

# 洋河股份：深度调整完成，未来值得期待

## 洋河股份(002304)

### 治理结构合理，股权激励激发潜能

作为宿迁市国资委为实控人的国有企业，洋河历经两次改制，在保证股权结构稳定的同时积极采用激励措施，助力企业“一次创业”成功。2000年以来四任董事长一如既往保持创新动力，走在行业前沿。随着2019年起公司的主动改革以及2021年通过新的大规模股权激励方案，我们认为股权激励方案将激发管理层及广大员工潜能，助力企业“二次腾飞”成功。

### 产品结构进一步完善，“一体两翼”助力腾飞

2019年以来，为站位次高端价格带，洋河先后推出梦之蓝M6+、梦之蓝M3水晶版，前者反响热烈，后者仍在培育。除洋河蓝色经典品牌外，洋河积极推动双沟作为公司“第二增长极”，并通过收购贵酒积极切入酱酒赛道，构造“一体两翼”产品格局。我们认为以上举措解决了困扰洋河的产品结构老化的问题，为公司提供新的业绩增量。

### 渠道梳理完毕，厂商关系回暖

为解决渠道库存高企的问题，洋河自2019年起积极推动“一商为主、多商为辅”的新经销体系建设，并积极采用控货提价、严防窜货等措施配合。目前渠道梳理工作已经取得成效。除此之外，洋河改革经销商考核制度，对经销商更灵活、更友好，厂商关系回暖。我们认为洋河渠道改革完成后，其全国范围内渠道扎实的优势又将展现，有利于核心单品行销。

### 投资建议

我们维持公司2022-2024年营业收入为304.96/356.20/405.71亿元的预测，维持公司2022-2024年EPS为6.38/7.53/8.70元的预测，对应2022年11月18日146元的收盘价，对应PE分别为22.89/19.40/16.79倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

经济复苏情况不及预期、核心产品增长不及预期、双沟发展进度不及预期、食品安全问题

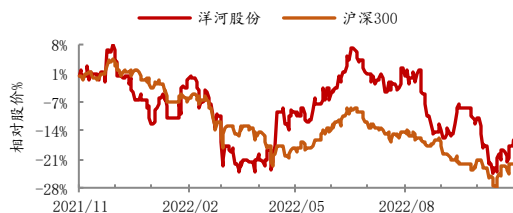
### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,101	25,350	30,496	35,620	40,571
YoY (%)	-8.8%	20.1%	20.3%	16.8%	13.9%
归母净利润(百万元)	7,482	7,508	9,613	11,343	13,107
YoY (%)	1.3%	0.3%	28.0%	18.0%	15.6%
毛利率 (%)	72.3%	75.3%	75.7%	76.0%	76.1%
每股收益(元)	4.98	5.01	6.38	7.53	8.70
ROE	19.4%	17.7%	20.2%	19.3%	18.2%
市盈率	29.29	29.12	22.89	19.40	16.79

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	146.00
股票代码：	002304
52周最高价/最低价：	195.18/126.2
总市值(亿)	2,200.20
自由流通市值(亿)	2,193.96
自由流通股数(百万)	1,502.71



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

### 相关研究

- 【华西食品饮料】洋河股份点评报告：业绩超预期，改革红利继续释放  
2022.08.26
- 【华西食品饮料】洋河股份点评报告：持续推动改革，业绩表现亮眼  
2022.05.05
- 【华西食品饮料】洋河股份点评报告：收入稳定增长，结构提升显示增长潜力空间  
2021.10.27

## 正文目录

1. 复盘洋河：苏酒龙头，名酒基因，历史悠久	5
1.1. 建国前：千年历史，底蕴深厚	6
1.2. 1949-2001：起起伏伏，腾飞前夜	6
1.3. 2002-2006：黄金十年的前五年，缔造蓝色经典	7
1.4. 2007-2012：黄金十年的后五年，产业整合，产品升级，泛全国化	15
1.5. 2013-2015：行业遇冷，率先走出低谷	21
1.6. 2016-2018：省外市场突破，隐忧初现	24
1.7. 2019-2021：主动调整，二次创业	29
2. 公司优势：治理机构完善，产品结构出众，渠道力强	34
2.1 管理层创新一以贯之，股权激励调动积极性	34
2.2 “一体两翼”完善产品结构，双名酒带来更多想象空间	36
2.3 白酒行业营销标杆，全国化布局已完成，数字化助力终端掌控	39
3. 未来亮点：调整结果初步显现，期待二次腾飞	42
3.1 产品体系迎来全面升级，次高端扩容 M6+增长迅速	42
3.2 省内基本盘牢固，省外基地市场众多，深厚根基赋能升级创新	45
3.3 厘清渠道、提价控货，厂商关系改善助力二次腾飞	46
4. 投资逻辑、盈利预测与评级	47
5. 风险提示	48

## 图表目录

图 1 洋河股份历史财务情况回顾	5
图 2 洋河酒厂“天下第一坛”雕塑	6
图 3 洋河经典产品之洋河大曲	6
图 4 2000 年以来全国规模以上酒企收入	8
图 5 2002 年首次改制后股权结构比例	9
图 6 2006 年第二次改制后股权比例	9
图 7 洋河蓝色经典与传统红黄色基调宣传形成明显反差	10
图 8 “盘中盘”营销模式示意图	11
图 9 2004-2006 年白酒主要上市公司营收（亿元）及营收增速（%）	13
图 10 2004-2006 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及净利润增速（%）	13
图 11 2004-2006 年洋河产品结构情况	14
图 12 2004-2006 年同业销售费率对比情况	14
图 13 2004-2006 年同业 ROE 对比情况	15
图 14 2004-2006 年同业净利润率对比情况	15
图 15 2004-2006 年同业资产周转率对比情况	15
图 16 2004-2006 年同业权益乘数对比情况	15
图 17 浓香型白酒企业设计产能情况（2021 年，单位：吨）	16
图 18 洋河、双沟联合营销	17
图 19 双沟处在空白价格带	17
图 20 以华东市场为突破口的泛全国化进程	17
图 21 2007-2012 年白酒主要上市公司营收（亿元）及营收增速（%）	19
图 22 2007-2012 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及净利润增速	19
图 23 2007-2012 年洋河产品结构情况	20
图 24 2007-2012 年同业销售费率对比	20
图 25 2007-2012 年同业 ROE 对比	20

