

# 洋河股份 (002304)

证券研究报告  
2022年05月20日

## 二次创业渠道改革增厚经销商利润，产品迭代稳步占位次高端市场

两次起落奠定洋河基础，适时变革开启二次创业。公司通过自主研发开启“绵柔型”白酒的先河，在2003年推出蓝色经典系列产品，接下来十年的发展期内完成了地方性酒厂向全国性白酒企业的变更，建立了多层次完整的价格体系。2012年，随着行业进入震荡调整，公司发展放缓，但渠道方面公司全面推进“1+1”深度分销模式，快速铺开全国市场，业绩恢复平稳增长。公司的高速发展也逐渐暴露出一系列问题，包括产品老化、渠道库存问题、经销商信心不足等。公司于2019年开启了主动调整，推出升级版产品梦6+，并逐步建立起“一商为主，多商配称”的渠道架构，厂商关系改善，经销商利润增加，开启二次创业新阶段。

**聚焦核心多品牌发力，精准定位持续提升品牌知名度。**洋河坐落于中国白酒之都——江苏省宿迁市，旗下两大品牌“洋河”、“双沟”分别有着至少1300年以上的历史传承，白酒底蕴深厚。随着公司产品持续升级，洋河品牌获得越来越多专业评估机构和消费者的认可，同时公司积极开展品牌营销工作，建立“新国酒”品牌认知。

**价格带分布清晰，绵柔品质逐步升级占位次高端。**公司产品分为梦之蓝、苏酒、天之蓝、珍宝坊、海之蓝、洋河大曲、双沟大曲、贵酒、星得斯红酒等各个系列，坚持“双名酒、多品牌、多品类”的“一体两翼”品牌发展战略，覆盖高、次高、中、低多层次价格带。依赖于产能储备丰富和强大技术研发力，绵柔品质持续稳定升级，打造梦6+、水晶版、梦9及手工班等多款升级产品，稳步占位次高端。

**渠道创新不断突破，“一商为主，多商配称”让利渠道。**公司从2003年开始探索“盘中盘”模式，继而根据业绩不断改革创新，陆续提出“4x3”模式、“1+1”深度分销、数字化转型、“522”极致化工程，到2019年提出“一商为主，多商配称”的渠道策略，在各个方面紧跟市场格局变化。2019年，渠道改革协同战略层面调整，推新成效显著。公司新品梦6+、梦3水晶版等升级产品均表现良好，渠道库存水平健康，经销商利润提升，信心也随之上升。

**投资建议：**目前来看，梦6+自推出以来价格表现坚挺，成功打入600-800元价格带，省内布局基本完成，延续良好势头重点布局省外市场。我们认为，随着梦6+的持续推进，梦3水晶版、海天升级版以及梦9、手工班在前期探索成功的产品策略、渠道策略上，叠加品牌升级的助力，有望为公司带来新的增长点。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为96.4/116.7/138.6亿元，分别同比增长28.4%/21.1%/18.7%，给予洋河股份2022年25X-30X相对PE估值区间，对应股价159.2-191.1元。

**风险提示：**疫情反复影响、渠道改革不及预期、产品升级不及预期、公司经营风险等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,101.05	25,350.18	28,759.78	34,359.83	40,406.54
增长率(%)	(8.76)	20.14	13.45	19.47	17.60
EBITDA(百万元)	10,763.90	10,508.52	12,807.68	15,443.78	18,095.02
净利润(百万元)	7,482.23	7,507.68	9,640.10	11,674.92	13,860.89
增长率(%)	1.35	0.34	28.40	21.11	18.72
EPS(元/股)	4.97	4.98	6.40	7.75	9.20
市盈率(P/E)	31.05	30.94	24.10	19.90	16.76
市净率(P/B)	6.04	5.47	4.85	4.18	3.51
市销率(P/S)	11.01	9.16	8.08	6.76	5.75
EV/EBITDA	30.34	19.71	14.31	11.86	9.24

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	160.8元
目标价格	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)	1,253.23
A股总市值(百万元)	242,323.67
流通A股市值(百万元)	201,519.39
每股净资产(元)	31.52
资产负债率(%)	25.56
一年内最高/最低(元)	237.06/130.12

### 作者

刘章明 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《洋河股份-年报点评报告:二次创业初见成效，收入增速企稳回升，产品升级+渠道改革增长势头良好》2022-05-01
- 《洋河股份-年报点评报告:拐点向上可持续，环比改善有望加速》2021-04-30
- 《洋河股份-公司深度研究:拥抱辉煌，直面困境，洋河扬长补短再攀高峰》2021-02-25

## 内容目录

<b>1. 70 年历史底蕴深厚，绵柔型风格独树一帜</b>	<b>5</b>
1.1. 两次起落奠定洋河基础，适时变革开启二次创业	5
1.1.1. 萌芽期（2003 年之前）：名酒基因历史悠远，白酒市场竞争激烈	5
1.1.2. 快速成长期（2003-2012）：改革推出蓝色经典，成就辉煌十年	5
1.1.3. 行业调整期（2012-2014）：打造海天梦完整品牌体系，重点转入次高端市场	6
1.1.4. 问题暴露期（2015-2018）：增速弱于行业，渠道问题显现	6
1.1.5. 主动调整期（2019-至今）：主动调整梳理产品，重建渠道架构	7
1.2. 核心高管成员深耕白酒行业多年，加强员工激励调优组织架构	8
1.2.1. 管理层敢于创新、执行力强、发展潜力大	8
1.2.2. 建立高激励机制，调优内部组织结构扁平化管理	9
1.3. 收入利润增长韧性强劲，各费率保持平稳，资金管理水平的提高	10
1.3.1. 营收端：收入增长强劲，省内省外销售额近乎持平，全国性布局卓有成效	10
1.3.2. 毛利率端：虽有波动但维持较高水平	11
1.3.3. 费用端：近年来费用率方面有所提升	11
1.3.4. 利润端：净利率受疫情影响短暂波动，但已呈现恢复趋势	12
1.3.5. 现金流：经营性现金流净额持续为正，净现比小幅波动后缓慢回升	13
<b>2. 产品价格带布局清晰，持续深化渠道打法</b>	<b>14</b>
2.1. 聚焦核心多品牌发力，精准定位持续提升品牌知名度	14
2.1.1. 核心品牌白酒底蕴浓厚，积极建设多品牌矩阵	14
2.1.2. 精准定位打出品牌知名度，数字化营销推动效率提升	16
2.2. 价格带分布清晰，绵柔品质逐步升级占位次高端	19
2.2.1. 产品分布不同价格带布局清晰，占位次高端产品持续升级	19
2.2.2. 独特绵柔香型持续创新，研发实力提升产品品质	21
2.3. 渠道创新不断突破，“一商为主，多商配称”让利渠道	22
2.3.1. 多年深耕渠道变革，积淀解决问题能力	22
2.3.2. 主动变革“一商为主，多商配称”，积极让利给经销商	23
2.3.3. 省内地位稳固，积极推进全国市场布局	25
<b>3. 2022 公司改革关键一年，渠道变革落地产品延续升级</b>	<b>26</b>
3.1. 次高端白酒赛道高景气，多品牌入局享受消费升级红利	26
3.2. 梦 6+ 强产品力承接次高端需求，渠道改革收效良好	27
3.3. 梦 3 水晶版及梦 9 未来可期，手工班“大师”进一步提升品牌调性	28
3.4. 2022 转守为攻，双沟贵酒添加发展新动能	29
<b>4. 投资建议</b>	<b>29</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 营收增速落后于同业 .....	7
图 3: “一商为主, 多商配称” 的渠道架构 .....	8
图 4: 公司股权架构 (根据 2022 一季报整理) .....	10
图 5: 公司营收和同比增长率 .....	10
图 6: 各产品营收占比 .....	10
图 7: 各销售区域营收占比 .....	11
图 8: 毛利率存在波动 .....	11
图 9: 公司销售费用率 (%) .....	12
图 10: 公司管理费用率 (%) .....	12
图 11: 公司研发费用率 (%) .....	12
图 12: 公司净利润 (单位: 亿元) 及同比增速 .....	13
图 13: 同行业可比公司净利率 .....	13
图 14: 经营性现金流净额持续为正 .....	13
图 15: 同行业可比公司经营性现金流净额/净利润 .....	13
图 16: 洋河公司所在地-宿迁 .....	14
图 17: 双沟、洋河品牌发展历史 .....	15
图 18: 白酒行业全国饮用十大品牌 .....	15
图 19: 洋河和中国航天合作仪式 .....	18
图 20: 洋河数字化营销案例 .....	19
图 21: 洋河主要产品系列 .....	20
图 22: 核心产品升级历程 .....	21
图 23: 研发人员数量逐渐提升 .....	22
图 24: 研发投入金额增长明显 .....	22
图 25: 洋河历年渠道策略变化 .....	22
图 26: 4X3 营销模式 .....	23
图 27: 522 极致化工程 .....	23
图 28: 2021 年经销商数量变化 .....	24
图 29: “一商为主, 多商配称” 的渠道模式 .....	24
图 30: 2020 年江苏省白酒企业市场份额 .....	25
图 31: 洋河在江苏省内营收规模 (亿元) .....	25
图 32: 2015-2020 年次高端酒企省外营收对比 .....	26
图 33: 洋河省外营收 (亿元) 持续增长 .....	26
图 34: 人均 GDP 逐年增长 .....	26
图 35: 梦 6+ 品质升级、规格升级、形象升级、智能防伪 .....	27
图 36: 梦之蓝 M3 水晶版品质、规格、形象升级 .....	28
图 37: 梦之蓝手工班 (大师) 国家级专家鉴定书 .....	29
表 1: 公司现任核心高管简介 (根据 2021 年年报整理) .....	8

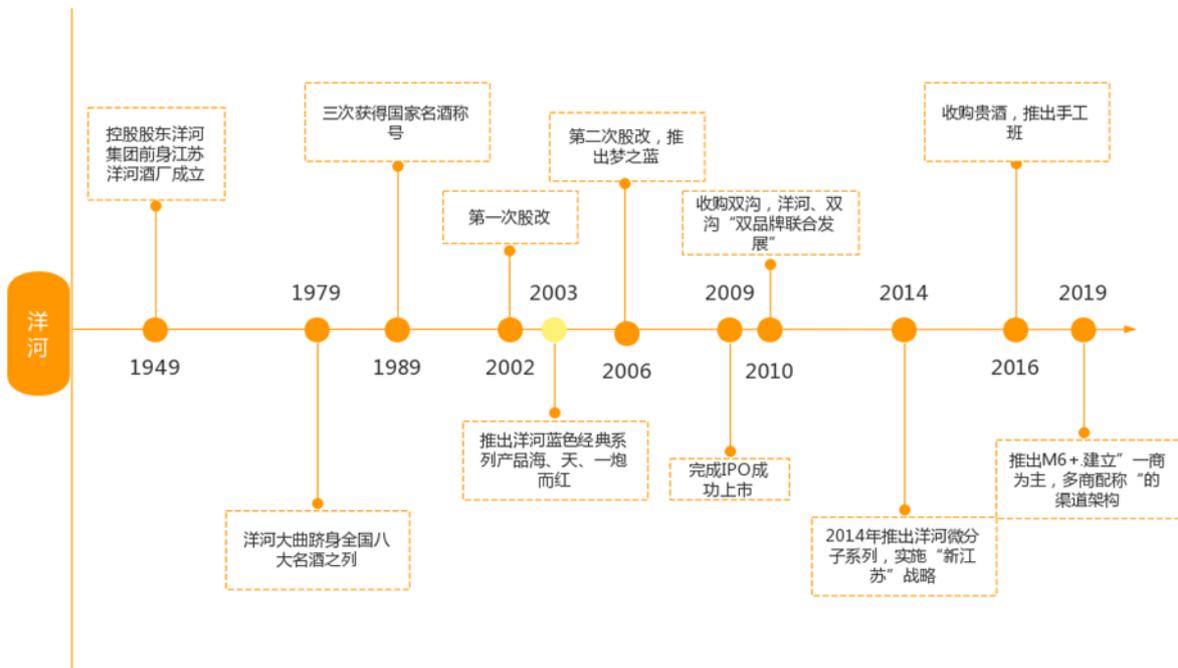
表 2: 历代获奖名酒 .....	14
表 3: 洋河获得企业荣誉 .....	16
表 4: 蓝色经典系列历届广告语 .....	17
表 5: 洋河主要营销活动 .....	17
表 6: 洋河是绵柔型的开创者 .....	21
表 7: 公司核心产品批发价 (5 月 6 日数据) .....	24
表 8: 江苏省白酒行业地域异质性 .....	25
表 9: 次高端白酒各品牌布局 .....	26
表 10: 盈利预测 (百万元) .....	30
表 11: 可比公司估值 (wind 一致预期) .....	30

