅速获得南京市场的突破，并继续快速将此模式推向全省。在 2003-2007 年短短四年间，洋河快速牢牢占据省内市场。这种模式强调动员核心酒店力量将产品推荐给核心消费者，并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好，以核心消费者的“小盘”带动整个目标消费群的“大盘”。

“盘中盘”再升级，“4×3”后终端模式加强消费者互动。在优化“盘中盘”模式的基础上，公司提出“4×3”营销模式，该模式保持目标消费群不变，但在核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域的核心企事业单位，具体措施包括三方（集团消费、核心酒店、媒体）联动、三位（重点客户部、酒店部、品牌推广部）一体、三大标准（选择经销商的标准，指品牌理念、社会背景、资金实力）和三者关系（公司与经销商责任、权利、义务关系）。公司通过“4×3”模式细化了经销商筛选标准、明确了厂商和经销商的分工，有效解决了终端营销针对性不强、效率不高的问题。

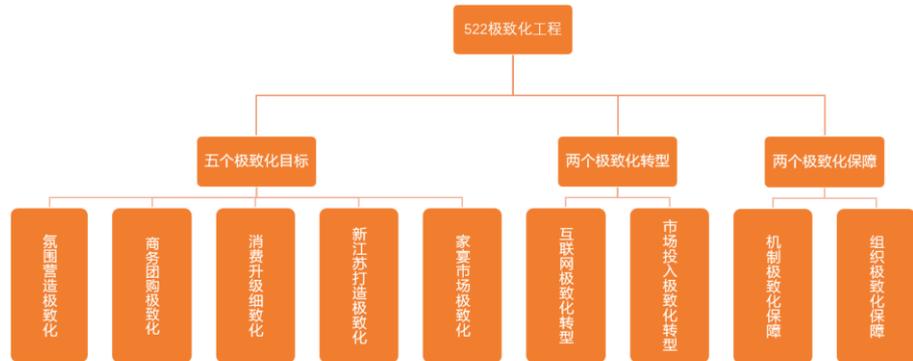
图 21：“4×3”后终端模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

“522 极致化工程”深耕渠道，进行精细化营销。2015 年公司继续深耕渠道，在“4×3”后终端模式基础上把握消费升级大趋势，提出了“522 极致工程”促进深度分销模式转型，强化执行力。该工程强调五个极致化目标，两个极致化转型和两个极致化保障，其本质仍属于深度分销模式，厂商处于主导地位把握市场动向，经销商利用本地资源配合行动，进一步强化深耕细作能力，该策略在拓展产品消费场景的同时细化网点，让洋河继续保持在行业内营销端的优势。

图 22：“522 极致化工程”



资料来源：酒说微信公众号，天风证券研究所

渠道精细化及持续提价使得渠道利润变薄、渠道压货严重，洋河进入调整期。渠道精细化可以实现快速扩张，但弊端在于渠道会基于逐利走量，薄利多销，使得渠道利润越来越薄，当毛利率降至过低时，渠道便无动力去推进产品，造成产品积压，周转慢。

以 M6+引领产品升级，重新梳理渠道结构和利润空间，省内市场逐步回暖。公司后来进行了系列渠道改革，随着公司渠道厂商一体化体系构建、销售考核体系多元化等渠道调整后，利用现有经销商网络及销售团队资源，进行省内渠道的巩固深化。随着公司产品结构升级，渠道配合度提升后，公司将继续把握省内消费升级红利，进行盈利能力改善及品牌形象升级。

### 3.2. 省外核心市场需因地制宜，逐个击破

省外市场布局不断优化，增速多年超过省内。目前洋河全国化产品线丰富多元且结构突出，既抓住全国主流消费价格带又聚焦区域主流价格带；既兼顾核心产品线，如海天梦系列，又辅以竞争性产品，如双沟珍宝坊系列。2009-2019 年省外销量增速远高于省内，省外市场规模 CAGR 高达 28.32%。2019 年省外业绩首次超过省内达到 118.62 亿元，占比 52.39%。剔除公司其他业务及红酒业务部分，公司白酒业务的省外扩张成就更为明显。2019 年洋河股份白酒业务收入总体为 219.67 亿元。其中，省内白酒营收为 102.99 亿元，省外白酒营收为 118.62 亿元，占比 53.52%。

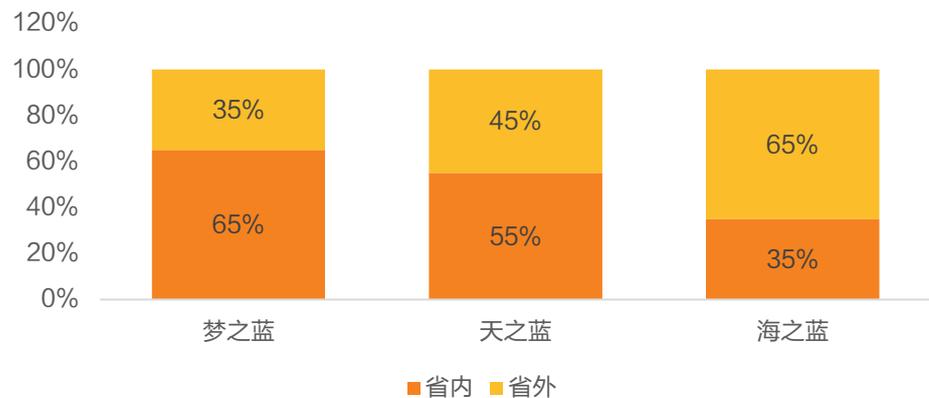
图 23：洋河省外营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

**完善产品矩阵切入不同价位带，海天系列成功占据省外市场，梦之蓝接力成为全国化布局新动力。**洋河品牌影响力强、全国化程度高，尤其是蓝色经典产品在全国范围内有广泛的消费者基础。2018 年海之蓝系列产品销售收入省外占比高达 65%，作为公司省外市场占比最大的产品，主要聚焦省外县级市场、乡镇市场。2018 年天之蓝省外占比达到 55%，同样处于较高水平，主要定位于中端婚宴和商务宴请用酒。2018 年价位带最高的梦之蓝省外销量占相对较低，为 35%，但其增长速度较海天而言更快，梦之蓝省外接受度正不断提升。2019 年营销队伍已按品牌细分，海天单列，专业化精准运营促进海天可持续发展。此外，公司还成功打造出苏酒头排酒、洋河 1949 封坛酒、双沟珍宝坊封坛酒等多款备受市场认可的产品，提升了洋河在不同消费层次的消费者群体中的品牌号召力。