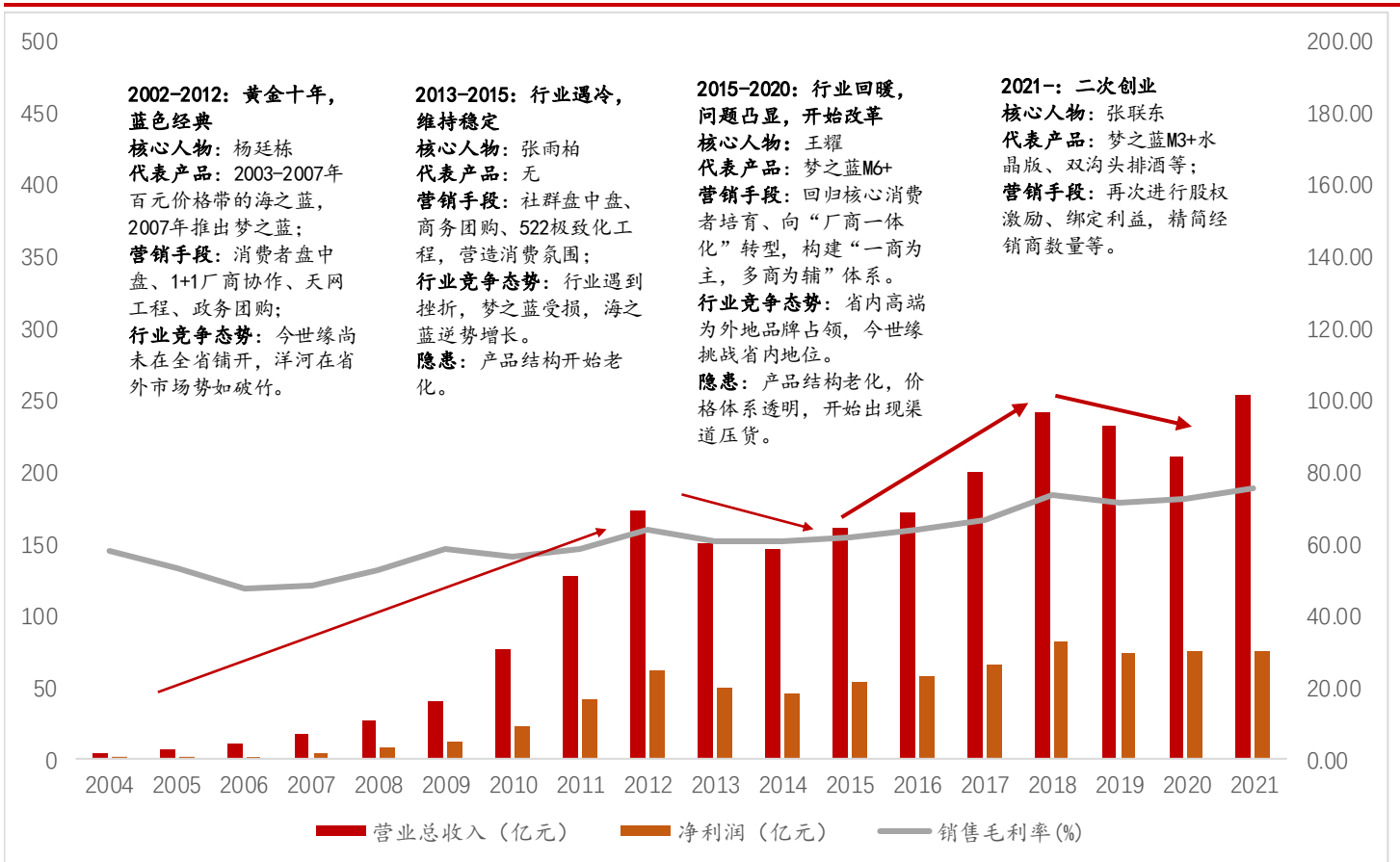
图 26	2007-2012 年同业净利润率对比	20
图 27	2007-2012 年同业资产周转率对比	20
图 28	2007-2012 年同业权益乘数对比	20
图 29	洋河产品结构与价格定位	21
图 30	洋河烟酒店终端	21
图 31	2013-2015 年白酒主要上市公司营收（亿元）及增速情况（%）	22
图 32	2013-2015 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及净利润增速（%）	22
图 33	2013-2015 年洋河产品吨价及其同比变动情况	23
图 34	2013-2015 年同业销售费率对比	23
图 35	2013-2015 年同业 ROE 对比	23
图 36	2013-2015 年同业净利润率对比	23
图 37	2013-2015 年同业资产周转率对比	23
图 38	2013-2015 年同业权益乘数对比	23
图 39	2015-2018 年洋河“新江苏市场”数量	24
图 40	2015-2018 年洋河省内外营收占比	24
图 41	洋河产品结构变迁	25
图 42	2012 年江苏白酒品牌市占率	26
图 43	2019 年江苏白酒品牌市占率	26
图 44	2016-2018 年白酒主要上市公司营收（亿元）及营收增速（%）	27
图 45	2016-2018 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及净利润增速（%）	27
图 46	2016-2018 年洋河吨价及其同比变动情况	28
图 47	2016-2018 年同业销售费率对比	28
图 48	2016-2018 年同业 ROE 对比	28
图 49	2016-2018 年同业净利率对比	28
图 50	2016-2018 年同业资产周转率对比	28
图 51	2016-2018 年同业权益乘数对比	28
图 52	洋河着力打造洋河为主体、双沟与贵酒为两翼的产品体系	30
图 53	2019-2021 年洋河、今世缘省内销售对比	31
图 54	江苏各地市消费主流白酒品牌	31
图 55	2019-2021 年白酒主要上市公司营收（亿元）及营收增速（%）	32
图 56	2019-2021 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及营收增速（%）	32
图 57	2019-2021 年洋河产品结构情况	33
图 58	2019-2021 年同业销售费率对比	33
图 59	2019-2021 年同业 ROE 对比	33
图 60	2019-2021 年同业净利润率对比	33
图 61	2019-2021 年同业资产周转率对比	33
图 62	2019-2021 年同业权益乘数对比	33
图 63	洋河上市以来股价（后复权）与中信白酒行业指数对比	34
图 64	洋河梦之蓝 M3 水晶版、M6+宣传图	37
图 65	梦之蓝 M6+消费者体验评分	37
图 66	主要酱酒企业基酒产能情况（单位：吨）	39
图 67	洋河“三位一体”的营销管理体系	40
图 68	山东省白酒市场各品牌份额情况（估算）	41
图 69	山东省白酒品牌区域分布	41
图 70	江西省白酒市场各品牌份额情况（估算）	41
图 71	江西省白酒品牌区域分布	41
图 72	数字化平台如何帮助洋河应对渠道痛点	42
图 73	2016 年以来茅台、普五一批价（元/瓶）走势	43
图 74	2021 年高端白酒市场竞争格局	44