## 1. 70 年历史底蕴深厚，绵柔型风格独树一帜

洋河底蕴深厚，历经两次改革成功上市后业务稳步发展。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，是由宿迁市国资委履行出资人职责的国有独资公司。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，位于中国白酒之都——江苏省宿迁市。2006 年，公司进行增资扩股，向管理层控制下的蓝天贸易和蓝海贸易定向增发。2009 年，公司在深交所挂牌上市。2012 年，公司跻身 FT 上市公司全球 500 强，近年来营销业绩稳步攀升，销售规模已稳居行业前三甲。

老牌名酒品质稳定，持续创新绵柔型风格，品牌价值高。洋河股份主要从事洋河蓝色经典、洋河大曲、敦煌古酿等系列品牌浓香型白酒的生产、加工和销售，产品首创独树一帜的“甜、绵、软、净、香”的绵柔型风格。公司作为老八大名酒，是中国白酒行业拥有洋河、双沟两个中华老字号，洋河、双沟、蓝色经典、珍宝坊、梦之蓝、苏等六枚中国驰名商标的唯一企业，连续五年入选“全球最具价值品牌 500 强”和“最具价值中国品牌 100 强”，在全国享有较高的品牌知名度和美誉度。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书、公司官网、天风证券研究所

### 1.1. 两次起落奠定洋河基础，适时变革开启二次创业

#### 1.1.1. 萌芽期（2003 年之前）：名酒基因历史悠久，白酒市场竞争激烈

洋河酿酒，始于汉代，兴于隋唐，隆盛于明清，曾入选清朝皇室贡酒。建国后 80 年代，洋河大曲在 1979 年、1984 年和 1989 年三次获得国家名酒称号，自此打开了知名度，成为餐桌必备，销量居高不下，拥有举足轻重的行业地位，为后续经典系列的产品铺垫。然而 90 年代后，外部市场环境发生巨大改变，白酒竞争激烈。

#### 1.1.2. 快速成长期（2003-2012）：改革推出蓝色经典，成就辉煌十年

**两次改革后成功上市，收购双沟调整产能。**体制方面，公司 2002 年成立股份有限公司，2006 年完成增资扩股，健全了公司治理结构，管理层、员工、经销商在变革后成为紧密的利益共同体。2009 年成功完成 IPO，并在 2010 年收购具有一定量基酒的双沟酒业，调整公司产能，抵御自有基酒产能不足的风险。

**开启绵柔型白酒先河，推出蓝色经典系列。**产品方面，公司开始转型，通过自主研发开启“绵柔型”白酒的先河，并在之后十年的发展期内完成了地方性酒厂向全国性白酒企业变更，业绩快速增长实现巨大飞跃。在 2003 年率先推出蓝色经典系列产品，海之蓝、天之蓝广受好评，并且迅速发展成为各自价格带上的主打产品。2006 年，新品梦之蓝面市，瞄准中国次高端白酒的市场，聚焦 200-400 元价格带，促进产业升级，推动洋河跻身一线品牌阵营。在洋河的带领下，“绵柔型”白酒不断崛起，形成了与四川“浓香型”、贵州“酱香型”三足鼎立的格局。2010 年，洋河营收突破百亿，随着消费结构升级，公司进一步细化蓝色经典系列产品结构，提升品牌调性，梦之蓝进一步发展为 M1、M3、M6、M9，提高产品平均价格。同时公司收购双沟、帝坊、圣坊、君坊等品牌，细化产品矩阵，建立多层次完整的价格体系，坚持差异化的多品类战略，洋河、双沟“双品牌”联合发展。

**渠道精细化管理，迅速扩张市场。**公司以江苏为根据地，成功布局华东市场。2003 年，公司学习口子窖采用升级版“盘中盘”模式，通过核心酒店营销来拓展目标消费者。2005 年，公司采用“4X3”模式将不同区域的企事业范围发展为目标客户，提升品牌营销力。此后率先推出“1+1”深度分销模式，厂商和经销商协作逐步实现公司对渠道的扁平化管理，销量稳步增长。2011 年，随着行业发展快速改变的市场环境，公司实施“5382”策略，试图尝试发展团购渠道，进一步拓展渠道端提升销量。

#### 1.1.3. 行业调整期（2012-2014）：打造海天梦完整品牌体系，重点转入次高端市场

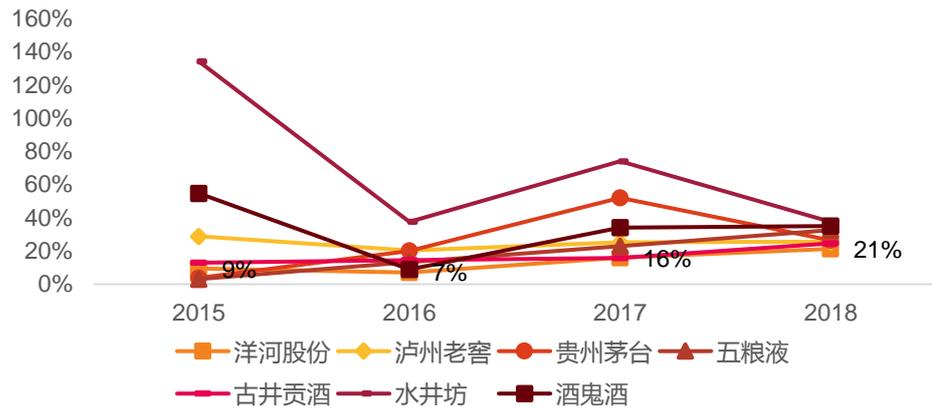
**重心转向次高端市场，细化产品线。**2013 年，白酒行业受“限制三公消费”等事件的影响，销量大跌，进入震荡期，公司发展放缓出现小幅负增长。在产品方面，公司打造“海天梦”完整的品牌体系，蓝色经典占比持续提升，发力品牌营销。并且随着消费升级重心放在 300-900 价格带的次高端市场，梦之蓝逐步取代海天成为公司的主要产品和营收增长点。同时，在细化产品方向公司也不断探索，2014 年推出洋河微分子系列，大 V 和小 V 丰富产品线，占据高端酒市场地位，注重品牌差异化和精准价格定位。

**渠道转型，着眼全国谋求省外市场。**2012 年推出“天网工程”着构建全国化营销网络，全面推进“1+1”模式深度分销，省外销售额比例逐年增长。2013 年公司积极应用互联网思维，成功打造电子商务平台、洋河 1 号配送酒行，成功构建全营销网络等大数据营销系统。经过 3 年渠道拓展和战略调整，公司配合之前的营销策略进一步提升品牌力，深耕渠道，快速铺开全国市场，业绩恢复平稳增长。

#### 1.1.4. 问题暴露期（2015-2018）：增速弱于行业，渠道问题显现

**增速落后于行业发展，产品老化和经销商问题暴露。**2015 年开始，虽然公司营收增速仍然稳中有升，但远落后于同业发展。这暴露出之前高速发展背后一系列潜在问题：第一，公司深耕精细分销模式，这种模式下几乎把经销商当配送商角色，导致渠道商利润率非常低，销售积极性并不高。第二，子品牌混乱，没有一款真正代表自身实力的超高端大单品，试图走超高端路线的梦之蓝手工班，也没能抓住机遇做大做强。

图 2：营收增速落后于同业



资料来源：wind、天风证券研究所

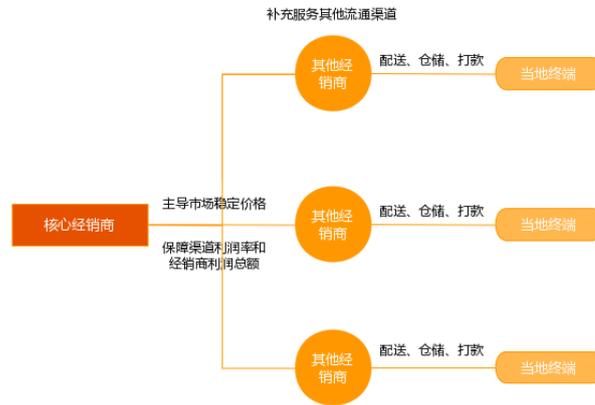
### 1.1.5. 主动调整期（2019-至今）：主动调整梳理产品，重建渠道架构

**主动调整，细化品牌营销，加强文化建设。**面对一系列问题公司主动调整发展战略和定位。在组织架构方面，2019 年公司相继成立双沟品牌事业部、增设高端品牌事业部，分公司、两部门齐头并进，并在基层分设海天部和梦之蓝部。2020 年在双沟品牌事业部基础上，成立双沟销售公司，独立运作双沟品牌业务。营销聚焦 M6+，深化营销转型，数字营销与线下相结合，以消费者为中心，加强消费者教育，传递“品质为王”的好酒内涵，多渠道讲好品牌故事，宣传文化传承，家国情怀，温暖公益的核心理念，塑造高品质有情怀的品牌形象，提升品牌认知，为公司高端化扩张奠定基础，赋能洋河品牌新的发展动力。

**抓中间带两边促进产品结构升级，全面梳理价格体系。**公司推出 M6 升级版产品 M6+，M3 升级版水晶 M，注重品质提升和口味细化，进行全面升级，重新梳理价格体系。M6+ 在品质，规格，形象，防伪四方面全面升级，进一步创新洋河绵柔的口味特征，迅速发展成高端核心大单品，占领 600 元价格带，与竞品拉开差距，取得良好的消费者市场反馈。同时在产品结构上，以 M6+ 为核心，向上发力，从上到下加快其他产品升级换代，并为 M9 及以上高端产品长远布局，聚焦品质突破，夯实发展根基，拉动消费升级和主流价格带回升，促进利润增长。另外，实施洋河双沟双名酒战略，高中低端产品布局全面，调整组织结构，配备相应资源，进一步深化双沟品牌运营，形成新的增长点。

**坚持以消费者为核心，建立“一商为主，多商配称”的渠道架构，构建新型厂商关系。**公司推广活动费用大量向消费者倾斜，坚持以消费者为核心，加强与客户之间的联系，提升用户转化效率，针对不同价位带消费人群，制定差异化营销策略。同时，坚持问题导向思维，深化转型思路落地，进一步构建“厂商一体化”新型厂商关系，由“1+1”逐步优化为“一商为主，多商配称”的经销商布局，控制渠道商体量，形成有序竞争的局面，厂商关系改善利润增加。