图 24：2018 年海天梦系列省内外销量占比



资料来源：wind，天风证券研究所

**征途广袤，省外新江苏市场不断开辟。**2006 年洋河蓝色经典坐稳江苏市场以后，公司随即开始拓展河南市场，河南做到数千万规模时，又立刻转道山东、安徽，2007 年又进军北京市场，此后又相继开发出广东、湖北等新市场。2015 年，洋河将新江苏市场的划分单位由省调整为市县，划定销售超过 800 万元的县和超过 1500 万的市重点突破。2015 年新江苏市场销售同比增长超 20%，随着渠道铺设更加精细，2016 年前 4 个月，洋河新江苏市场增幅同比超过 30%。

图 25：公司新江苏市场数量



资料来源：wind，美酒招商网，东方财富网，天风证券研究所

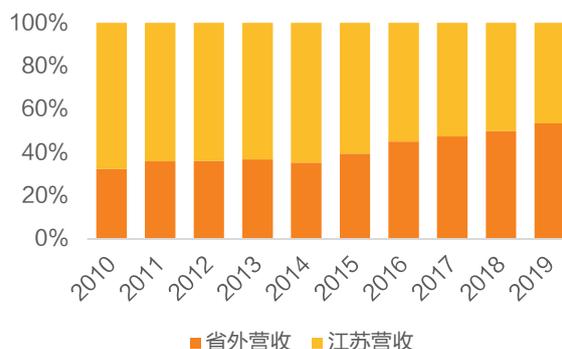
洋河通过复制江苏省内成功经验，在省外的运作不断精细化，新江苏市场稳步扩张。2018 年公司新江苏市场占省外整体销售收入的比重超过 70%，2019 年公司新江苏市场已经达 570 个。2014 年以来公司省外收入占比持续提升，2019 年公司省外营收占比超过 50%。

图 26：公司省内外营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

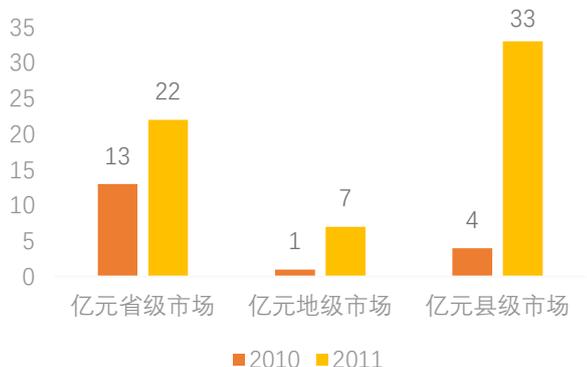
图 27：2019 年省外营收占比首次超过省内



资料来源：公司公告，天风证券研究所

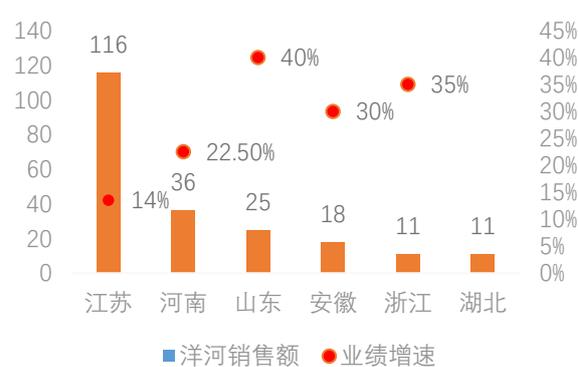
六大省业绩增速显著，全国化布局取得大突破。通过不断加大深度分销模式，营销网络平台已经渗透到全国各个地级县市。2010 年、2011 年是公司全国化的丰收年，全国化市场布局取得突破性进展。亿元省级市场从 12 个增加到 22 个，亿元地级市场从 1 个增加到 7 个，亿元县级市场从 4 个增加到 33 个。河南省成为首个销售突破十亿元的省外市场，并且在 2018 年销售收入达到 36 亿。此外，洋河在山东、安徽、浙江和湖北等市场表现也非常突出，2018 年销售收入分别达 25/18/11/11 亿。

图 28：2010-2011 年省外亿元市场数量变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：2018 年 6 大省销售额对比 (单位：亿元)



资料来源：酒食汇微信公众号，天风证券研究所

不同省份需因地制宜，逐个攻破目标市场。省份之间白酒市场不尽相同，包括饮酒文化，市场规模，市场格局等等。洋河在初步攻占重点市场已有点状开花的表现，后推出梦系列抢占次高端价格带，提升品牌认知度与渠道利润。随着梦系列放量表现优异，河南、山东等市场已出具重点样本市场模型。不同市场特征存异，需因地制宜制定推广策略。