图 75 2020 年次高端白酒市场竞争格局.....	44
图 76 2021 年以来梦之蓝 M6+（高度）批价走势.....	45
图 77 新海之蓝与天之蓝：更多陈年酒，更高绵柔度.....	45
图 78 “一商为主、多商为辅”的经销体系.....	46
图 79 2016-2021 年洋河合同负债及其增速.....	47
图 80 洋河数字化防窜货系统.....	47
表 1 历届全国名酒评选情况.....	7
表 2 国家标准认可的白酒地理标志产品，洋河“绵柔”首次写入国家标准.....	10
表 3 “1+1”厂商共建模式与大商模式比较.....	12
表 4 黄金十年间，洋河不断扩张产能为未来蓄力.....	16
表 5 2016-2018 年江苏省白酒各价格带主力品牌一览.....	25
表 6 洋河 2019 年起改革措施梳理.....	29
表 7 洋河改革前后情况对比.....	31
表 8 1998 年以来洋河历任董事长情况汇总.....	35
表 9 2021 年第一期核心骨干持股计划持有人名单及份额分配情况.....	36
表 10 2025 年梦之蓝 M6+市场规模测算.....	38
表 11 双沟主要产品规格及标价一览.....	38
表 12 以江苏省为例，2000 年以来主流白酒消费价格带变迁.....	43
表 13 苏鲁豫皖四省人口与白酒市场情况.....	45
表 14 洋河营收拆分及未来三年盈利预测.....	48
表 15 同类可比公司估值情况.....	48

## 1. 复盘洋河：苏酒龙头，名酒基因，历史悠久

洋河股份位于江苏省宿迁市，当地有着悠久的酿酒历史。公司的前身是江苏洋河酒厂，成立于1949年，旗下的核心白酒产品洋河大曲在1979年第三届全国评酒会上被评为八大名酒之一，而后在第四届、第五届全国评酒会上蝉联“国家名酒”称号，品牌底蕴深厚。2003年，公司推出蓝色经典系列，突破白酒行业以香型分类的传统，首创绵柔型白酒新风格，掀起了白酒行业著名的“蓝色风暴”。2008年“绵柔型”作为白酒的特有类型被写入国家标准，公司被誉为“绵柔鼻祖”。除了公司常年主营的洋河品牌外，2010-2011年，公司先后分多次，总计以17.12亿元全资收购双沟酒业、2016年公司收购贵州贵酒、2017年公司收购厚工坊迎宾酒业，形成了多品牌发展的格局。

图 1 洋河股份历史财务情况回顾



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 1.1. 建国前：千年历史，底蕴深厚

洋河股份位于江苏省宿迁市洋河新区，宿迁市坐拥“三河两湖一湿地”，和苏格兰威士忌产区、法国干邑产区并成为世界三大湿地名酒产区。洋河地区有着悠久的酿酒历史。其旗下拥有江苏传统名酒“三沟一河”中的两个品牌——洋河与双沟。据古人类学家杨钟健教授考证，早在 5 万多年前，双沟地区就已经存在有古人类酿酒行为的猿人。1977 年所发现的双沟醉猿化石更是成为该地区酒文化历史悠久的重要标志之一。洋河酿酒始于汉代，距今已有两千多年历史。洋河地区白酒的代表产品，洋河大曲兴于隋唐，隆盛于明清，曾入选皇室贡酒，具有千余年的酿酒历史，素有“福泉酒海清香美，味占江淮第一家”之说。洋河股份的前身洋河酒厂是在明清时期享有盛誉的裕源、祥泰、逢泰、广泉聚家私营糟坊的基础上合并改建而成。而洋河旗下另一个重要品牌双沟则创立于 1732 年，距今同样也有近 300 年历史。

洋河大曲以优质粘高粱为原料，配以小麦、大麦、豌豆培养的高温大曲为糖化发酵剂，以闻名的美人泉之水酿造而成，酒液澄澈透明，酒香浓郁清雅，入口鲜爽甘甜，口味细腻悠长，受到海内外的消费者一致认可。洋河大曲曾先后获得巴拿马国际博览会金质奖章以及南洋国际名酒赛会的“国际名酒”称号。