图 3：“一商为主，多商配称”的渠道架构



资料来源：新浪财经网、天风证券研究所

**科技赋能生产优化，品质不断提升。**在生产方面，公司加强研发投入，成功构建“大基酒组合”模式体系，多层次提升香气优雅度、味感醇厚度和饮后舒适度，以品质提升为核心，同时提高基酒生产和产能储备能力，为后续持续发展做好坚实基础。在数字化转型、供应链、构建全新数字化管理体系、智能包装等方面，公司多点发力，提升包装生产效率，进一步降低生产成本，提升利润。

## 1.2. 核心高管成员深耕白酒行业多年，加强员工激励调优组织架构

### 1.2.1. 管理层敢于创新、执行力强、发展潜力大

洋河的核心竞争力之一在于拥有一支卓越的具有前瞻性的管理团队，吸收了大量技术和营销人才。一方面为公司持续发展绵柔品质不断升级提供了技术保障，另一方面营销网络铺设全国，为未来渠道拓展和品类延伸奠定坚实基础。公司中高层管理团队主要成员均在洋河集团和白酒行业就职多年，具有丰富的生产和销售管理经验，能与时俱进积极应对行业变化，不断推出差异化的品牌和渠道策略，且战略执行力与落地性行业领先。21 世纪初，公司管理层顺应市场消费需求推出蓝色经典品牌，完善全价产品序列，迅速扩张。12-14 年在白酒行业调整期，洋河逆势推出新江苏战略，全力拓展省外市场。19 年面对产品老化等问题，公司管理层果断调整，主动开始改革之路，打造全新 M6+ 引领产品结构稳步升级，“1+n”的渠道架构改善厂商关系。

**时任新一届领导班子，围绕改革创新聚焦转型发展。**2021 年 2 月 23 日，洋河召开了 2021 年第一次临时股东大会和董事会，选举张联东先生为公司第七届董事长，同时选举钟雨先生为公司第七届董事会副董事长，并聘任为公司总裁，聘任刘化霜先生、周新虎先生、林青女士等人为公司副总裁。以张联东为首的新一届领导班子，团结奋进，科学谋划“十四五”发展战略规划，系统制定“12345”战略体系，积极推进“双名酒、多品牌、多品类”发展战略，点燃了“二次创业”的奋斗激情，激发了“二次腾飞”的奋斗热情。

表 1：公司现任核心高管简介（根据 2021 年年报整理）

姓名	职务	简介
张联东	公司董事长、党委副书记	党校研究生，历任宿迁市支口乡党委组织干事、组织委员，宿城区宿城镇组织委员、党委委员，宿城区幸福街道党工委副书记、纪工委书记、办事处主任，宿城区项里街道办事处主任、党工委书记、宿城区经济开发区管委会主任、党工委副书记、宿城区招商局局长，宿城区副区长，宿城区常委、宿城经济开发区党工委书记，宿迁市政府副

秘书长、宿迁市城管局局长、党组副书记，宿迁市政府副秘书长（正处级），宿迁市洋河新区党工委书记。现任公司党委书记、董事长，江苏双沟酒业股份有限公司董事长，苏酒集团贸易股份有限公司董事长，江苏双沟酒业销售有限公司执行董事。

**钟雨** 公司副董事长、总裁、党委副书记，洋河分公司总经理。 硕士研究生、高级工程师、中国白酒大师，江苏省第十三届人大代表。历任江苏双沟酒厂技术处处长兼环保处处长、技术中心主任；江苏双沟酒业股份有限公司副总工程师、总经理助理兼生产技术部部长、技术中心主任，洋河股份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。

**刘化霜** 公司董事、执行总裁、党委常委，苏酒集团贸易股份有限公司党委书记、董事长。 复旦大学工商管理硕士，会计师。历任江苏洋河酒业有限公司市场部副部长、副总经理兼洋河蓝色经典总经理，江苏洋河酒业有限公司总经理，公司党委常委、战略研究总监，江苏苏酒实业股份有限公司常务副总经理、党委副书记，苏酒集团贸易股份有限公司党委书记、副董事长。

**周新虎** 公司董事、副总裁、总工程师 硕士研究生，高级技师，高级经济师。历任江苏洋河酒业有限公司副总经理，公司副总工程师，任公司副总裁，总工程师。曾先后荣获“2000年江苏优秀科技工作者”，“2001年宿迁市十大杰出青年”，“宿迁市优秀科技专家和拔尖人才”等荣誉，是国家级白酒评酒委员。

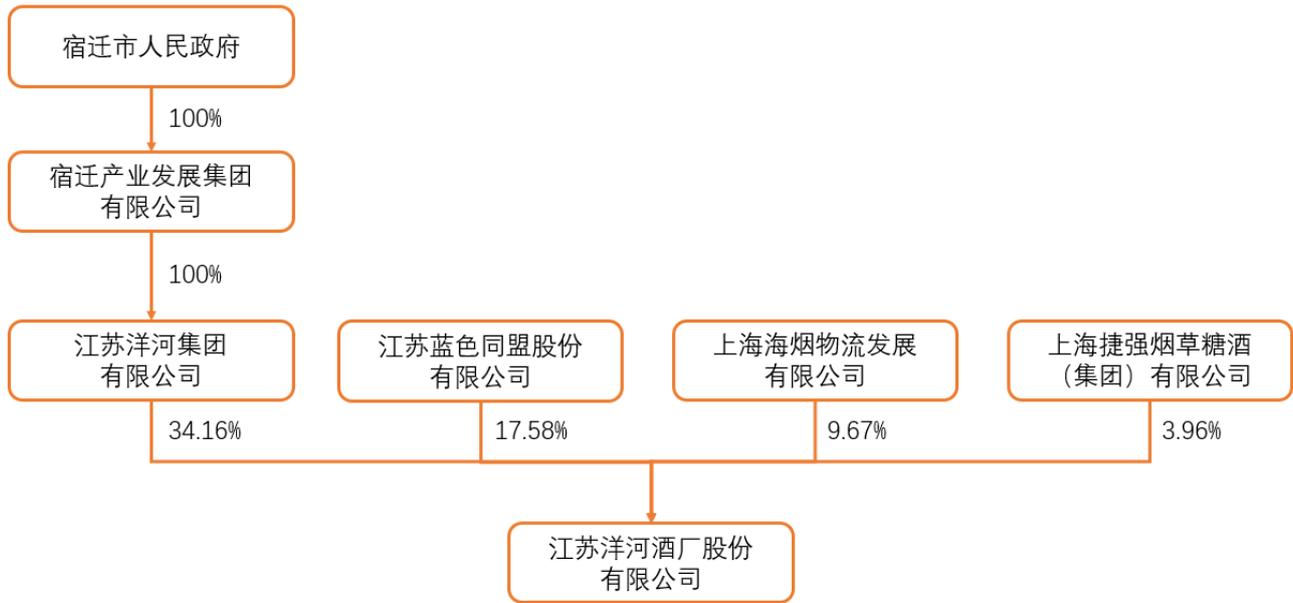
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2.2. 建立高激励机制，调优内部组织结构扁平化管理

**中高层、经销商共同持股，利益深层绑定。**截至 2022 年第一季度，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，持股比例 17.58%。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 3.96%，为第三、第四大股东。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，企业发展增长动力充足。

**以人为本，完善激励，员工收入与企业效益共同成长。**21 年初张联东董事长上任以来，实施一系列务实创新举措，全员涨工资提高员工待遇，制订职能部门宽带薪酬方案、推出核心骨干持股计划等增加利益绑定力度，形成了“共享、共创、共担、共赢”的干事创业机制，建立了“高增长、高激励、高约束”的激励机制，有利于公司未来发展。2020 年，公司共回购 966 万股公司股份，金额 10.02 亿元，用于股权激励。

图 4：公司股权架构（根据 2022 一季报整理）



资料来源：wind、天风证券研究所

### 1.3. 收入利润增长韧性强劲，各费率保持平稳，资金管理水平提高

#### 1.3.1. 营收端：收入增长强劲，省内省外销售额近乎持平，全国性布局卓有成效

营收增长强劲，2021 年的营业收入达 253.50 亿元，同比增速为 20.14%。在 2020 年，新冠肺炎疫情的蔓延、复杂多变的宏观环境和日益激烈的行业竞争，对白酒需求总量和消费场景造成了一定的影响，这导致 2020 年公司营业收入负增长，较上期营收下降 8.76%。2021 年公司持续强化团队的执行力，能有效应对疫情带来的影响，营业收入达 253.50 亿元，同比增速为 20.14%。

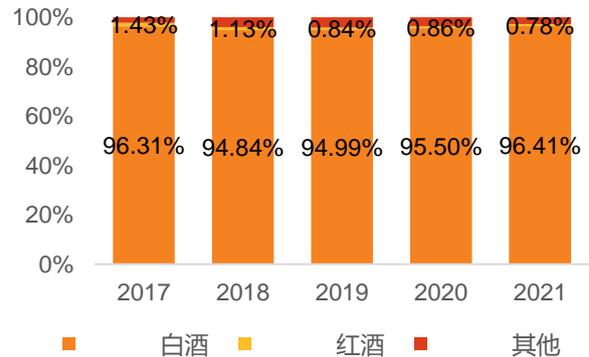
分产品看，白酒是主要收入来源，主营业务营收占比保持 95%以上。其中，白酒销售额持续保持最大占比，红酒销售额占比较少，维持在 1%左右。

图 5：公司营收和同比增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

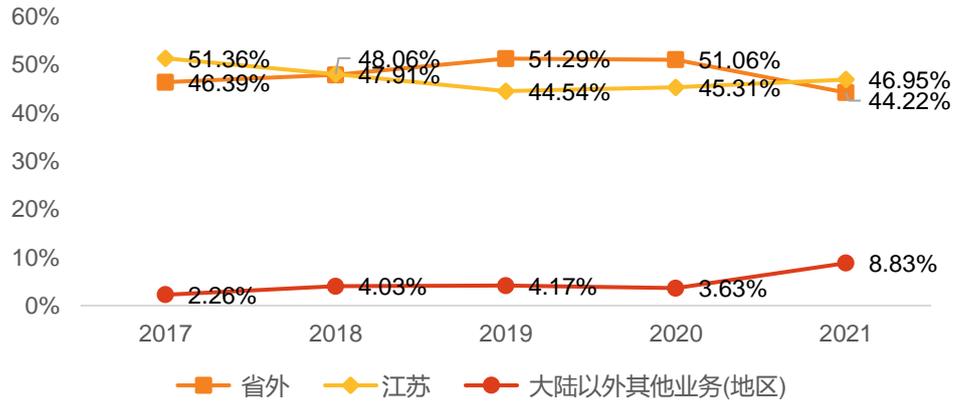
图 6：各产品营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

按销售地区区分，江苏省内和省外占比接近。2021 年，省外和江苏的销售占比分别为 44.22% 和 46.95%，还有少量在大陆以外其他业务地区销量占比 8.83%。江苏是洋河酒业的发源地，2020 年来公司进一步拓展省外市场，为公司全国性布局提供发展动力，江苏地区营收占比低于省外，2021 年省内营收高于省外，大陆以外其他业务地区销量占比增加。

图 7：各销售区域营收占比



资料来源：wind、天风证券研究所

### 1.3.2. 毛利率端：虽有波动但维持较高水平

公司历年毛利率存在波动，但基本稳定在 70% 以上。2017 年至 2021 年公司的毛利率分别为 66.46%，73.70%，71.35%，72.27% 和 75.32%，总体呈波动趋势。2018 年后受产品老化，经销商窜货等问题影响，毛利率下降，但经过公司主动调整，推出全新 M6+ 产品重新梳理价格体系，抢先占领高端、次高端市场，建立“一商为主，多商配称”的渠道架构，构建新型厂商关系，毛利率回升，逐年增长。