表 8 洋河重点省外市场概览及应对策略

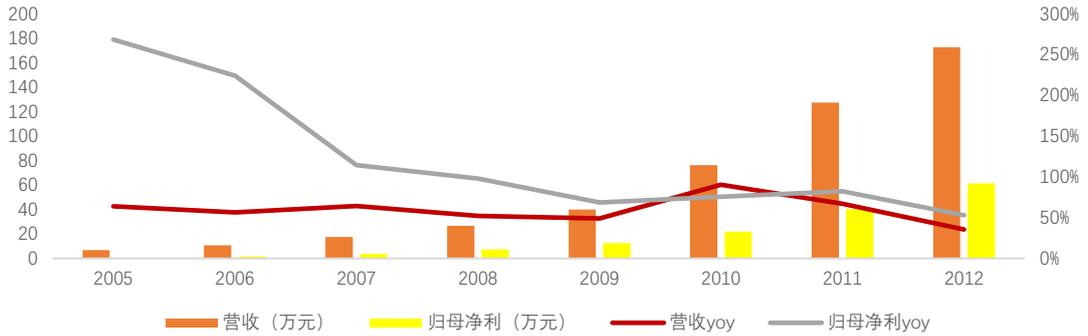
省外市场	省内知名酒品牌	市场描述及策略
河南	宋河，仰韶，赊店，杜康，张弓，宝丰，五谷春，贾湖	河南省人口众多，系饮酒大省，拥有悠久酒文化历史，产销量均居我国前列，2019 年河南规上白酒企业产量 33 万千升，位列全国第五，整体规模约 500 亿。河南市场酒企呈散状分布，全省化布局尚有欠缺，遑论全国布局，且无上市酒企，2018 年省内份额仅占约 23.2%，这对于外来品牌乃兵家必争之地。除此之外，河南本地酒企价格带集中在 200 元以下，对外来高价品牌更是提供宝贵机会与空间。酒企应把握商务圈层意见领袖，加推团购渠道，加大终端布局力度，依靠洋河较大的知名度，低价酒也有抢占空间。
山东	景芝，扳倒井，孔府家，趵突泉，古贝春，景阳冈，兰陵，黄河龙，青岛啤酒，张裕	与河南省类似，山东人口众多且饮酒文化悠久，白酒市场同样规模较大，容量大概六七百亿，同时经济发展水平较高，GDP 常居前三甲，消费能力出众。在市场格局方面，省内品牌实力较强，景芝继茅台、五粮液与舍得之后于 2014 年夺得“全国质量奖”，几次接近成功上市，青啤远销国内外，张裕为红酒排头兵，省内布局全面且认同感很强，但同样地，在消费升级趋势中省内品牌尚未成功孕育出 400 元以上大单品，这为外来高端品牌提供绝佳机会。此外，山东省内国企数量多且规模大，高端酒需求更加突出。对于外来酒企，高端核心圈层消费要抓牢，企业团购不能松懈，依靠洋河强大品牌力，针对居民爱喝酒的习俗推广终端。
安徽	古井贡酒，口子窖，金种子，迎驾，高炉家，皖酒，文王贡，店小二，金坛子	安徽同是白酒产销大省，产量 43 万千升（2018），市场规模约在 250 亿（2018），规上企业 112 家，与河南、山东市场不同的是，安徽省内品牌强势，竞争激烈，安徽白酒“五朵银花”中四家上市，有道是白酒“西不入川，东不入皖”，安徽市场外来品牌很难打入，竞争激烈。好在洋河在安徽省内渠道细化出色，品牌力保持稳定，落实当下渠道政策可持续优化份额。
浙江	古越龙山，会稽山，女儿红，同山烧，致中和，乌毡帽	浙江市场较为特殊，当地人偏爱喝黄酒，黄酒文化在浙江盛行，并孕育出古越龙山和会稽山的黄酒龙头，古越龙山和会稽山也成为黄酒行业的第一梯队企业，另外女儿红表现也较为强劲。浙江经济发展水平高，人均 GDP 常年居首位，消费能力不可小觑。省内大众高端消费需重点把握，利用洋河低度健康饮酒优势，增点扩面地推洋河产品。
湖北	稻花香（稻花香、关公坊），劲牌，毛铺，枝江大曲，白云边，黄鹤楼，襄江特曲	湖北是白酒产销大省，2018 年产量 5.6 亿升，位居全国第三，容量大概 250 亿元，湖北悠久的饮酒文化以及地产白酒品牌的发展带动了省内白酒消费，整体市场呈现量大价中的特点。2019 年湖北省白酒企业数量达到 500 家，本地白酒产地集中在宜昌、荆州、襄樊等地区，其中主流白酒品牌白云边、枝江、稻花香等占全省产量的 50% 以上。根据市场特征，洋河在湖北次高端价位有一定量，需持续加推梦系列，推进圈层营销，避免低价地产酒主导的低价酒激烈竞争。

资料来源：乐酒圈，凤凰网，佳酿网，糖酒网，天风证券研究所

### 3.3. 安内之后，攘外还需观测

省内市场需精心培育，省外重点市场需稳扎稳打，省外其他市场需稳步突破。洋河在过去创造了营销传奇，产品概念独树一帜，产品放量遍地开花，在“黄金十年”期间多年营收同比超 50%，净利同比超 100%，“洋河速度”广为称道。但企业制度无法保证过快的速度，分销过细，渠道内部竞争激烈并引发窜货，加上厂家不正当压货，市场体系混乱一时，许多商家甚至抱团离开，最严重时期今世缘渠道利润可比洋河高 5 到 8 个点。好在危急时刻及时并正面对问题，对渠道、产品和治理全面整治，推出“一商为主，多商配称”合作关系，M6+在升级产品结构时大力补充渠道利润，股权激励再次调动团队战斗力，让跟着洋河的商家真正有钱赚，而不是此前的“配送商”。伴随 M6+在省内的火爆销售，洋河在江苏省内主力回归，并逐渐开拓河南、山东、安徽等重点市场，全国化规划将提升日程。

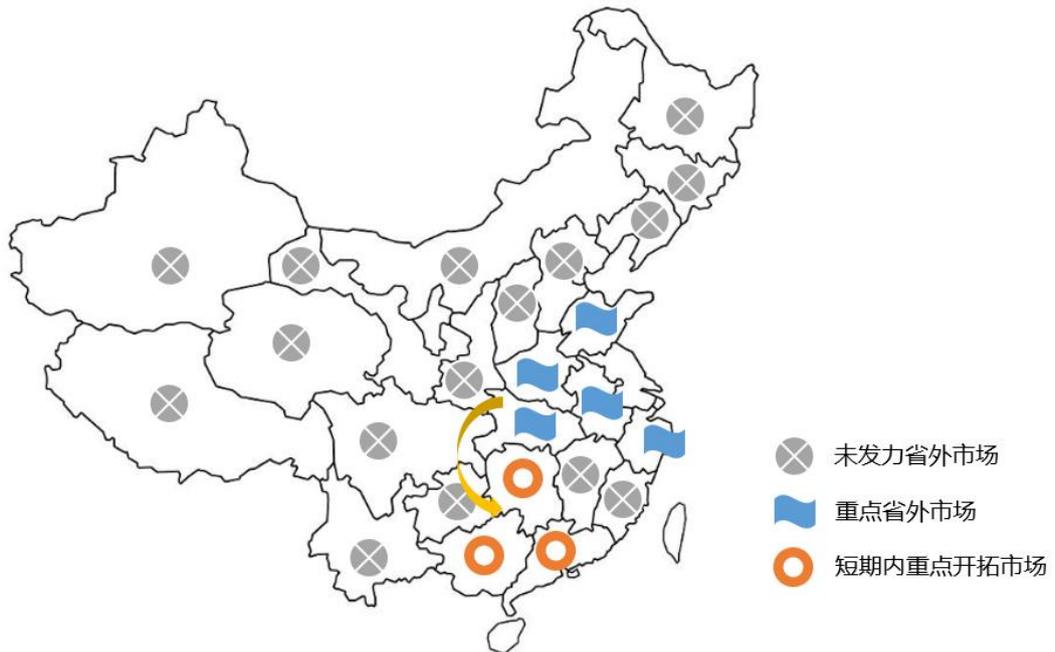
图 30：洋河“黄金十年”营收和净利增长十分迅猛，但高速之中也有问题



资料来源：wind，天风证券研究所

**全国化路途道阻且长，逐个击破。待重点市场培育成熟，**洋河可凭借强大市场地推力度与品牌强度，利用可复制模式，结合具体市场特点，对洋河产品进行深度展销，同时抓住消费升级浪潮进行高价位带占领。湖北、安徽培育成功后，一路向南是当头炮，湖南与两广市场可旁敲侧击占领，过程需不骄不躁细心培育，进而继续向四周辐射，步步为营实现全国化布局。公司得把握节奏，全国化其他地方击破的基础是省内市场基础做扎实，重点省外市场夯实到位，再其他弱势地区突破，把握节奏，稳步进行，全国化可期。