图 2 洋河酒厂“天下第一坛”雕塑



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 3 洋河经典产品之洋河大曲



资料来源：公开资料，华西证券研究所

## 1.2. 1949-2001：起起伏伏，腾飞前夜

1949 年 10 月全国解放后，洋河镇在泗阳县辖下，党和政府拨出专款开始在几家私人酿酒作坊的基础上建立了国营洋河酒厂，即现在的江苏洋河酒厂股份有限公司。建厂初期，全厂占地仅 1.4 万平方米，职工 41 人，年产大曲酒 26 吨，产值 4.34 万，

税利合计只有 3.43 万元。建厂七十多年来，在党和政府的领导下，生产连年发展，产品质量不断提高。

1972 年以来，洋河大曲被评为江苏省历届名酒。1979 年在第 3 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。1984 年的全国第 4 届评酒会、1989 年的全国第 5 届评酒会，洋河酒连续拔得头筹，成就“中国名酒”三连冠。1990 年，在全国浓香型白酒分级评比中，洋河大曲以最高分当选标杆酒。1992 年，洋河大曲系列在美国纽约酒类国际博览会上荣获国际金奖。“八五”期间，洋河在中国最大工业企业综合评价最优 500 家企业排名第 126 位，在全国 17 个名白酒厂中排名第 2，名列全国轻工行业第 14 位，受到党和国家领导人视察关心。

表 1 历届全国名酒评选情况

届数	时间	称号	获奖产品
第一届	1952 年	老四大名酒	茅台、汾酒、泸州大曲、西凤酒
第二届	1963 年	八大名酒	五粮液、汾酒、古井贡、泸州老窖特曲、全兴大曲、茅台酒、西凤酒、董酒
第三届	1979 年	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡、 <b>洋河大曲</b> 、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第四届	1984 年	十三名优酒	茅台酒、汾酒、五粮液、 <b>洋河大曲</b> 、剑南春、古井贡、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、 <b>双沟大曲</b> 、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989 年	十七大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、 <b>洋河大曲</b> 、剑南春、古井贡、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、 <b>双沟大曲</b> 、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、沱牌曲酒、宋河粮液

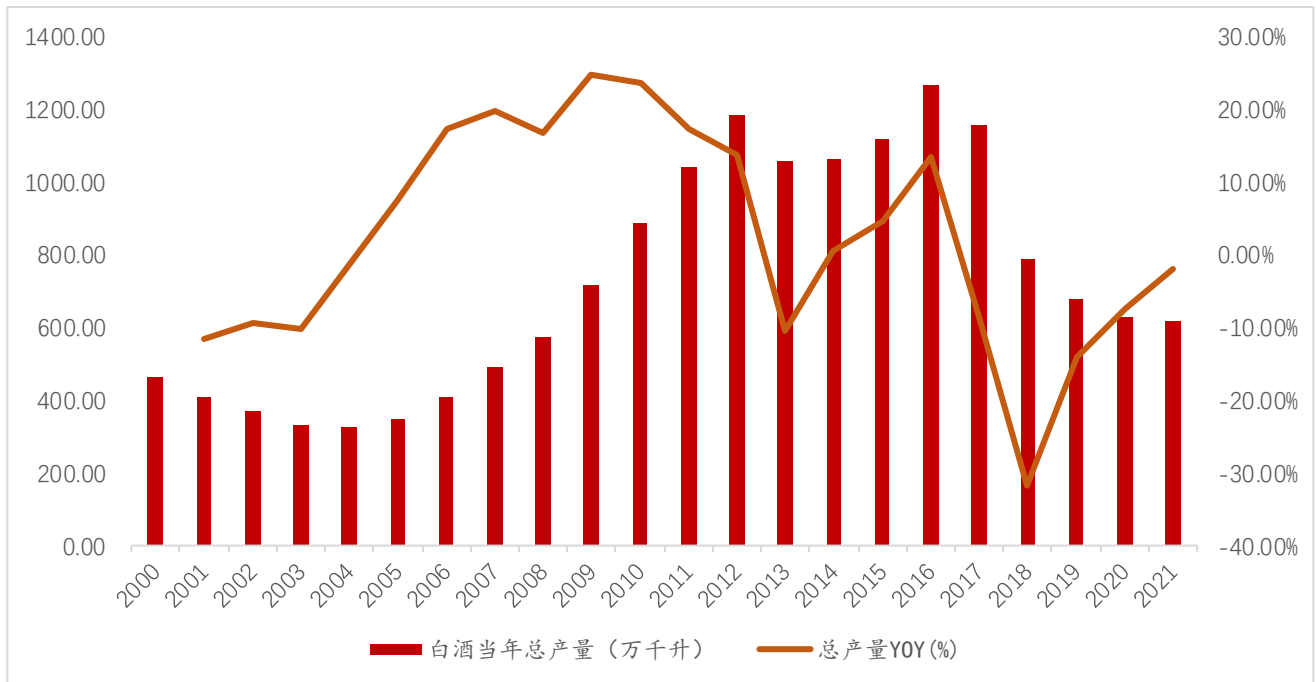
资料来源：公开资料，华西证券研究所

**光环褪去，面临危机。**1990 年代后期，随着白酒市场由计划经济体制向全面市场化体制转轨，以四川、安徽为代表的外省白酒开始席卷江苏白酒市场。江苏白酒企业由于政府在产业政策上没有给予充分支持，企业管理体制落后，难以与外省品牌抗衡。洋河作为江苏白酒的领军企业，同样没有逃离这种命运。洋河先是学习五粮液买断营销模式，同时不断开发新产品。但由于其主力产品洋河大曲定价不高，新产品线多以中低端产品为主，不但没有实现品牌塑造和提档升级，反而导致产品线混乱。洋河陷入危机。