图 8：毛利率存在波动

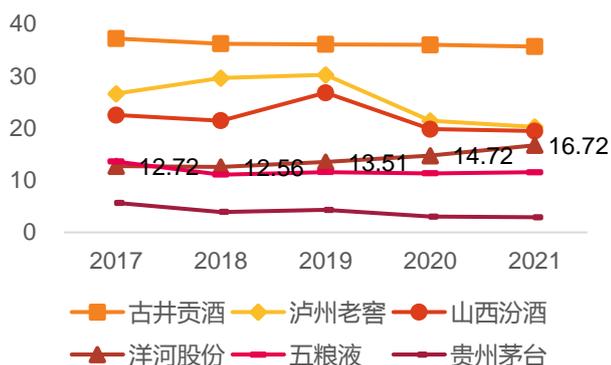


资料来源：wind、天风证券研究所

### 1.3.3. 费用端：近年来费用率方面有所提升

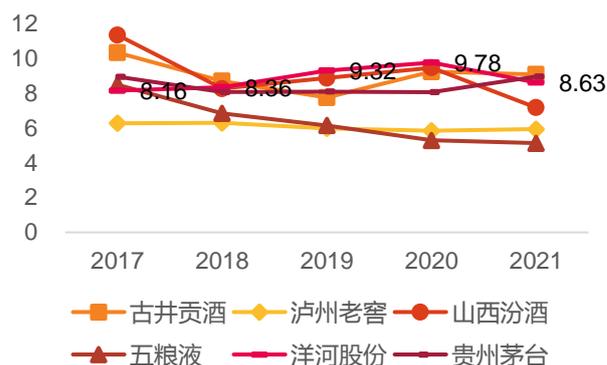
公司销售费用率、管理费用率有所提升。近年由于公司积极进行渠道改革实现二次创业，提出利润增量共享计划、核心骨干持股计划等一系列激励政策，并且在渠道端积极让利经销商，故在销售费用率及管理费用率上有所体现。

图 9：公司销售费用率（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

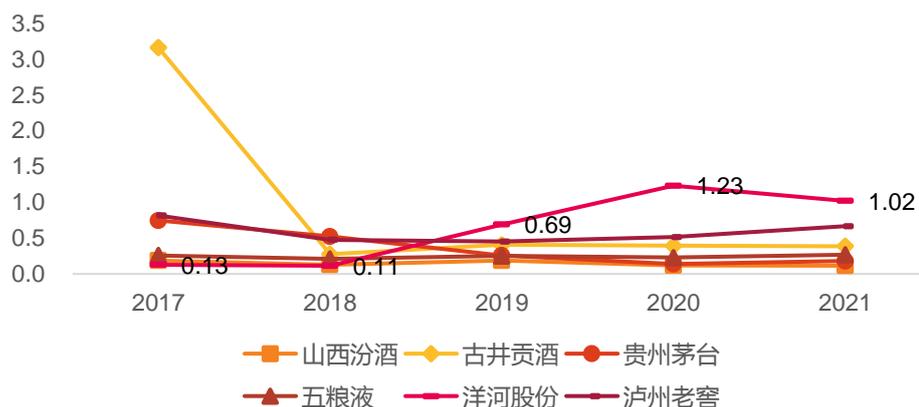
图 10：公司管理费用率（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

**研发费用率近年来波动明显，高于行业平均水平。**公司研发费用率在 2018 年后显著增长是为了应对产品老化等问题，所以加大研发力度推出全新的 M6+，M3 水晶版调整产品结构，拉动品牌升级。同时产品面世之后也一直坚守“品质为王”的战略，不断优化工艺提升口感。

图 11：公司研发费用率（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

#### 1.3.4. 利润端：净利率受疫情影响短暂波动，但已呈现恢复趋势

**公司归母净利润水平 2019 年波动较大，现已恢复缓慢增长。**在 2018 年至 2022Q1，公司归母净利润分别是 81.15/73.83/74.82/75.08 和 49.85 亿元，公司归母净利润额 2019 年后在疫情背景下仍保持增长趋势。我们认为 2019 年归母净利润显著下降是因为产品老化，价格体系混乱，渠道利润下滑，经销商关系恶化等原因，但在公司主动积极调整后，问题逐渐得到有效解决，净利润缓慢回升。

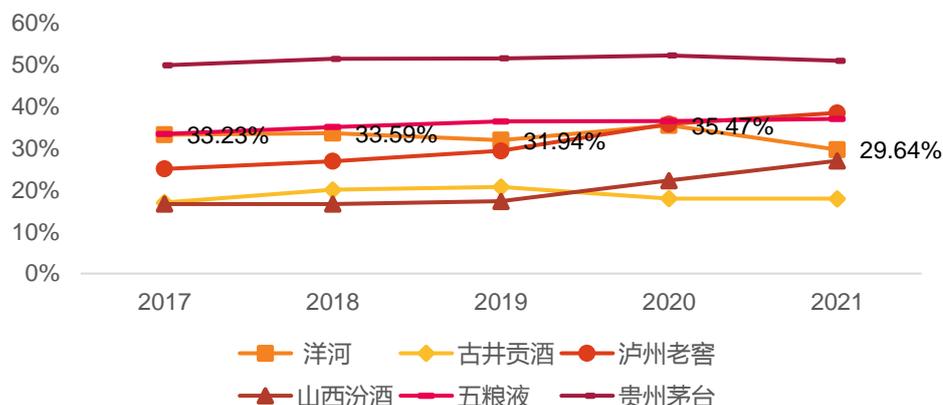
图 12：公司净利润（单位：亿元）及同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

近几年净利率小幅波动，处在行业均值水平。2017 年至 2021 年公司净利率分别是 33.23%/33.59%/31.94%/35.47%和 29.64%。

图 13：同行业可比公司净利率

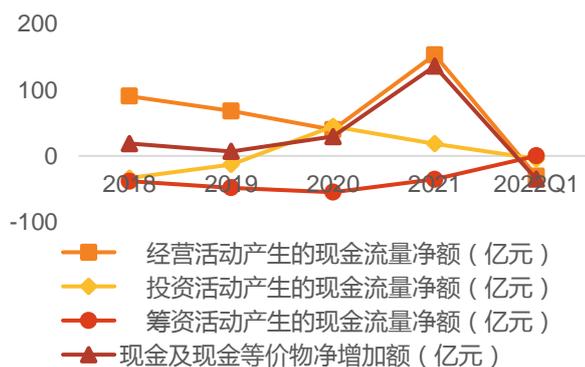


资料来源：wind、天风证券研究所

### 1.3.5. 现金流：经营性现金流净额持续为正，净现比小幅波动后缓慢回升

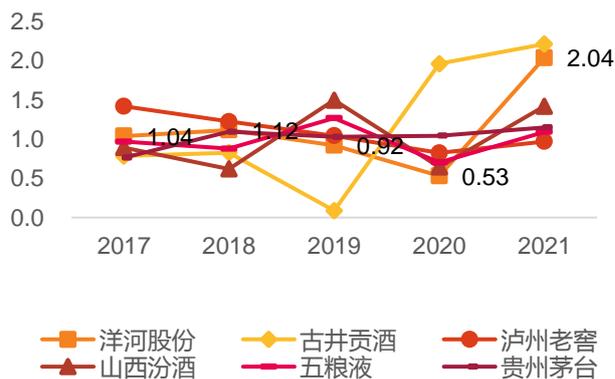
资金管理能力和盈利能力提高，为公司未来业绩成长提供了保障。公司经营活动现金流持续为正，经营性现金流净额/净利润在疫情环境下逐步缓慢回升。2018 年至 2022Q1，公司经营活动产生的现金净额为人民币 90.57/67.98/39.79/153.18 和 -30.62 亿元。

图 14：经营性现金流净额持续为正



资料来源：wind、天风证券研究所

图 15：同行业可比公司经营性现金流净额/净利润



资料来源：wind、天风证券研究所

## 2. 产品价格带布局清晰，持续深化渠道打法

### 2.1. 聚焦核心多品牌发力，精准定位持续提升品牌知名度

#### 2.1.1. 核心品牌白酒底蕴浓厚，积极建设多品牌矩阵

**地理位置优越，白酒底蕴深厚。**洋河酒厂股份有限公司坐落于中国白酒之都——江苏省宿迁市，旗下两大品牌“洋河”、“双沟”分别有着至少 1300 年以上的历史传承，拥有洋河、双沟、泗阳三大酿酒生产基地。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”。

图 16：洋河公司所在地-宿迁



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**两大中国名酒品牌，文化历史悠久，名酒基因传承。**①洋河酿酒起源于隋唐、隆盛于明清，曾入选清皇室贡酒，素有“福泉酒海清香美，味占江淮第一家”的美誉。1949 年，全国解放后，党和政府拨出专款在几家私人酿酒作坊的基础上建立了国营洋河酒厂，即江苏洋河酒厂股份有限公司。在 1979 年第三届全国评酒会上，洋河大曲一跃而跻身于全国八大名酒之列，打开了强大知名度。20 世纪 80 年代的洋河有举足轻重的行业地位，“酿酒规模冠领全国”、“产品远销全国各地”。2003 年起首创绵柔型白酒，推出“洋河蓝色经典”系列产品，凭借洋河在品牌塑造上独到的人文视角，以及在营销上的高歌猛进，成为中国绵柔型白酒领袖品牌，在中高端白酒上占据一席之地。②双沟地区酿酒历史起于殷商，繁于隋唐，盛于宋明。早在商周时期，双沟地区的酿酒技艺已经成熟，并成为曲酒生产和贸易中心。双沟因距今 4 万年前的人类祖先“下草湾人”、距今 1800 万年前“醉猿化石”的发现，被誉为是中国最具天然酿酒环境与自然酒起源的地方，是人类文明的发祥地之一。作为中国名酒的杰出代表，洋河、双沟多次在全国评酒会上获得殊荣，彰显了名酒风范。

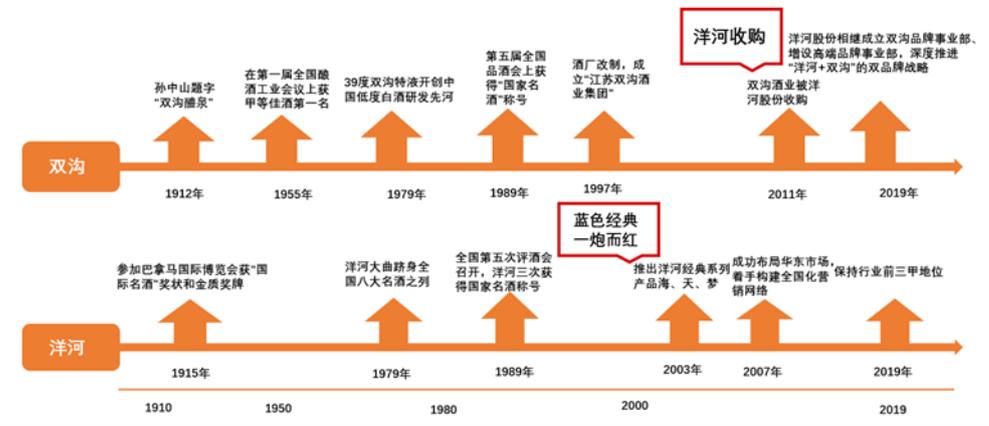
表 2：历代获奖名酒

历代名酒评选	获奖名酒
第一届名酒评选 1952 年	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）
第二届名酒评选 1963 年	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）
第三届名酒评选 1979 年	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）
第四届名酒评选 1984 年	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）
第五届名酒评选 1989 年	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、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：美酒网、天风证券研究所