图 31：自东南向西北，洋河全国化之路才刚刚开始



资料来源：酒业家，天风证券研究所

## 4. 没有竞合，只有竞争，洋河有能力实现往日荣光

### 4.1. 洋河速度沉淀洋河高度

**一沟一河成就苏酒龙头地位，底蕴深厚。**洋河位于中国白酒之都江苏省宿迁市，公司拥有驰名江苏的“三沟一河”其中两大品牌，双沟和洋河。洋河酿酒拥有深厚的历史文化底蕴，起源于隋唐，隆盛于明清，曾入选清朝皇室贡酒，素有“福泉酒海清香美，味占江南第一家”的美誉。双沟因“下草湾人”、“醉猿化石”的发现，被誉为“中国最具天然酿酒环境与自然酒起源的地方”。公司坐拥“三河两湖一湿地”，所在地宿迁与法国干邑白兰地产区、英国苏格兰威士忌产区并称“世界三大湿地名酒产区”。1979年，洋河大曲凭借“甜、绵、软、净、香”的特点从三四百个样品中脱颖而出，在第三届全国名酒会上跻身“全国八台甫酒”之列。

图 32：历代名酒评选

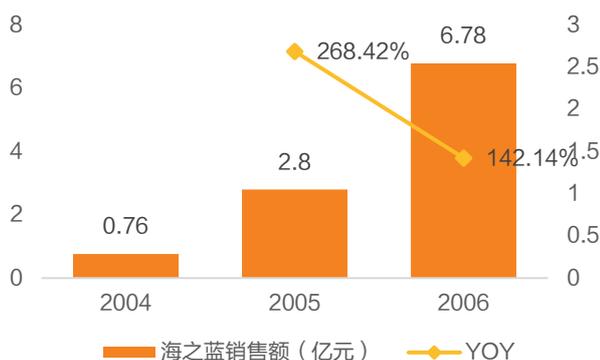
	举办年份	获奖名酒	
第一届名酒评比大会	1952	贵州茅台、山西汾酒、陕西西凤酒、四川泸州老窖特曲（老四大名酒）	
第二届名酒评比大会	1963	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲酒、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒（老八大名酒）	
第三届名酒评比大会	1979	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲酒、董酒、泸州老窖特曲酒（新八大名酒）	
第四届名酒评比大会	1984	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲酒、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲酒、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒（十三大名酒）	
第五届名酒评比大会	1989	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、宋河粮液、沱牌曲酒、武陵酒、宝丰酒（十七大名酒）	

资料来源：酒市网，天风证券研究所

**迎合白酒发展黄金十年浪潮，经典产品系列陆续重磅推出。**行业景气白酒消费需求旺盛，新品牌、新产品层出不穷，公司迎合时代风口大力推出全新产品抢占市场。2003 年正逢白酒黄金十年开端，公司伺机推出“洋河蓝色经典”系列，以海之蓝为主打产品，定价 148 元/瓶，主攻当时主流价位段 100-150 元，并凭借其创新性的淡雅绵柔口感，上市后迅速占有市场。2003-2006 年海之蓝收入复合增长率达到 198.6%。2009-2012 年受益于宽松的货币政策及 4 万亿投资计划，白酒行业再添活力。公司天之蓝复制海之蓝成功，接力海之蓝实现高增。2015 年后随着行业回暖，消费升级扩容，2017 年梦之蓝增速超过 50%，梦系列占比首超天系列。公司顺应行业周期及消费趋势变化，适时推出相应系列产品，卡位主流消费价格带，三大系列产品市场反映良好，拉动公司快速成长。

**不脱离主流的品类差异化定位。**彼时，以五粮液、泸州老窖、剑南春为首的川酒雄霸天下，江苏市场也面临川酒和徽酒的强力竞争。浓香型白酒一直以来都是行业主流香型白酒，但川酒普遍风格饱满、香浓，而江苏地区饮酒文化与偏好同其他地区不同，且商务场所饮酒场景以社交为主，酒的口感更适宜淡雅。洋河凭借自身江淮流域的湿地环境创新出绵柔型白酒，在不脱离当时主流香型的同时形成自身风格特点，形成独特产品品质且结合基地消费者的饮酒方式，提升主流市场消费者的接受度。在业界形成了“酱香看茅台，绵柔数洋河”的新格局。绵柔型白酒感官上具有“饮前香气优雅怡人，入口绵柔顺喉，饮中畅快淋漓，饮后轻松舒适”的典型特征。

图 33：海之蓝系列销售额及增速



资料来源：食研汇，天风证券研究所

图 34：中高档白酒（主要指蓝色经典系列）营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**乘东风而上，洋河如日方升势头强劲。**洋河自 2003 年创新绵柔香型、推出海天系列后，无论是业绩表现还是品牌形象均迈入快速成长期。2004 年公司收入规模尚不足 5 亿元，2009 年上市后，公司营收从 40 亿元快速增长至 2012 年的 173 亿元，2004-2012 年间年均复合增长率达到 59.28%。截至 2019 年，公司营收规模超过 230 亿元。与此同时，洋河的品牌形象及消费者口碑也扶摇直上。2020 年初，根据艾媒金榜及新快报发布的《2020 中国新春中高端白酒系列品牌 TOP10》，洋河梦之蓝以 92.6 的指数，仅次于茅台飞天、五粮液，位居第三名。在中国白酒品牌价值第一梯队中，与传统品牌实力强劲的茅台、五粮液、泸州老窖以及汾酒不同，洋河的崛起是依靠自身高速发展的辉煌时代，在竞争激烈的行业中脱颖而出。从地产区域型酒企发展至全国化企业，洋河 20 年创造的洋河速度另其企业难以企及。