### 1.3.2002-2006：黄金十年的前五年，缔造蓝色经典

白酒行业“黄金十年”，行业呈现大繁荣局面。2002 年-2012 年是白酒行业上行的“大周期”，也被公认为行业发展的“黄金十年”。前 6 年，白酒产业每年保持两位数的增速。2008 年受到金融危机的影响，行业增速放缓，但迟滞一年后又迅速进入全面繁荣，部分酒企增长超过 30%。十年中，百亿规模企业蜂拥而出，名酒企业成为旗帜。茅台、五粮液等高端名酒持续领先，洋河和郎酒营收破百亿，汾酒也一改“假酒案”以来的颓势。

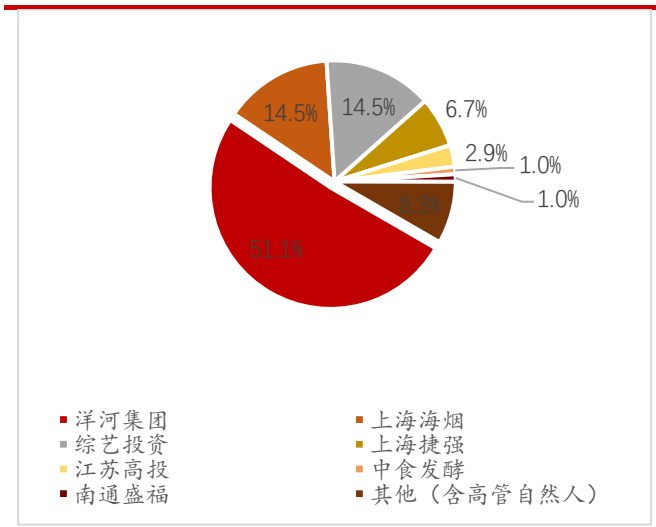
图 4 2000 年以来全国白酒总产量变动情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

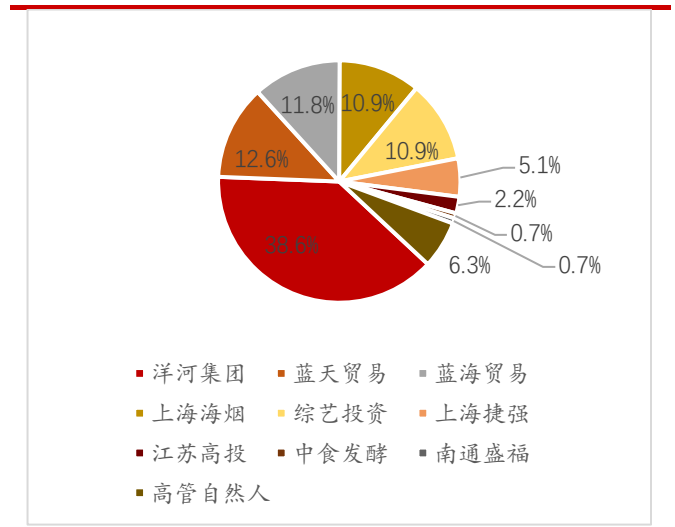
**改制之初便引入管理层、经销商持股，激励机制扎根企业基因。**2002 年第一次改制之前，洋河酒厂是宿迁市国资委的独资企业。2002 年洋河第一次改制时，洋河集团联合上海海烟、综艺投资、上海捷强等 6 家企业和杨廷栋、张雨柏等 14 位公司经营层人员共同发起设立股份有限公司，公司由国有独资转为国有控股公司，洋河集团持股比例为 51.1%，管理层持股比例达到 8.3%，经销商及其他法人股东持股占比 40.6%。在这次股改的安排中，洋河初步建立了国资委、管理层、核心经销商共同持股的股权架构，为公司未来十几年的快速发展奠定了良好的激励基础。后来公司的历次股权安排都沿袭了这一激励机制的内核。2006 年，公司实施增资扩股，向管理层持股平台“蓝天贸易”与“蓝海贸易”定增 2200 万股。定增完成后，高管及中层管理干部通过自然人直接持股（6.3%）、蓝天贸易（12.6%）、蓝海贸易（11.8%）等平台合计持股比例为 30.7%，国资持股下降为 38.6%，管理层持股比例进一步提升，股权激励范围进一步扩大，激励机制深入人心。

图 5 2002 年首次改制后股权结构比例



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 6 2006 年第二次改制后股权比例



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

**独创绵柔风格白酒，蓝色经典席卷全国。**传统白酒以香气定型，洋河创造性地提出了以味定型，并基于此设计出了新的白酒香型，即绵柔型白酒。这种白酒在保持了洋河传统“甜、绵、软、净、香”的基础上，更设计贴合了现代人健康舒适饮酒的消费需求。绵柔型白酒的代表产品便是洋河在 2003 年推出的划时代产品“蓝色经典”系列。蓝色经典系列定位为中高端产品，在设计上体现了洋河的多个创新之处：在风味上，蓝色经典有着高而不烈、低而不寡、绵长尾净、丰满协调的独特风味；在包装上，洋河创造性地使用了蓝色包装，在当时多数酒企都采用红、黄色调包装的背景下，在视觉上给人一种独特的冲击感；在宣传语上，洋河选用了情怀这个意象，“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”，独具一格，迎合了消费者在情怀上的诉求。以上三方面的创新使得洋河在于其他产品竞争时产生了差异化优势，洋河在白酒行业掀起了一场蓝色风暴。

表 2 国家标准认可的白酒地理标志产品，洋河“绵柔”首次写入国家标准

国标代码	产品	国标代码	产品
GB/T 22736-2008	酒鬼酒	GB/T 19328-2007	口子窖酒
GB/T 18624-2007	水井坊酒	GB/T 19508-2007	西凤酒
GB/T 19508-2007	沱牌白酒	GB/T 19961-2005	剑南春酒
GB/T 18356-2007	贵州茅台酒	GB/T 19327-2007	古井贡酒
GB/T 22211-2008	五粮液	GB/T 19508-2007	西凤酒
GB/T 22041-2008	国窖 1573	<b>GB/T 22046-2008</b>	<b>洋河大曲</b>
GB/T 22735-2008	景芝神酿	GB/T 21261-2007	玉泉酒
GB/T 19329-2007	道光廿五贡	GB/T 22045-2008	泸州老窖特曲
GB/T 21263-2007	牛栏山二锅头	GB/T-21820-2008	舍得白酒
GB/T 19331-2007	互助青稞酒		