图 17：双沟、洋河品牌发展历史



资料来源：公司官网、公司公告、美酒网、天风证券研究所

**多品牌矩阵齐发力，沉淀公司价值。**公司作为老八大名酒，是中国白酒行业唯一拥有洋河、双沟两个中国名酒，两个中华老字号，洋河、双沟、蓝色经典、珍宝坊、梦之蓝、蘇等六枚中国驰名商标的企业。另外，公司收购的位于湖北十堰的梨花村酒业、贵州省酱香型白酒酿造企业贵酒和智利第二大葡萄酒企 VSPT 集团，均在不同方向上补充公司的品牌矩阵，齐发力促进公司规模成长。

**品牌价值持续提升，名酒传承斩获多项荣誉。**随着产品升级，洋河品牌已获得多个重量级专业评估机构和消费者的认可。根据云酒传媒联合益普索（Ipsos）发布了《2021 酒饮消费洞察报告》，洋河以 40%的比例位居“全国饮用十大品牌”之首，成为受访年轻消费群体最关注的品牌 TOP2。2021 年，洋河股份以 70.9 亿美元入选世界知名品牌价值研究机构 Brand Finance 发布的“2021 全球烈酒品牌价值 50 强”，排名全球第三。

图 18：白酒行业全国饮用十大品牌



资料来源：益普索（Ipsos）、天风证券研究所

表 3：洋河获得企业荣誉

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。
1955 年	双沟大曲在第一届全国酿酒工业会议上冠压群芳，荣获甲等佳酒第一名。
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。
1984 年	双沟大曲获国家金质奖。
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，42 度绵柔苏酒荣获“2012 年度中国白酒国家评委感官质量奖”。
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	洋河连续两次入选 BrandZ 发布的中国前 100 最具价值品牌。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。
2016 年	入选由英国独立机构 BrandFinance 发布的全球烈酒品牌价值 50 强，位列第七。入选《2016 胡润品牌榜》洋河位居江苏第 1 名，中国第 55 名。
2017 年	入选由英国独立机构 BrandFinance 发布的全球烈酒品牌价值 50 强，位列第三。
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；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；自 2017 年以来洋河已连续 4 年蝉联 brand 全球烈酒品牌价值季军，并入围“2020 中国上市公司品牌价值榜·总榜 TOP100”。
2021 年	在中国酒业协会第六届理事会第二次（扩大）会议上一举斩获多项重磅大奖，成为全行业获得奖项最多、获奖人数最广、获奖分量最重的白酒企业。

资料来源：美酒网、法曼尼俱乐部、公司官网、公司公告、天风证券研究所

### 2.1.2. 精准定位打出品牌知名度，数字化营销推动效率提升

**营销与品牌契合提升知名度，宣传聚焦核心单品更新。**洋河随着产品升级不断更新品牌主张，升维品牌形象，运用情感化的营销手段塑造深入人心的品牌贴合消费者的精神文化需求，同时为产品带来溢价，提高品牌价值。公司围绕不同发展时期的主推单品提出不同的品牌营销主张。2003 年针对海之蓝第一次引出“男人的情怀”概念，直击消费者内心，引发白酒主流消费人群 30-45 岁的精神共鸣。随后提出了家喻户晓的经典广告语“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，进一步拓宽洋河品牌知名度。2019 年公司开启深度调整，产品矩阵全面升级，品牌投入聚焦 M6+ 打造核心大单品，提出营销新口号“下一个十年，更好的时代，值得更好的你”，成功塑造有时代情怀和家国担当的品牌形象，弘扬企业责任感。

表 4：蓝色经典系列历届广告语

产品	广告标语	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 M6+	下一个十年更好的时代值得更好的你	
梦之蓝手工班	慢工绵柔非凡之酿	

资料来源：公司官网、天风证券研究所

**专注核心蓝色，线上线下持续性营销活动推广。**洋河以蓝色经典为核心，将主题色蓝色运用到企业整个产品系列之中，在包装、酒瓶、广告宣传等方面均突显蓝色，对消费者形成了很强的视觉冲击和品牌印象。同时在营销方面，洋河以全方位、广覆盖为原则，线上线下相结合力求实现传达率最大化，在平台和活动选择方面以正能量、主流、全民化为主。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，并且跟进时代大事件、增强曝光度，跟央视等各大主流媒体合作进行广告投放。通过一系列市场营销活动配以相得益彰的销售方案，效果显著。

表 5：洋河主要营销活动

时间	核心单品	营销手段
2003-2007	海之蓝	2003 年在央视投放广告，广告语“男人的情怀”流传甚广
2008-2012	天之蓝	2008 年北京奥运会首传城市指定用酒 2009 年新中国成立 60 周年庆典，央视播出“海天梦想蓝色力量”主题广告 2010 年洋河独家冠名“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 年与央视七套、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 2012 年被选为第十九届中国金鸡百花电影节指定用酒；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》
2013-2019	梦之蓝	2016 年杭州 G20 峰会及乌镇世界互联网会议指定用酒 2017 年成为第一瓶进入英国上议院宴会厅的中国白酒

2019 至今	梦之蓝 M6+	2018 年上海合作组织青岛峰会官方指定用酒
		2019 年与中国航天基金会达成战略合作
		2021 年，洋河联合江苏卫视推出《“梦之蓝 M6+”·致敬百年风华》节目致敬中国共产党成立百年
		2022 年，梦之蓝 M6+”就携手央视春晚“虎力全开”迎新年，与全球消费者线上互动，进一步提升知名度

资料来源：公司官网、央视广告网、天风证券研究所

图 19：洋河和中国航天合作仪式



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**精准定位次高端，建立“新国酒”品牌认知。**“梦之蓝 M6+”作为 M6 的升级版出世广受好评，定位次高端，抢占主流价格带，目标客户以重品质的年轻精英群体为主，消费场景围绕商务、政务宴请。洋河在此基础上稳扎稳打，巩固次高端名酒品牌形象，提升高品质品牌力，持续加深消费者的品牌好感，为公司高端化升级长远布局。此外公司将梦之蓝系列定位为**新国酒品牌**，多地开展“梦之蓝·新国酒之约”活动，打造品牌 IP，无论是品质、颜值、品牌形象都对立茅台老国酒地位创新建立自身核心竞争优势：绵柔、现代、开放、自信。在高端公关赞助、广告传播等方面全部聚焦梦之蓝，并将其与海之蓝、天之蓝品牌区隔出来，独立运营，加深消费者高端化，新国酒的品牌认知。

**强化数字化营销方案，推动业务效率提升，成为清华大学工商管理教学案例。**作为行业创新的“领头羊”，洋河股份率先开始了一系列数字化探索，实现了“产品层面加速认知、价格层面注重管控、渠道层面突出服务、促销层面抓住用户、生产环节智能转型”。数字化探索使公司品牌精神更好地传递给了消费者，还帮助企业围绕价值链打通客户体验到供应链的全场景和全链路数据，进行数据整合、分析、应用和增值，赋能运营和决策，实现“渠道在线化、用户数据化和业务信息化”三大目标，推动业务效率提升，提升渠道洞察力，为营销模式创新创造条件。

图 20：洋河数字化营销案例



资料来源：梦之蓝社区公众号、天风证券研究所

## 2.2. 价格带分布清晰，绵柔品质逐步升级占位次高端

### 2.2.1. 产品分布不同价格带布局清晰，占位次高端产品持续升级

公司产品结构齐全，品牌战略布局长远。公司产品分为梦之蓝、苏酒、天之蓝、珍宝坊、海之蓝、洋河大曲、双沟大曲、贵酒、星得斯红酒等各个系列，按照出厂价的价位区间标准将产品分为中高档和普通两档，业务以白酒为主，辅以少量红酒。公司坚持“双名酒、多品牌、多品类”的“一体两翼”品牌发展战略，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。经营上明确洋河作为第一主导品牌、双沟作为第二品牌、贵酒、梨花村梯次跟进。其中，各品牌差异化定位，洋河品牌突出“高”、双沟品牌突出“好”、贵酒品牌突出“快”，梨花村品牌突出“优”、葡萄酒突出“准”，汇聚洋河营销势能，集聚双沟市场动能，凝聚贵酒酱香潜能，全方位打造产品优势。

图 21：洋河主要产品系列

品牌	系列	产品	规格	单价	图示
洋河	蓝色经典	梦之蓝M9	52度/500ml	2099	
		梦之蓝M6+	52度/550ml	899	
		梦之蓝水晶版M3	52度/550ml	638	
		梦之蓝M1	45度/500ml	399	
		天之蓝	52度/520ml	409	
		海之蓝	46度/520ml	166	
	洋河大曲	蓝瓷	42度/480ml	79	
		青瓷	42度/500ml	55	
		新天蓝	52度/500ml	69	
		蓝优	42度/480ml	38	
	微分子	微客升级版	43.8度/500ml	358	
		微客V6	43.8度/500ml	719	
		微客宿迁版	43.8度/500ml	450	
		微客	43.8度/500ml	340	
双沟	苏酒系列	苏酒头牌酒	52度/520ml	2019	
		绿苏	52度/480ml	1128	
		生态苏酒地锦	40.8度/500ml	399	
	双沟珍宝坊系列	生态苏酒天绣	40.8度/500ml	528	
		双沟帝坊	42度/480ml	698	
		双沟圣坊	42度/500ml	268	
		双沟君坊	41.8度/500ml	128	
	柔和双沟系列	柔和双沟（金）	42度/450ml	138	
		柔和双沟（铂金）	42度/450ml	358	
		柔和双沟（银）	42度/450ml	99	
柔和双沟（红）		42度/450ml	68		
贵酒	品系列	心品	53度/500ml	238	
		像品	53度/500ml	168	
	贵系列	贵30	53度/500ml	1298	
		贵15	53度/500ml	658	
		贵10	53度/500ml	398	
		贵5	53度/500ml	278	
	贵阳大曲	贵阳大曲（大爽）	53度/480ml	168	
		贵阳大曲（小爽）	53度/480ml	148	
	黔春	黔春（金）	53度/480ml	168	
		黔春（红）	53度/480ml	148	

资料来源：公司官网、京东、天风证券研究所

**价格定位清晰互补，产品持续升级提前占位价格带。**公司用立体多维的产品架构为消费者营造充足的选择空间，在 2010 年收购了双沟酒，弥补洋河产品升级后的空白中低端价格带。随着消费升级不断推出新品，引领产品结构升级。2010 年梦之蓝裂变为 M1、M3、M6、M9，成为公司主要增长点；2017 年推出手工班协同 M9 打开高端酒市场；2019 年主动调整全面升级梦之蓝系列，推出 M6+承接次高端-高端需求，同年推出头排酒协同 M9、手工班共同发力高端酒产品；2020 年推出 M3 水晶版承接中端-次高端需求，提前抢占空白价格带，迈入次高端、高端市场，实现全方位布局。自此全面开创精彩洋河、风采双沟、多彩贵酒、七彩梨花村，覆盖高、次高、中、低多层次价格带。高端价位方面，有蓝色经典系列之梦之蓝 M9、手工班，每瓶终端售价均在 1000 元以上，次高端品牌包括梦之蓝 M6+、梦之蓝 M3 水晶版、天之蓝、帝坊、盛坊、微分子大 V、微分子小 V 等，终端价格在 300-900 元不等；中端品牌瞄准 100-300 元的价格区间，主要包括海之蓝、双沟金、君坊；低端品牌价格在 100 元以下，主要包括洋河大曲系列、双沟银等。

图 22：核心产品升级历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 2.2.2. 独特绵柔香型持续创新，研发实力提升产品品质