图 35：公司上市后至今股价走势图



资料来源：天风证券研究所

图 36：公司 2004-2019 营业收入及增速



资料来源：天风证券研究所

图 37：公司 2004-2019 归母净利润及增速



资料来源：天风证券研究所

#### 4.2. 产品定位几经摸索，看好营销能力加码品牌实力

洋河历届的产品营销及品牌建设反映了当时的定位及心态，从海天到梦到手工班到 M6+，营销与品牌契合提升认知度，也反映了公司从快速发展到调整期的心态变化。

##### “差异化打造”，包装、品牌名和主题诉求将蓝色运用到极致

洋河蓝色经典以蓝色为核心，在包装、品牌名称和主题诉求等方面均表现出它的与众不同，将蓝色应用到极致，成为一个系统而非一个简单的突破点。从包装来看，洋河是第一个把主题颜色——蓝色，运用到整个产品系列之中的企业。从包装盒到瓶体再到宣传画面，天之蓝、海之蓝，梦之蓝系列产品都采用了同一种蓝色，这对消费者形成了很强的视觉冲击。此外，洋河提出了经典广告语“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”，巧妙将蓝色经典系列的海之蓝、天之蓝、梦之蓝融入广告中，而“男人的情怀”直击消费者内心，引发其精神共鸣。

图 38：蓝色经典系列产品广告

产品	广告语	宣传画面
海之蓝	胸怀江河 男人情怀	
天之蓝	瞭望天空 是多么的辽阔而深邃 我们试着寻找一片属于自己的天空	
梦之蓝手工班	慢工棉柔 非凡之酿	
梦之蓝M6+	下一个十年 更好的时代 值得更好的你	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

• “男人的情怀”，情感化营销方式更贴近消费者

黄金十年时期，白酒行业品牌营销更注重宣传品牌自身悠久历史、酒体品质，而洋河另辟蹊径以“世界上最广阔的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀”的情感化营销方式更加贴近了白酒主流消费人群 30-45 年龄段的情感诉求，品牌广告语在追求情怀的同时不失格局的体现。同时，在产品包装方面以蓝色为主色调，差异化包装配色对消费者形成了很强的视觉冲击，构成了有效的品牌区隔。酒瓶包装以蓝色为主色调，金色为辅色，给人以海天一色、博大王者的艺术享受，突出了宁静、博大、睿智的丰富内涵。“洋河蓝色经典”系列定位于中国新一代智慧阶层，大打感性牌，针对男性用户群体将酒产品打造成为顾客情感交流的工具，精神共鸣的载体。

• “总与大事同在”，事件性营销及公关推广持续吸引眼球

酒香不怕巷子深的时代已过，好酒也要靠吆喝。在广告投放上，洋河以全方位、广覆盖为原则，力求实现传达率最大化，因此洋河总是选择位置好的区域，覆盖面积大、上档次的优质媒体进行广告投放。央视平台作为传统媒介之王电视广告的核心顶端选择，具有强大的覆盖面及公信力，并且主流品牌集聚的广告环境也抬升了品牌高品质形象。公司选择了传统广告、整点报时、栏目特约、特殊活动赞助等多种宣传形式，并且跟进大事件、增强曝光度，借助相得益彰的配套销售方案，使得广告投放与市场营销良性互动，形成合力，迅速在白酒市场上掀起一阵蓝色风潮。

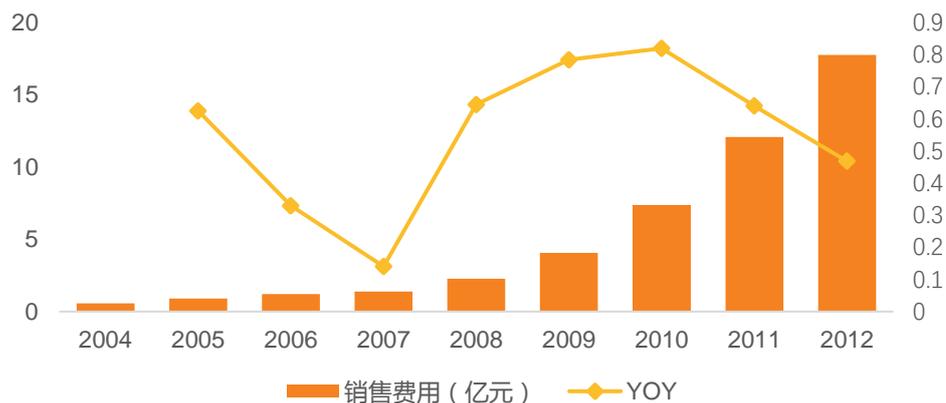
表 9：洋河历年来重要事件性营销

时间	事件	营销手段
2008	奥运火炬传递	在 CCTV 奥运频道，洋河特别制作播出了“洋河酒厂与 CCTV-5 共同见证 2008”奥运火炬传递的宣传片，在奥运会圣火传递过程中结合公司洋河“蓝色经典”的品牌文化，将洋河酒厂与奥运火炬一路传递密切融合。
2009	新中国成立 60 周年	新中国成立 60 周年，洋河以“海天梦想，中国力量”的口号携手央视国庆大典直播，借助了举国欢腾、共贺新中国六十华诞这一重大事件，将“洋河蓝色经典”品牌的影响力再推向了新的高度。
2010	CCTV 青年歌手大赛	洋河独家冠名“蓝色经典天之蓝杯第十四届 CCTV 青年歌手电视大奖赛”，通过立体有效的传播方式，使得“蓝色经典天之蓝”在全国范围内的知名度大大提升。
2011	央视七套、十套栏目	洋河继续坚持持续创新的精神，开创性的与央视七套、十套栏目开展全频道、高频次、覆盖式的联合宣传及公益宣传合作，使得“蓝色经典天之蓝”在全国范围内大放异彩，市场知名度进一步得到强化和提升。

2011	CCTV 中国经济年度人物评选 CCTV 感动中国年度人物评选	“蓝色经典天之蓝”独家冠名“2010CCTV 中国经济年度人物评选”和“蓝色经典天之蓝 2010CCTV 感动中国年度人物评选”。“洋河蓝色经典”所代表的高远、博大胸怀与两大评选活动的宗旨完美融合。
2012	中国金鸡百花电影节、伦敦奥运会、央视节目《寻找最美乡村医生》	被选为第十九届中国金鸡百花电影节指定用酒；被选为伦敦奥运会中国体育健儿壮行庆功专用白酒；全程公益支持央视节目《寻找最美乡村医生》。