资料来源：白酒标准汇编，华西证券研究所

图 7 洋河蓝色经典与传统红黄色基调宣传形成明显反差



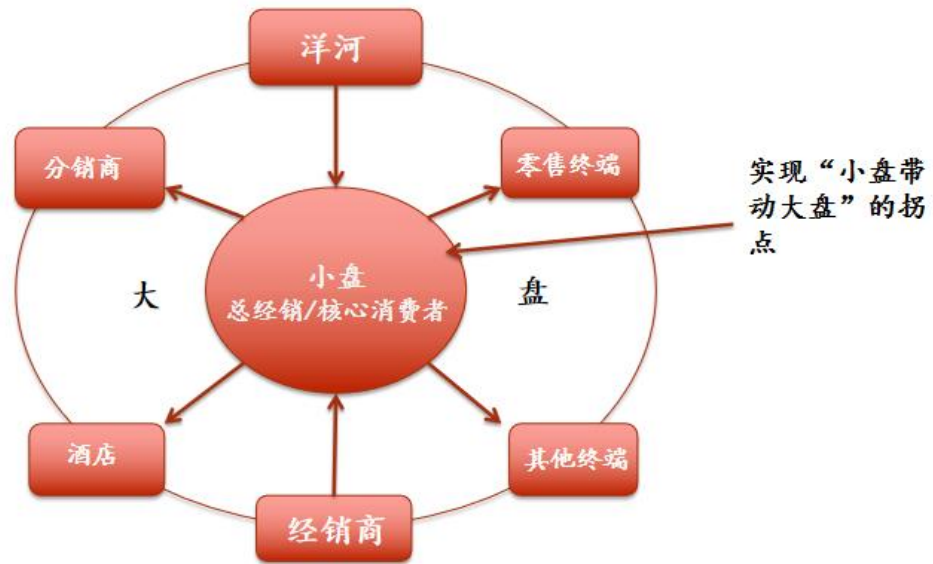
资料来源：公开资料，华西证券研究所

**“盘中盘”、“1+1”：渠道建设模式创新引领行业。**“盘中盘”模式由徽酒企业创立，其要义是将公司资源集中于核心消费者，对其进行高强度的消费者教育，使其建立强烈的消费偏好，并以此带动其他消费者，即所谓的“小盘”转动“大盘”。洋河于 2003 年开始在酒店渠道进行“盘中盘”模式的开发，意图使用酒店的核心“小盘”带动商超、团购等的“大盘”。随着越来越多的企业使用“盘中盘”策略，洋河又开