**创新性推出以味定型的绵柔型白酒新风格。**2003 年，公司成功破解绵柔分子平衡技术，蓝色经典横空出世开创了我国白酒绵柔品质革命，凭借其高而不烈、低而不寡、绵长尾净、丰满协调的显著风味特征形成了自己独有的特点。洋河通过创新开创了以“味”为主的白酒新流派，打破了白酒以“香”为分类标准的局限，迅速跻身一线品牌阵营。在洋河的带领下，“绵柔型”白酒不断崛起，形成了与四川“浓香型”、贵州“酱香型”三足鼎立的格局。

表 6：洋河是绵柔型的开创者

白酒类型	特征	代表	
传统白酒	馥郁香型	色清透明、诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、香味协调、回味悠长，具有馥郁香型的典型风格和“前浓、中清、后酱”的独特口味特征	酒鬼酒
	酱香型	酱香突出，幽雅细腻，酒体丰富醇厚，回味悠长，香而不艳，低而不淡，且具有隔夜留香、饮后空杯香犹存的特点	茅台酒，郎酒，习酒
	浓香型	窖香浓郁，绵甜甘冽，香味协调，尾净余长	五粮液，泸州老窖，古井贡酒，剑南春
	清香型	清香醇正，诸味协调，醇甜柔和，余味爽净，甘润爽口，具有传统的老白干风格	山西杏花村汾酒
	米香型	以清，甜、爽、净见长，其主要特征是蜜香清雅。入口柔绵，落口爽冽，回味怡畅	桂林三花酒
	其他香型	除以上所介绍的几种香型以外的各种香型的白酒，都属于其它香型，是一些因为工艺独特、风格独具而对其香型定义及主体香气成分有待进一步确定，或以一种香型为主兼有其它的香型的白酒	陕西西凤酒，山东景芝酒
新白酒	绵柔型	以“味”为主，饮前香气幽雅怡人，入口绵柔顺喉，饮中畅快淋漓，饮后轻松舒适	洋河梦之蓝

资料来源：美酒网、天风证券研究所

**依赖于产能储备丰富和强大技术研发力，绵柔品质持续稳定升级。**2019 年，随着次高端市场扩容，产品老化，洋河主动进行产品升级，进一步创新绵柔风味，原酒绵厚度显著增强，打造梦之蓝 M6+、水晶版等多款产品，喝起来更加醇厚、有层次感。M6+依赖于“大基酒”模式体系，选用产能储备充足的老酒，在老窖池用老工艺，在时间的沉淀下推进绵柔品质显著升级。此外，公司拥有强大的技术研发团队作为高端绵柔品质稳定升级的保障。根据 2021 年年报，公司拥有 39 名国酒大师，78 名省级品酒委员，1926 名技术类人员，

拥有 10 个国家和省级技术研究开发平台。同时公司研发人员数量逐渐提升，研发投入金额增长明显，深度开展基础理论研究，绵柔机理解析、健康功能因子和健康体验因子发掘，取得突出成效，绵柔好酒品质内涵更加丰富，保证绵柔型白酒中的有益微量成分达到最适配比和黄金味觉点，酒体绵顺柔和。

图 23：研发人员数量逐渐提升



资料来源：wind、天风证券研究所

图 24：研发投入金额增长明显



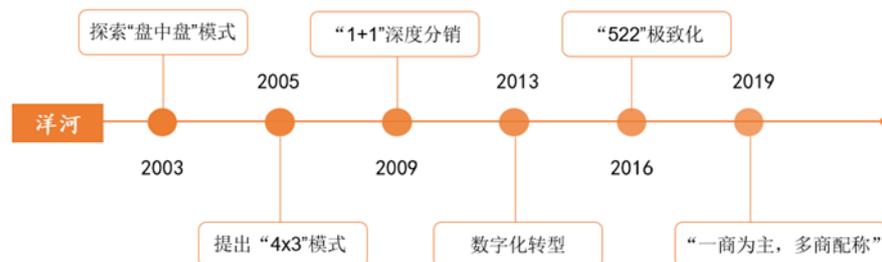
资料来源：wind、天风证券研究所

## 2.3. 渠道创新不断突破，“一商为主，多商配称”让利渠道

### 2.3.1. 多年深耕渠道变革，积淀解决问题能力

在渠道方面，洋河多年深耕渠道创新。从 2003 年开始探索“盘中盘”模式，继而根据业绩不断改革创新，陆续提出“4x3”模式、“1+1”深度分销、数字化转型、“522”极致化工程，到 2019 年提出“一商为主，多商配称”的渠道策略，在各个方面紧跟市场格局变化。

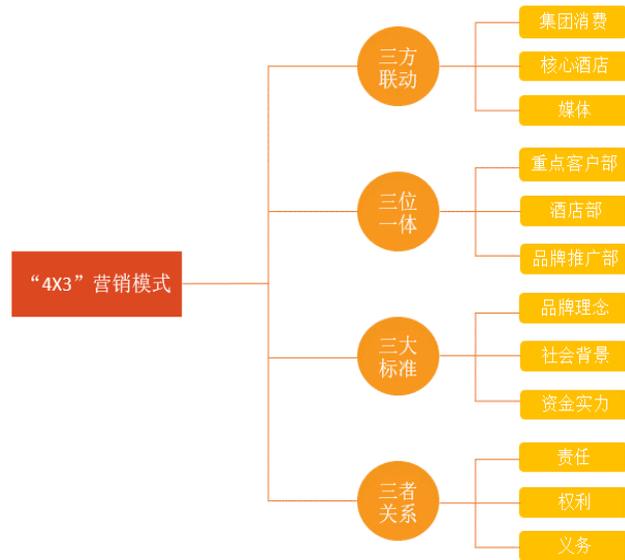
图 25：洋河历年渠道策略变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2003 年，公司开始探索“盘中盘”模式，以核心酒店为营销起点，动员其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。2005 年，公司在核心酒店费用过高的情况下提出“4x3”模式，改为开发各区域的核心企事业单位带动营收增长。

图 26：4X3 营销模式

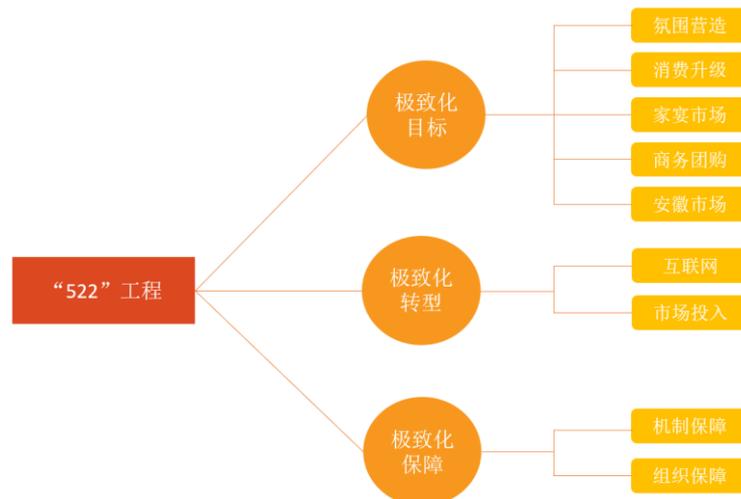


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2009 年开始，提出厂商“1+1”深度分销模式，与经销商合作，直接开发商超等零售终端。通过深度分销模式，公司快速开拓市场，截止 2012 年底，公司深度管理 7000 多家经销商，直接控制 3 万多地面推广人员，不断加大深入分销模式，在终端建立起扎实有效的营销网络，为市场拓展和品类延伸奠定了坚实的基础。

2013 年，在行业调整阶段，公司积极探索营销新模式。公司积极应用互联网思维，强化推进营销模式转型，成功构建全营销网络、市场活动管理系统、会员管理系统等大数据营销系统，成功打造电子商务平台、洋河 1 号配送酒行，实施精细化管理、精准化营销，在互联网应用创新方面不断收获成果。2016 年，公司围绕渠道机制化，全面深化“522”工程，推动渠道不断向下扎根，实现营销模式深度转型。

图 27：522 极致化工程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

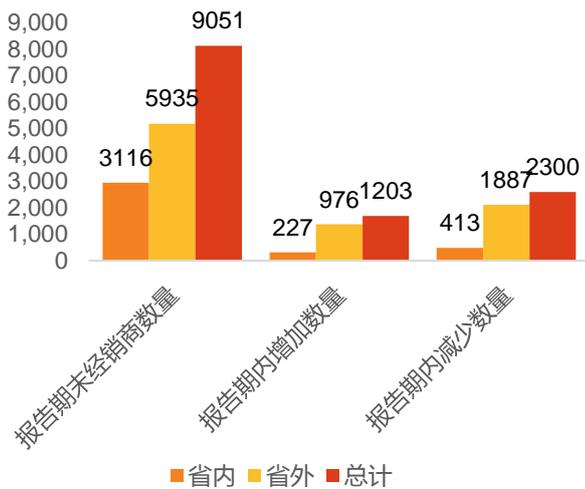
### 2.3.2. 主动变革“一商为主，多商配称”，积极让利给经销商

长期“深度分销”模式下，渠道利润低销售积极性不高等问题显现。“深度分销”在同一区域设立多个经销商，厂商直接对接，借此强化管控、批量复制，但是在运营过程中会存

在一系列问题。这种深度分销模式几乎把经销商当配送商角色，导致渠道商利润率非常低，销售积极性不高，渠道窜货、利润变薄等弊病日益如初，厂商关系紧张。

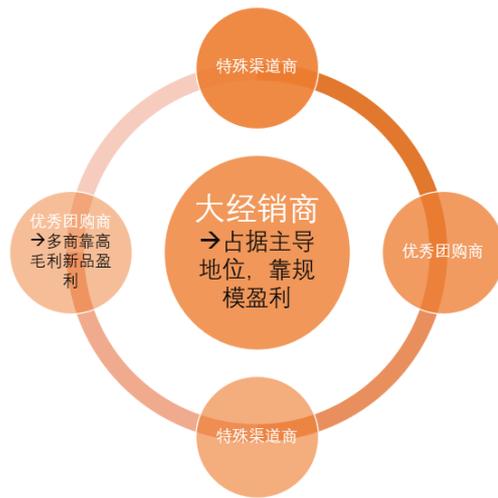
重整过去的深度分销模式为“一商为主，多商配称”的全新模式，不同类型经销商具有不同的盈利模式。即一个地区由一个大经销商保障产品在当地市场的主导地位，承担市场秩序和价格稳定维护职责，同时辅以多个优质团购商和特殊渠道商。这样的模式下，不同类型的经销商具有不同的盈利模式，主商靠规模盈利，多商靠高毛利新品盈利，形成集成和板块效应。在此基础上，企业所有资源与经销商共享，合理分配精准布局，一改酒业传统渠道压货的弊端，降低渠道窜货，理顺渠道价格体系，提高渠道利润率，让经销商保持合理可持续的盈利能力。在“一商为主、多商配称”的指导思想下，公司进行了经销商体系构建，2021年经销商精简了超2000家。

图 28：2021 年经销商数量变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 29：“一商为主，多商配称”的渠道模式



资料来源：新华社、天风证券研究所

新一届领导班子积极建立与经销商的沟通机制，更大程度向经销商让利。张联东董事长一上任，便亲自召开多个座谈会，听取经销商的意见和建议。自 2021 年 6 月起，张联东还亲自全面分管销售工作，对营销渠道、营商关系进行了全面创新。上任一年以来，在“利他”这一基本准则下，洋河真正将经销商当作自己的员工，看作最牢固的合作伙伴，扎实构建企业与经销商“创业、致富、事业、生命”四个共同体这一新型厂商关系，把经销商当成洋河自己的团队进行管理、服务和培训，给经销商更大让利。目前公司核心单品梦 6+ 经历了两年多的时间，已经站稳价格带，全国范围内批价保持在 630-640 元，对经销商的吸引力较前期有大幅提升。