资料来源：央视广告品牌专栏，公司官网，天风证券研究所

图 39：公司 2008-2012 年销售费用投放力度加大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

• 对立心智对手，建立“新国酒”品牌认知

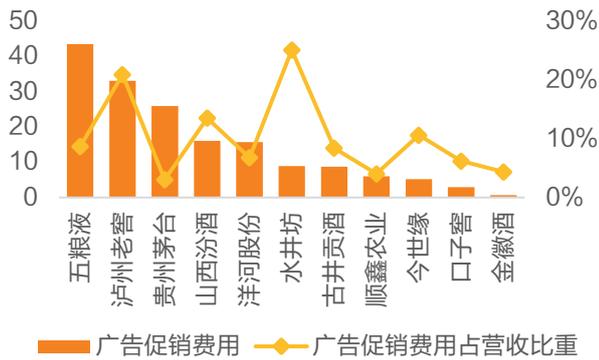
2015 年以后，白酒行业开始复苏，任何白酒品牌想走高端化路线，心智对手非茅台莫属。茅台是国酒，高端品类的代表品牌。在顾客心智中快速建立起高端化品牌认知有两种办法：一是关联心智对手；二是对立心智对手。洋河梦之蓝采取的是对立心智对手，重新定位茅台。行业复苏期，新中产阶级群体崛起，需要新的品牌代表自己的消费价值观。于是，洋河梦之蓝把自己定位为“新国酒”，把茅台推向另一面：老国酒。找到定位后，洋河梦之蓝，无论在高端公关赞助活动，还是广告传播，全部聚焦到梦之蓝上，甚至在 2017 年后，梦之蓝系列产品终端陈列表现，都是单独的陈列展示，与海之蓝、天之蓝明显区隔出来，真正当成一个独立品牌来运营。

• 摆正心态，定位次高端，加大市场投入巩固品牌定位

2019 年年底，“梦之蓝 M6+”在南京首次亮相，上市之初就受到了行业极大关注。作为下一个十年的时代献礼，“梦之蓝 M6+”打出“下一个十年，更好的时代，值得更好的你”的品牌口号，更让消费者认识到，选择“梦之蓝 M6+”是一件富有时代情怀的事。同时也体现出洋河逐渐摆正心态，不再盲目追求高端扩张，而是稳扎稳打，巩固次高端名酒品牌形象，持续加深消费者的品牌好感。

**持续稳定投入广告促销费用，加深品牌形象。**品牌建设是白酒企业培育消费者粘性、增强竞争壁垒的重要手段，公司近年来广告促销费用呈现稳定增长趋势。目前公司 2019 年广告促销费用为 15.66 亿元，占营业收入比重为 6.77%，在上市酒企中相对偏低。随着公司梦 6+ 及梦 3 水晶版等新品上市，未来还有广告及推广方面还有一定上升空间，期待未来加大营销力度带来更高的品牌效益。

图 40：2019 年白酒企业广告促销费用占营收比重



资料来源：wind，天风证券研究所

图 41：2010-2019 年洋河广告促销费用变化



资料来源：wind，天风证券研究所

### 4.3. 耐心，再耐心，洋河有机会实现更高跨越

“十四五”迎接大变革，洋河提质增效任重道远。“十四五”规划是公司全面调整转型、实现稳健发展的五年规划，将有序推动公司在“强内功、夯基础”中提质增效，在“大变革、大转型”中提档升级，有力促进营销转型、产品升级、品牌塑造和管理强基。在具体营销上，洋河将坚持以消费者为中心、双名酒为主体、多品牌为支柱、高质量发展基调的同时，聚力六强六推进，实施硬核六工程（营销深度转型、产品全面升级、品牌矩阵提升、体制机制激活、管理效能极致、文化洋河打造），深化转型升级，汇聚变革势能，在新的历史起点奋力构建高质量发展新格局。

- **品牌端，洋河历史底蕴悠久，突出品牌价值是发展优势单品。**公司拥有深厚的历史文化底蕴。洋河酿酒起源于隋唐，隆盛于明清，曾入选清朝皇室贡酒，素有“福泉酒海清香美，味占江南第一家”的美誉。作为中国名酒的杰出代表，洋河、双沟多次在全国评酒会上荣获国家名酒称号，是中国白酒行业拥有洋河、双沟两大“中国名酒”和两个“中华老字号”的企业。公司将依托深厚的品牌底蕴，着力发展蓝色经典系列之梦之蓝、微分子系列之大V、珍宝坊系列之帝坊、苏酒系列等聚焦价位在 600 元以上的单品，以创新提升产品品质，积累基酒储备，逐步向高端发力，并抓好天之蓝、海之蓝、洋河大曲系列、柔和系列等中低端单品，完善产品结构，耐心培育产品体系。

表 10：洋河股份企业荣誉

时间	事件
1915 年	洋河大曲获“全国名酒展览会”一等奖；“巴拿马国际博览会”国际名酒称号及奖章。
1979 年	在全国第三届评酒会上，洋河大曲荣获“中国名酒”称号，跻身全国八大名酒之列；53 度双沟大曲、39 度双沟特液同时被评为国家优质酒。
2002 年	洋河参与国家浓香型白酒新标准制定，“洋河”商标被认定为中国驰名商标；双沟获得“全国质量管理先进单位”称号。
2008 年	洋河名列全国白酒制造行业效益十佳企业前五名，迈入 2007 年度中国企业集团纳税 500 强，名列第 253 名（在白酒类纳税位列全国第五），“蓝色经典”被认定为中国驰名商标。
2009 年	洋河再获全国文明单位称号，公司股票在深圳证券交易所成功上市，“洋河酒传统酿造技艺”、“双沟大曲酒传统酿造技艺”共同入选省级非遗名录，企业获振兴苏酒突出贡献企业称号，洋河、双沟同被评为全国工业旅游示范点。
2012 年	2012 年度 FT 全球 500 强排行榜，洋河股份（苏酒集团）首次进入全球 500 强
2014 年	2014 中国品牌价值评价信息在中央电视台向全球独家发布，洋河以 415.85 亿元的品牌价值高居酒水、饮料、食品类榜首，成酒水食品类第一品牌