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

创性地提出了“1+1”模式，即厂方派驻人员直接对终端市场进行销售协助与管理，经销商专注于物流和资金周转，厂商分工专业化程度提高，运营效率大大提升。

图 8 “盘中盘”营销模式示意图



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

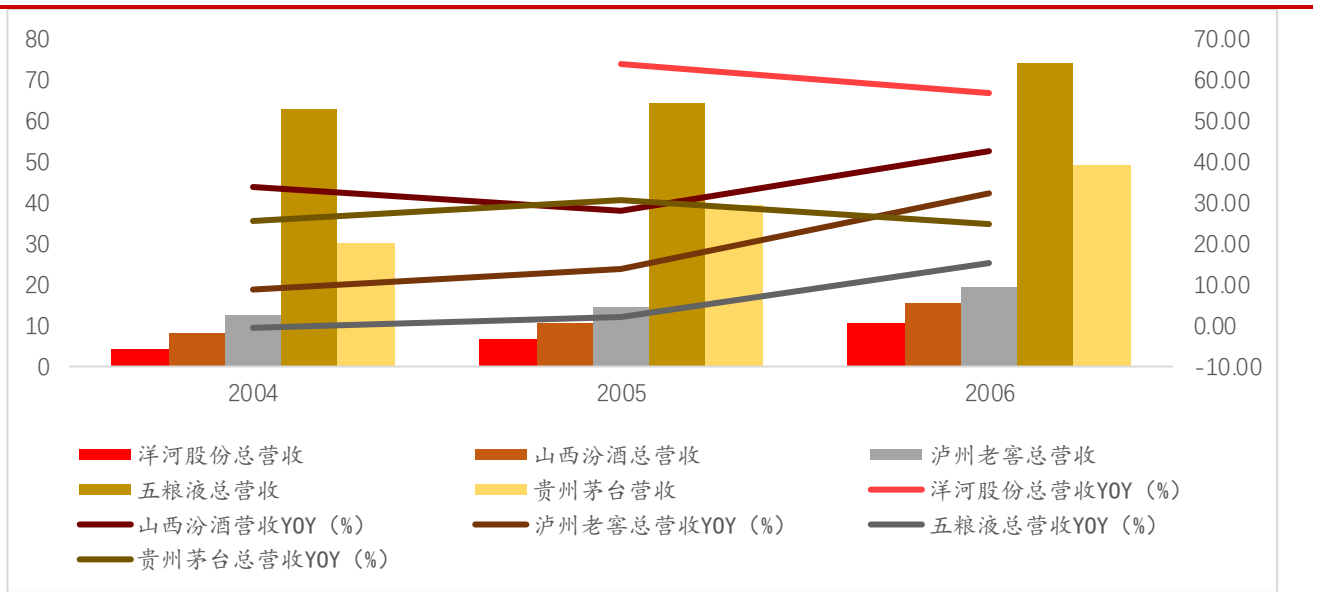
表 3 “1+1” 厂商共建模式与大商模式比较

	“1+1” 厂商共建模式	大商模式
运作机理	厂方通过派驻人员、设立办事处等方式直接或间接进行市场开发、维护等工作，经销商主要起配合作用	厂商将某一区域市场交给经销商去做，只给予一些指导性的原则，大部分工作由经销商负责
厂商分工	厂方负责市场开发、客情维护、品牌建设、消费者教育等事项，经销商负责物流配送和资金周转	经销商投入经费进行市场开拓与运作
经销商数量	多	少，区域内大商通常只有一家
经销商利润来源	出厂价与销售价之间的价差，厂方给予的返点及佣金	出厂价与销售价之间的价差，厂方给予的返点及佣金
经销商利润空间	价差较小，但风险也较小	价差较大，但风险也较大
厂方对终端掌握情况	直接掌握终端	不能直接掌控终端
产品价格模式	控价/半控价	裸价
对厂方的优劣势	可以直接掌握终端、便于管理、防止窜货，但是销售费用投入较高	厂家将销售工作外包给各地有资金实力和丰富社会人脉关系的大户，有利于快速扩张，但是厂家对终端掌控能力差

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

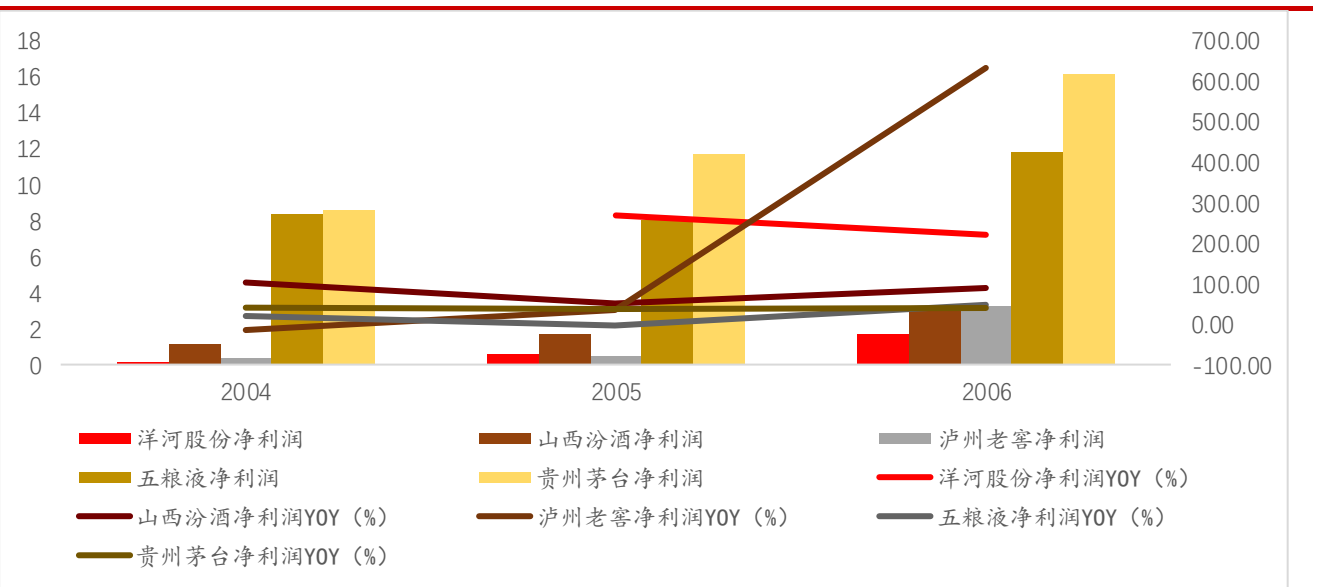
**“黄金十年”前五年总结：**由于 2002 年股改的激励，同时在白酒行业大发展的时代背景下，洋河股份在黄金十年的前五年实现了迅猛增长。根据公司招股说明书披露，2004-2006 年，洋河股份总营收由 4.17 亿元上升至 10.71 亿元，CAGR 达到 60.26%，净利润由 0.15 亿元增长至 1.75 亿元，CAGR 达到 241%。从产品结构上来看，以“洋河蓝色经典”为代表的中高端产品增长迅速，营收占比由 2004 年的不足 50% 提升至 2006 年的 60% 以上，成为营收主力军，也掀开了“蓝色风暴”的序章。与产品结构逐步提升相对应的是利润率的提升，洋河股份销售净利润率由 3.57% 提升至 16.33%。

图 9 2004-2006 年白酒主要上市公司营收（亿元）及营收增速（%）



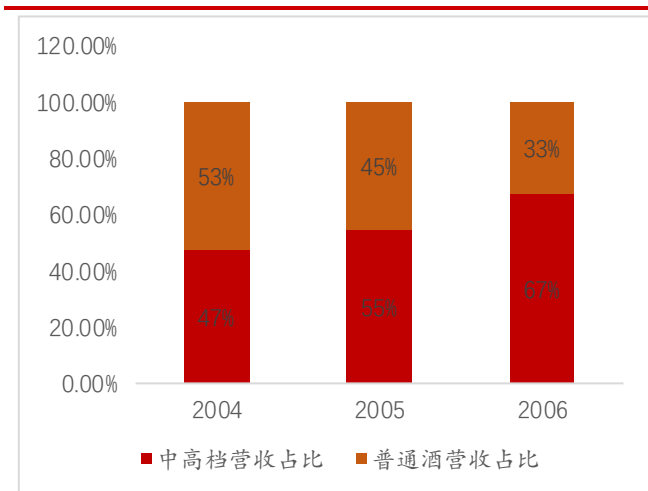
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 2004-2006 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及净利润增速（%）