表 7：公司核心产品批发价（5 月 6 日数据）

公司	产品	规格	批发价/元
洋河股份	梦之蓝 M9	52%vol 500ml	1170
	梦之蓝 M6+	52%vol 550ml	632
	梦之蓝 M3	52%vol 500ml	458
	天之蓝	52%vol 500ml	305
	海之蓝	42%vol 480ml	125
	海之蓝	52%vol 480ml	143
	大曲（青瓷）	52%vol 500ml	50

资料来源：今日酒价、天风证券研究所

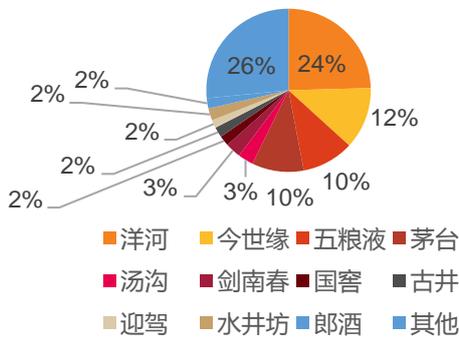
协同战略层面调整，推新成效显著。公司持续进行战略层面改革，明确多品牌、多品类战

略，重视高端品牌布局；在员工激励层面，设立“高增长，高激励，高约束”的机制，实施核心骨干持股计划，注重年轻人才培养，进一步理顺企业内部关系。叠加渠道上面的变革，规范了市场秩序，推出公司新品梦 6+、梦 3 水晶版等升级产品，渠道库存水平健康，经销商利润提升，信心也随之上升。

### 2.3.3. 省内地位稳固，积极推进全国市场布局

**江苏省内洋河地位稳固。**根据 2020 年数据，洋河占据江苏省白酒市场 1/4 份额，今世缘紧随其后，其次是茅台、五粮液等全国性高端名酒。洋河凭借其“双名酒、多品牌、多品类”的发展战略，以不同价格带的差异化产品分别打入苏南、苏中、苏北市场。2006 年增资扩股后，公司在省内营收规模持续突破，在 2012 年突破百亿，随后由于行业调整出现短暂下滑，但基本维持在百亿规模，省内龙头地位稳固。

图 30：2020 年江苏省白酒企业市场份额



资料来源：中国资讯行、公司年报、江苏省统计年鉴、天风证券研究所

图 31：洋河在江苏省内营收规模（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

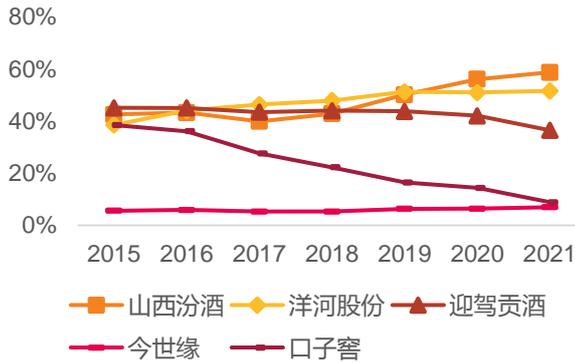
表 8：江苏省白酒行业地域异质性

地区	主流价格带	地域特点	主流地产品牌
苏北	100-150 元	市场相对封闭，收入和消费水平较低，省内人均白酒消费量大，但价位偏低	海之蓝、今世缘雅系列
苏中	200-300 元	收入水平相对较高，白酒消费量大	天之蓝、国缘
苏南	200-400 元	市场较为开放，收入水平较高，白酒消费多以商务消费和婚宴为主，更偏好黄酒	梦之蓝 M3、国缘对开和四开

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**省外市场布局完善，全国化进程占优。**随着省内地位进一步稳固，公司通过不断深化渠道端改革持续扩大省外市场，在 2019 年突破百亿规模。与其他同业相比，洋河对于省外市场的开拓也位于行业前列，省外市场营收占比在不断攀升，从 2006 年的 15.5% 增长至 2021 年的 51.6%，全国化进程顺利开展。

图 32：2015-2020 年次高端酒企省外营收对比



资料来源：各公司公告、天风证券研究所

图 33：洋河省外营收（亿元）持续增长



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 2022 公司改革关键一年，渠道变革落地产品延续升级

#### 3.1. 次高端白酒赛道高景气，多品牌入局享受消费升级红利

需求迭代带动次高端市场规模持续突破。近年来，我国人均 GDP 稳定增长，国民收入的不断提升使得白酒消费者的消费意愿向高品质消费转变，消费升级促使次高端及以上白酒产品的消费比重提升。次高端白酒吸引了强社交属性的消费群体和体现个人身份辨识度的中产阶级，次高端价位也连续增长，消费场景多元化，市场规模不断突破。

图 34：人均 GDP 逐年增长



资料来源：wind、天风证券研究所

白酒品牌向次高端延伸，区域龙头重点布局。高端品牌如茅台，实施多元战略，依托品牌下沿驱动，推出全国化次高端单品。同时，地产酒如洋河、今世缘等品牌通过次高端线加快布局全国化拓展，分享消费升级的红利。

表 9：次高端白酒各品牌布局

价位带	香型	公司	次高端大单品	批价/元 (2022.3.23)
600-800 元	浓香型	洋河	梦 6+	650
		口子窖	口子窖 30 年	720
300-500 元	清香型	汾酒	青花 30	830
	浓香型	剑南春	水晶剑	398
		泸州老窖	窖龄 (90 年)	360

		特曲（60版）	430
	洋河	天之蓝	305
		梦3	460
	舍得酒业	智慧舍得	455
		品味舍得	345
	水井坊	臻酿八号	320
		典藏	670
		井台	440
	口子窖	口子窖20年	300
	古井贡酒	古16	330
酱香型	茅台	赖茅（传承蓝）	382
		汉酱（普通/铂金蓝）	380/480
	郎酒	红花郎（10/15）	350/527
	习酒	窖藏1998	410
清香型	山西汾酒	青花20	375
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼红坛/紫坛	290/345

资料来源：今日酒价、天风证券研究所

### 3.2. 梦6+强产品力承接次高端需求，渠道改革收效良好

**精心打造梦之蓝 M6+大单品，强产品力满足消费者需求。**2019年，公司持续深化绵柔机理的应用和研究，成功打造了梦之蓝 M6+等多款好产品。梦6+产品调动了公司最重要的资源，在各个层面上进行精心的谋划和考量，经历了上次次消费者的盲品，产品更加绵厚，更加陈香四溢，更有记忆点，消费者对饮后舒适度有很高的评价。

**推广过程中持续提升品牌地位，承接次高端需求。**在梦6+推广过程中，公司在品质上凸显了“更多陈酒，醇厚有加；更大容量，尽享有加；精奢设计，典雅有加；科技防伪，保真有加”的品质特征，绵柔当中不乏醇厚、层次感、饱和度；在品格上，梦6+根据品牌内涵寻找其追随和服务的对象；在运作与商业模式上，采用多层次、多体系的配套措施，包括经销商体系构建环节、数字化营销手段等，进一步弘扬品牌的价值感。

图 35：梦6+品质升级、规格升级、形象升级、智能防伪



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**价格表现坚挺，坚持渠道改革，经销商利润提升。**价格层面上，梦 6+ 从 2019 年年底推出到 2020 年价格表现坚挺，成功打入 600-800 元价格带，实现了跨越式的进步，获得了市场的高度认可。营销层面上，公司成功构建新型厂商合作关系，建立数据化体系，经销商利润提升，信心也进一步增强。目前梦 6+ 在江苏市场的布局已经基本完成，延续良好势头，之后会重点布局省外市场、重点城市，公司预期会在全国开花，奠定轴心品牌地位。

### 3.3. 梦 3 水晶版及梦 9 未来可期，手工班“大师”进一步提升品牌调性

**产品持续迭代升级，分阶段稳步寻突破。**继梦 6+ 升级之后，梦 3 水晶版在 2020 年成功推出，在品质、规格和形象上持续升级，形成“晶亮绵润、超值超量”产品特征。梦 3 水晶版采取跟随战略，总体销售基本符合预期，预期梦 3 水晶版在梦 6+ 前期探索的成功产品策略、渠道策略上，叠加品牌升级的助力，有望为公司带来新的增长点。2021 年，公司又进一步推出天之蓝升级版，海之蓝升级版预计在 2022 年推出，海天在渠道改革间实现了良好的库存消化，为产品迭代、品质升级、价格提升打开了空间。

图 36：梦之蓝 M3 水晶版品质、规格、形象升级



资料来源：梦之蓝社区公众号、天风证券研究所

**梦 9 及梦之蓝手工班持续培育，打入高端白酒价格带。**根据《2020 中国老白酒白皮书》，近六成高净值饮酒人群通常是出于非商或政务目的而自己购买高端白酒，如自饮或家庭宴请、送亲友、收藏投资等。在购买时，他们重视白酒在口感、香型、储存年份及饮后舒适度方面的表现。而梦 9 及手工班，从生产到甄选，再到存储都是极为苛刻的。在年产 16 万吨原酒中，优级酒及以上占比达到 60%，其中能用于梦 9 的约 5% 左右，用于梦之蓝手工班的约 2% 左右。梦 9 及手工班作为公司千元价格带产品，凭借洋河优异的酿造工艺、独特的绵柔香型以及梦 6+ 探索出的渠道打法，未来有望成功站稳千元高端白酒价格带。

**手工班新品“大师”上线，继续扛鼎中国匠造。**2022 年 3 月 9 日，梦之蓝手工班（大师）品鉴会在南京举行，多位白酒行业知名专家共同见证产品上市。梦之蓝手工班（大师），首先甄选限定的 600 年明代老窖进行酿造，其次，在洋河“百年地下酒窖”超长期储藏，再经由 34 位大师锻造，千余次勾调实验，历时六年最终成就了老酒中的艺术品。专家们品鉴后给出一致评价：“色泽晶莹剔透，芳香典雅，陈香突出，丰满柔顺，余味怡畅，

空杯留香细腻，风格典型。”梦之蓝手工班（大师）的出现，为洋河高端单品又添加一股核心力量，其所承载的中国白酒之“道”有望带领洋河实现品牌跃迁。

图 37：梦之蓝手工班（大师）国家级专家鉴定书



资料来源：梦之蓝社区公众号、天风证券研究所

### 3.4. 2022 转守为攻，双沟贵酒添加发展新动能

**21 年业绩拐点已现，22 年围绕目标持续发力。**2021 年，在消费升级、迭代加速的背景下，洋河发展战略清晰坚定，改革创新全面深入，品牌势能持续攀升，业绩增长拐点已现。在 2022 年，公司领导层指出要紧紧围绕“高居江苏企业第一品牌，稳居中国酒业第一阵营，位居全球行业第一梯队”的奋斗目标，创造“二次腾飞”的“第二曲线”，打造“二次创业”的“第二阶段”，塑造“稳中高质量，进中可持续，好中更健康”的发展新格局。同时，考虑到江苏省委省政府目前对苏酒振兴空前重视，宿迁市也在积极推进中国酒都建设，把服务保障洋河等酒企发展摆到突出位置，洋河在“天时地利人和”的背景下未来可期。

**加速双沟名酒复兴，贵酒品牌快速发展。**2022 年除关注洋河品牌发展，梦之蓝放量外，公司提出双沟品牌突出“好”、贵酒品牌突出“快”、梨花村品牌突出“优”等发展要求。目前，双沟酒业在组织上也独立成型，产品形成了头牌苏酒、三代绿苏、双沟大曲等主销产品，在销售、生产、品质方面都在持续向好，为百亿销售做好了一切准备。同时，对于在酱酒赛道布局的贵酒品牌，也将继续发扬品质与区位优势，加强资源配置，推动全国化布局。