2015 年	福布斯“2015 年亚太地区最佳上市公司 50 强”，洋河股份作为唯一一家中国白酒企业上榜，位列亚太地区第 12 位、中国上市公司第 5 位
2019 年	洋河“蓝色经典”以品牌价值 1268.35 亿元位列“华樽杯”全球名酒第 5 位，并在入围榜单的中国白酒品牌中排第 2 位。
2019 年	公司获得“2019 年度中国轻工业二百强企业”第 20 名的成绩，同时成功获评“2019 年度中国轻工业食品行业五十强企业”，总排名第 6。
2020 年	公司旗下梦之蓝 M6+、洋河 1949 封坛酒、双沟珍宝坊封坛酒常规版三款产品成功获得年度“青酌奖”酒类新品奖。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **产品端，抓中间带两头，由梦至海天逐步升级调整。**新一轮调整有条不紊，目前 M6+ 已算推出成功，水晶 M 产品正在验证，海天产品待调整，M9 以上待培育，我们认为，公司应先把次高端品牌做扎实，再相继带动高低产品的发展，步步为营，稳扎稳打，需要更多耐心。
- **渠道端，公司根据发展阶段和战略布局的不同，分层次、分区域、有条理地推出多样化的营销模式，积累渠道优势。**公司先后推出了包括厂商“1+1”、酒店“盘中盘”、“4×3”、“522 极致化工程”“一商为主、多商配称”等渠道模式，领先行业实现营销模式深度转型。公司渠道模式不断创新迭代，利用厂商“1+1”模式对于市场形成扁平化强掌控，“盘中盘”模式把握核心客户，在省内快速铺开。省外利用“522 机制化工程”将省外渠道做深做细，快速拓展新江苏市场。渠道恢复后，未来公司仍将持续优化，省内基础继续夯实，省外重点市场持续突破，假以时日，洋河有望进一步实现全国化扩张。

## 5. 盈利预测

关键假设：

- ① 2020 年是 M6+ 验证年，2021 年是水晶 M 基础年，海天产品待调整，因为海天产品目前体量占比仍较大，调整期内不太贡献收入增长，影响整体白酒增长，预计 2022 年稍有好转，从发展节奏来看，2021 与 2022 年都在稳定区间。
- ② 水晶版 M3 上市，高端产品持续升级换代，同时基酒产能储备跟上。业绩反转完成后，吨价和销量增长都将加快，但价格贡献的维度比销量更大，预计吨价增长率为 1%/6%/6.36%，销量增长率为 -5%/5%/5%。
- ③ 公司近年来加快营销布局，全国化扩张中销售费用、管理费用增长迅速，但销售收入的增长使得营销的效率提升，单位成本费用下降，因此预计 2020-2022 年的销售费用率分别为 11.20%/11.00%/10.70%，管理费用率分别为 7.50%/7.30%/6.90%。

结合对四季度销售情况了解，略低于原先对四季度的业绩预测，因此下调 2020 年收入增速。预计 2021 年公司运营状况趋于正常，加之 2022 年公司产品调整到位后节奏加快，因此，上调 2022 年收入增速。我们预测 2020-2022 年收入由 226/254/288 亿元调整至 222/249/289 亿元，同比增长 -4.08%/12.38%/16.01%，净利由 77/88/101 亿元调整至 75/85/102 亿元，同比增长 1.41%/13.72%/19.60%，维持公司“买入”评级。

表 11：洋河股份 2020-2022 增速预测表

分产品	2018	2019	2020E	2021E	2022E
白酒营业收入（百万元）	22913.29	21967.04	21077.37	23459.12	26222.60
yoy	19.44%	-4.13%	-4.05%	11.30%	11.78%
白酒销售量（吨）	214051.34	186022.52	176721.39	185557.46	195020.89
yoy	-0.88%	-13.09%	-5.00%	5.00%	5.00%

吨酒价 (元/吨)	107045.77	118088.07	119268.95	126425.09	134465.72
yoy	20.50%	10.32%	1.00%	6.00%	6.36%
营业总收入 (百万元)	24159.80	23126.48	22182.92	24929.17	28920.33
yoy	21.30%	-4.28%	-4.08%	12.38%	16.01%

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 12: 洋河股份 2020-2022 财务指标预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	24159.80	23126.48	22182.92	24929.17	28920.33
yoy	21.30%	-4.28%	-4.08%	12.38%	16.01%
毛利 (百万元)	17806.57	16500.12	16266.41	18287.30	21352.76
-白酒	17520.66	16323.55	15727.34	17568.73	19784.40
yoy	34.46%	-6.83%	-3.65%	11.71%	12.61%
白酒毛利率	76.47%	74.31%	74.62%	74.89%	75.45%
销售费用率	10.60%	11.60%	11.20%	11.00%	10.70%
管理费用率	7.10%	8.00%	7.50%	7.30%	6.90%
研发费用率	0.10%	0.70%	0.50%	0.30%	0.30%
净利润 (百万元)	8115.33	7386.09	7485.08	8514.57	10183.63
yoy	22.50%	-9.00%	1.40%	13.70%	19.60%
归母净利润 (百万元)	8115.19	7382.82	7487.09	8415.03	10182.82
yoy	22.45%	-9.02%	1.41%	13.72%	19.60%

资料来源: wind, 天风证券研究所

过去十年内, 公司平均的 PE 水平约为 24X, 而随着未来白酒板块整体走强, PE 中枢有上移趋势。再进一步参考行业可比公司平均估值水平, 选取体量相近的泸州老窖、古井贡酒和山西汾酒等企业作为可比企业, 可比公司 PE 水平普遍超过 50X。因此, 给予公司 40 倍的 PE 中枢, 目标价格约为 226 元。

表 13: 洋河股份可比公司估值水平

公司代码	公司名称	市盈率 (P/E)			
		2019	2020E	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	42.88	32.36	51.49	43.92
000858.SZ	五粮液	28.52	39.76	50.08	42.31
000568.SZ	泸州老窖	27.26	34.93	56.03	44.92
000596.SZ	古井贡酒	27.87	25.95	53.34	44.93
600809.SH	山西汾酒	35.18	60.16	99.92	81.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 6. 风险提示

**省内竞争加剧, 省外扩张不及预期:** 省内, 江苏市场竞争激烈, 除地产强势品牌外, 川酒、黔酒、徽酒均在江苏市场有一席之地。省外, 不同市场特征存异, 有待因地制宜制定推广策略。

**新品推广不及预期:** 洋河推出新品 M6+、“梦之蓝手工班”, 着力做好次高端产品的升级换代, 但在高端酒需要产品品质沉淀的情况下, 新品推广需要时间的沉淀。

**政策风险:** 2017 年起, 公司奉行“小步快跑”政策, 频繁小幅提价, 加之公司始终加大深度分销模式, 渠道利润不断走低, 导致出现价格倒挂。

**食品安全:** 食品安全问题是影响整个行业的重要因素, 将会导致行业需求及信心受挫, 使得行业格局发生重大变化。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,615.35	4,300.14	10,909.02	14,225.41	18,330.69	营业收入	24,159.80	23,126.48	22,182.92	24,929.17	28,920.33
应收票据及应收账款	247.96	675.35	290.65	420.27	492.13	营业成本	6,353.24	6,626.36	5,916.51	6,641.86	7,567.56
预付账款	18.98	200.12	72.02	91.90	115.18	营业税金及附加	3,769.93	3,201.48	2,950.33	3,240.79	3,716.26
存货	13,892.12	14,433.24	9,706.05	18,113.73	13,526.72	营业费用	2,561.40	2,691.71	2,484.49	2,742.21	3,094.48
其他	16,980.39	18,197.41	18,285.59	18,235.81	18,195.25	管理费用	1,704.27	1,856.49	1,663.72	1,819.83	1,995.50
<b>流动资产合计</b>	<b>34,754.80</b>	<b>37,806.26</b>	<b>39,263.32</b>	<b>51,087.11</b>	<b>50,659.98</b>	研发费用	27.57	159.97	110.91	74.79	86.76
长期股权投资	9.42	25.36	75.36	105.36	130.36	财务费用	(65.14)	(78.43)	(90.00)	(90.00)	(93.00)
固定资产	7,833.67	7,256.56	6,553.77	6,113.63	5,388.70	资产减值损失	1.10	(2.25)	3.00	5.00	3.00
在建工程	154.54	263.15	432.60	203.13	208.13	公允价值变动收益	0.00	158.68	23.23	(14.00)	1.59
无形资产	1,781.96	1,747.13	1,699.45	1,666.16	1,614.33	投资净收益	918.29	850.55	797.60	855.48	834.55
其他	3,909.38	6,356.57	2,893.54	3,481.49	4,243.72	其他	(1,924.51)	(2,099.97)	(1,641.67)	(1,682.96)	(1,672.27)
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,688.97</b>	<b>15,648.78</b>	<b>11,654.73</b>	<b>11,569.78</b>	<b>11,585.24</b>	<b>营业利润</b>	<b>10,813.65</b>	<b>9,761.88</b>	<b>9,964.79</b>	<b>11,336.17</b>	<b>13,385.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>49,563.77</b>	<b>53,455.04</b>	<b>51,475.45</b>	<b>63,216.02</b>	<b>62,617.39</b>	营业外收入	37.93	22.25	26.67	28.95	25.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	12.40	13.32	11.35	12.36	12.35
应付票据及应付账款	1,261.28	1,330.65	1,025.20	1,552.04	1,417.89	<b>利润总额</b>	<b>10,839.19</b>	<b>9,770.80</b>	<b>9,980.10</b>	<b>11,352.76</b>	<b>13,399.51</b>
其他	14,366.92	15,206.12	10,533.40	18,245.98	13,588.09	所得税	2,723.86	2,384.71	2,495.03	2,838.19	3,215.88
<b>流动负债合计</b>	<b>15,628.20</b>	<b>16,536.77</b>	<b>11,558.60</b>	<b>19,798.01</b>	<b>15,005.99</b>	<b>净利润</b>	<b>8,115.33</b>	<b>7,386.09</b>	<b>7,485.08</b>	<b>8,514.57</b>	<b>10,183.63</b>
长期借款	0.11	0.07	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.14	3.27	(2.01)	0.54	0.80
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8,115.19</b>	<b>7,382.82</b>	<b>7,487.09</b>	<b>8,514.03</b>	<b>10,182.82</b>
其他	310.94	426.64	354.00	363.86	381.50	每股收益(元)	5.39	4.90	4.97	5.65	6.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>311.05</b>	<b>426.71</b>	<b>354.00</b>	<b>363.86</b>	<b>381.50</b>						
<b>负债合计</b>	<b>15,939.25</b>	<b>16,963.49</b>	<b>11,912.60</b>	<b>20,161.87</b>	<b>15,387.48</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	(20.01)	(17.28)	(19.30)	(18.75)	(17.95)	<b>成长能力</b>					
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	营业收入	21.30%	-4.28%	-4.08%	12.38%	16.01%
资本公积	741.70	741.53	741.53	741.53	741.53	营业利润	22.38%	-9.73%	2.08%	13.76%	18.08%
留存收益	32,279.51	35,005.46	38,075.16	41,565.91	45,740.87	归属于母公司净利润	22.45%	-9.02%	1.41%	13.72%	19.60%
其他	(883.67)	(745.14)	(741.53)	(741.53)	(741.53)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>33,624.52</b>	<b>36,491.55</b>	<b>39,562.85</b>	<b>43,054.15</b>	<b>47,229.91</b>	毛利率	73.70%	71.35%	73.33%	73.36%	73.83%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49,563.77</b>	<b>53,455.04</b>	<b>51,475.45</b>	<b>63,216.02</b>	<b>62,617.39</b>	净利率	33.59%	31.92%	33.75%	34.15%	35.21%
						ROE	24.12%	20.22%	18.92%	19.77%	21.55%
						ROIC	35.18%	28.98%	91.05%	112.78%	142.73%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	32.16%	31.73%	23.14%	31.89%	24.57%
						净负债率	-10.75%	-11.78%	-27.57%	-33.04%	-38.81%
						流动比率	2.30	2.29	3.45	2.61	3.40
						速动比率	1.41	1.41	2.61	1.69	2.50
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	102.97	50.09	45.93	70.13	63.39
						存货周转率	1.81	1.63	1.84	1.79	1.83
						总资产周转率	0.52	0.45	0.42	0.43	0.46
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	5.39	4.90	4.97	5.65	6.76
						每股经营现金流	6.01	4.51	7.29	4.98	6.01
						每股净资产	22.33	24.23	26.27	28.58	31.35
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	40.19	44.17	43.56	38.30	32.03
						市净率	9.69	8.93	8.24	7.57	6.90
						EV/EBITDA	11.74	13.11	27.59	24.07	20.24
						EV/EBIT	12.57	14.15	29.77	25.80	21.47

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com