## 4. 投资建议

随着国民收入的稳步提升，白酒消费者的消费意愿向高品质消费转变，次高端及以上白酒产品的消费比重逐步提升。公司改革以来，精心打造梦 6+ 大单品，持续深化绵柔机理应用和研究，提升消费者满意度，承接次高端需求。目前来看，梦 6+ 自推出以来价格表现坚挺，成功打入 600-800 元价格带，省内布局基本完成，延续良好势头重点布局省外市场。我们认为，随着梦 6+ 的持续推进，梦 3 水晶版、海天升级版以及梦 9、手工班在前期探索成功的产品策略、渠道策略上，叠加品牌升级的助力，有望为公司带来新的增长点。

结合以上分析，我们做出如下假设：

1) 由于公司产品持续迭代升级, 并且渠道改革收效良好, 我们预计 22-24 年公司白酒产品营收增速分别为 13.56%/19.72%/17.96%;

2) 红酒品类由于低基数原因, 以及目前国内对红酒消费的认可, 我们预计 22-24 年公司红酒产品增速分别为 15.94%/19.47%/17.60%;

3) 其他业务根据前三年发展情况来看, 我们预计基本保持稳健增长, 22-24 年增速分别为 9.14%/10.62%/3.49%;

4) 由于产品结构升级, 毛利率基本向好, 我们预计 22-24 年公司毛利率分别为 75.5%/75.6%/76.0%;

5) 考虑未来公司营收持续增长, 期间费用率方面呈现规模优势, 我们预计 22-24 年公司期间费用率分别为 19.4%/17.9%/17.8%。

因此, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 287.6/343.6/404.1 亿元, 分别同比增长 13.5%/19.5%/17.6%, 公司 2022-2024 年归母净利润分别为 96.4/116.7/138.6 亿元, 分别同比增长 28.4%/21.1%/18.7%。

表 10: 盈利预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	23,126.48	21,101.05	25,350.18	28,759.78	34,359.83	40,406.54
YoY	-4.28%	-8.76%	20.14%	13.45%	19.47%	17.60%
①白酒	21,967.04	20,152.44	24,440.22	27,753.18	33,225.95	39,194.35
YoY	-4.13%	-8.26%	21.28%	13.56%	19.72%	17.96%
②红酒	194.23	181.85	198.45	230.08	274.88	323.25
YoY	-29.01%	-6.37%	9.13%	15.94%	19.47%	17.60%
③其他业务	965.20	766.77	711.50	776.51	859.00	888.94
YoY	-0.79%	-20.56%	-7.21%	9.14%	10.62%	3.49%
归母净利润	7,382.8	7,482.2	7,507.7	9,640.1	11,674.9	13,860.9
YoY	-9.02%	1.35%	0.34%	28.40%	21.11%	18.72%

资料来源: wind、天风证券研究所

公司梦 6+ 大单品推出后表现良好, 同时公司积极进行产品升级与渠道改革, 因此综合考虑公司各方面优势, 结合可比公司 2022 年平均市盈率 27.77, 我们给予洋河股份 25X-30X 相对 PE 估值区间, 预计 2022 年总市值区间为 2399-2879 亿元, 对应股价 159.2-191.1 元。

表 11: 可比公司估值 (wind 一致预期)

代码	名称	2022PE	2023PE	2024PE
000568	泸州老窖	30.21	24.19	19.63
000858	五粮液	22.42	19.23	16.94
600519	贵州茅台	35.53	30.40	26.14
603369	今世缘	22.92	18.51	15.04
	平均值	27.77	23.08	19.44

资料来源: wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

疫情反复影响: 如果疫情情况反复甚至影响加剧, 预期会对公司的采购和销售造成重大影响。

渠道改革不及预期: 公司近年开始推行的渠道改革, 或因为市场环境等客观因素或管理层举措等主观因素导致效果不及预期。

产品升级不及预期：公司近年积极对产品实行换代升级，在新品研发上若推出时间不及预期或新品质量不及预期，或对公司战略实施带来风险。

公司经营风险：除上述已阐述的风险外，公司在面对市场竞争、上下游协作、品牌运营等方面都存在一定的经营风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,243.19	20,955.83	29,937.87	29,272.47	44,541.09	营业收入	21,101.05	25,350.18	28,759.78	34,359.83	40,406.54
应收票据及应收账款	617.72	665.10	790.23	1,070.78	1,021.86	营业成本	5,851.90	6,255.40	7,046.15	8,246.36	9,697.57
预付账款	9.36	9.41	159.37	13.11	141.63	营业税金及附加	3,415.65	4,147.98	4,544.04	5,222.69	6,182.20
存货	14,852.69	16,803.09	16,876.82	23,928.85	23,876.25	销售费用	2,603.80	3,544.36	3,882.57	4,270.93	4,945.76
其他	14,515.13	11,331.21	14,245.44	14,564.83	15,067.69	管理费用	1,729.08	1,830.08	2,185.74	2,473.91	2,994.12
<b>流动资产合计</b>	<b>37,238.10</b>	<b>49,764.64</b>	<b>62,009.73</b>	<b>68,850.04</b>	<b>84,648.52</b>	研发费用	260.09	258.46	293.35	304.15	371.63
长期股权投资	29.53	32.74	32.74	32.74	32.74	财务费用	(87.23)	(399.15)	(783.14)	(911.12)	(1,135.83)
固定资产	6,882.95	6,276.47	5,615.36	4,954.25	4,293.14	资产/信用减值损失	(5.95)	5.45	(8.91)	(4.81)	(4.43)
在建工程	223.47	525.50	525.50	525.50	525.50	公允价值变动收益	1,267.68	(721.21)	477.10	351.79	416.16
无形资产	1,713.53	1,679.60	1,623.62	1,567.65	1,511.67	投资净收益	1,206.68	900.61	802.68	530.00	744.43
其他	7,778.69	9,519.76	5,387.37	5,887.24	6,090.13	其他	(5,035.85)	(460.74)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,628.16</b>	<b>18,034.06</b>	<b>13,184.59</b>	<b>12,967.38</b>	<b>12,453.18</b>	<b>营业利润</b>	<b>9,895.19</b>	<b>9,988.93</b>	<b>12,861.93</b>	<b>15,629.90</b>	<b>18,507.25</b>
<b>资产总计</b>	<b>53,866.26</b>	<b>67,798.70</b>	<b>75,194.32</b>	<b>81,817.41</b>	<b>97,101.70</b>	营业外收入	25.04	20.72	20.92	20.48	18.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	41.33	63.22	34.79	41.95	42.16
应付票据及应付账款	1,151.87	1,474.18	1,426.92	2,024.89	2,016.15	<b>利润总额</b>	<b>9,878.90</b>	<b>9,946.43</b>	<b>12,848.06</b>	<b>15,608.42</b>	<b>18,484.05</b>
其他	4,703.96	7,454.61	25,243.95	23,561.60	28,253.70	所得税	2,394.30	2,433.61	3,202.56	3,926.52	4,613.57
<b>流动负债合计</b>	<b>5,855.83</b>	<b>8,928.79</b>	<b>26,670.87</b>	<b>25,586.49</b>	<b>30,269.85</b>	<b>净利润</b>	<b>7,484.61</b>	<b>7,512.82</b>	<b>9,645.50</b>	<b>11,681.91</b>	<b>13,870.48</b>
长期借款	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	2.38	5.13	5.39	6.99	9.59
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>7,482.23</b>	<b>7,507.68</b>	<b>9,640.10</b>	<b>11,674.92</b>	<b>13,860.89</b>
其他	739.39	584.05	583.36	635.60	601.00	每股收益(元)	4.97	4.98	6.40	7.75	9.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>739.42</b>	<b>584.09</b>	<b>583.36</b>	<b>635.60</b>	<b>601.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>15,396.61</b>	<b>25,317.39</b>	<b>27,254.23</b>	<b>26,222.09</b>	<b>30,870.85</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	(14.93)	(4.90)	(1.68)	2.97	10.20	<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	-8.76%	20.14%	13.45%	19.47%	17.60%
资本公积	741.53	782.24	782.24	782.24	782.24	营业利润	1.37%	0.95%	28.76%	21.52%	18.41%
留存收益	37,243.41	40,259.11	46,010.24	53,778.85	64,229.93	归属于母公司净利润	1.35%	0.34%	28.40%	21.11%	18.72%
其他	(1,007.34)	(62.12)	(357.69)	(475.72)	(298.51)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>38,469.65</b>	<b>42,481.31</b>	<b>47,940.09</b>	<b>55,595.32</b>	<b>66,230.84</b>	毛利率	72.27%	75.32%	75.50%	76.00%	76.00%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>53,866.26</b>	<b>67,798.70</b>	<b>75,194.32</b>	<b>81,817.41</b>	<b>97,101.70</b>	净利率	35.46%	29.62%	33.52%	33.98%	34.30%
						ROE	19.44%	17.67%	20.11%	21.00%	20.93%
						ROIC	91.35%	76.88%	678.60%	-1061.96%	202.65%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	28.58%	37.34%	36.25%	32.05%	31.79%
						净负债率	-18.83%	-49.31%	-62.44%	-52.65%	-67.24%
						流动比率	2.54	2.01	2.32	2.69	2.80
						速动比率	1.53	1.33	1.69	1.76	2.01
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	32.64	39.52	39.52	36.93	38.62
						存货周转率	1.44	1.60	1.71	1.68	1.69
						总资产周转率	0.39	0.42	0.40	0.44	0.45
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	4.97	4.98	6.40	7.75	9.20
						每股经营现金流	2.64	10.16	8.32	1.74	11.58
						每股净资产	25.54	28.19	31.81	36.89	43.94
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	31.05	30.94	24.10	19.90	16.76
						市净率	6.04	5.47	4.85	4.18	3.51
						EV/EBITDA	30.34	19.71	14.31	11.86	9.24
						EV/EBIT	32.72	21.22	15.16	12.44	9.63

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,484.61	7,512.82	9,640.10	11,674.92	13,860.89
折旧摊销	782.85	753.74	717.08	717.08	717.08
财务费用	3.67	3.80	(783.14)	(911.12)	(1,135.83)
投资损失	(1,206.68)	(900.61)	(802.68)	(530.00)	(744.43)
营运资金变动	(1,938.23)	8,329.73	3,288.91	(8,686.86)	4,330.93
其它	(1,147.42)	(381.31)	482.49	358.78	425.75
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,978.79</b>	<b>15,318.17</b>	<b>12,542.76</b>	<b>2,622.80</b>	<b>17,454.39</b>
资本支出	27.24	569.76	0.69	(52.24)	34.60
长期投资	4.17	3.22	0.00	0.00	0.00
其他	4,441.42	1,263.69	(152.20)	(121.34)	(122.49)
<b>投资活动现金流</b>	<b>4,472.83</b>	<b>1,836.66</b>	<b>(151.51)</b>	<b>(173.58)</b>	<b>(87.89)</b>
债权融资	87.20	407.55	777.50	912.06	1,137.08
股权融资	(5,495.71)	985.92	(4,186.72)	(4,026.67)	(3,234.96)
其他	(96.40)	(4,941.29)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,504.91)</b>	<b>(3,547.82)</b>	<b>(3,409.22)</b>	<b>(3,114.62)</b>	<b>(2,097.88)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,946.71</b>	<b>13,607.01</b>	<b>8,982.04</b>	<b>(665.40)</b>	<b>15,268.62</b>

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，并应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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com