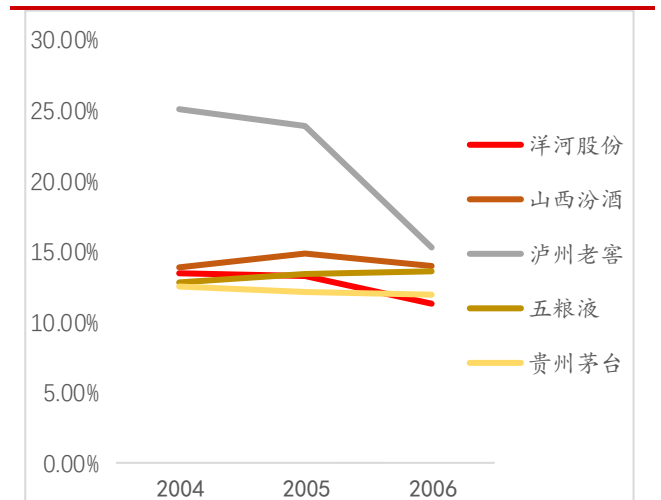
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 2004-2006 年洋河产品结构情况



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 12 2004-2006 年同业销售费率对比情况



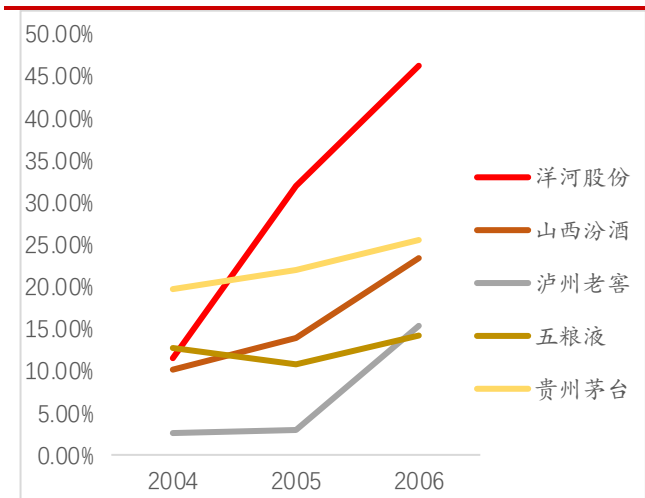
资料来源：Wind，华西证券研究所

值得一提的是洋河独特的销售费用投放制度。酒企销售费用投放制度可以分为三种，以五粮液为代表的“高营收-高毛利率-高费用率”模式、以洋河为代表的“低营收-低毛利率-低费用率”模式和以茅台为代表的“期权”模式。

洋河在对经销商进行返利时，并不直接将返利计入销售费用，而是抵减销售收入，同时增加返利负债（该项体现在报表端为“其他应付款/合同负债——经销商尚未结算的折扣”科目）。这笔负债并不在当期进行偿还，而是在未来的经销商采购过程中进行抵扣。此类结算方式一方面在报表端降低了销售费用率，另一方面增加了经销商对于洋河的依赖度，使其因为折扣结算的问题不会轻易退出经营，洋河也因为未结算折扣的积累为未来企业经营出现风险时继续维系经销商关系提供了后备力量。因此在品牌知名度并不占优且需要大量投放销售资源的情况下，洋河销售费用率并不高。而这一制度安排的优势在 2013-2015 年行业遇冷时期体现得十分明显。

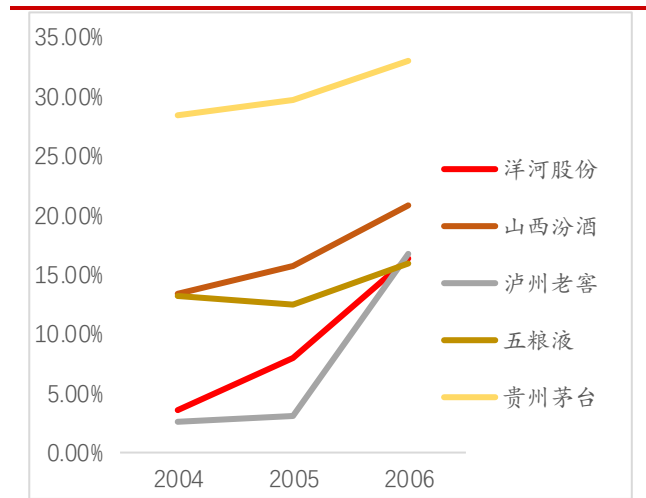
相比之下，五粮液在报表端并未体现返利负债，这从侧面反映五粮液的销售返利政策为多确认收入、当期计提返利费用、不增加返利负债，因此在报表端体现为高收入、高毛利、高费用率。茅台由于其强大的品牌壁垒，在市场销售与返利政策上都十分强势，通常通过给予低价配额的方式变相补贴经销商，这类补贴在报表端也不会体现为费用。因此整体来看，洋河所呈现的销售费用率处于中等水平。三种费用投放模式的区别在后来的发展轨迹中区别更加明显。

图 13 2004-2006 同业 ROE 对比情况



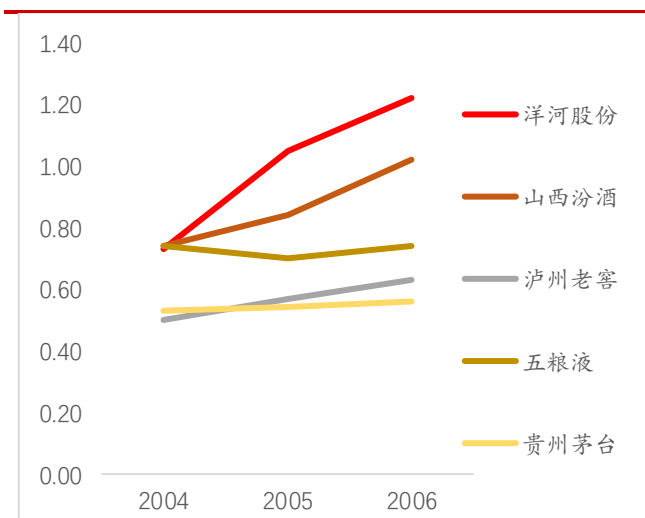
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 2004-2006 年同业净利润率对比情况



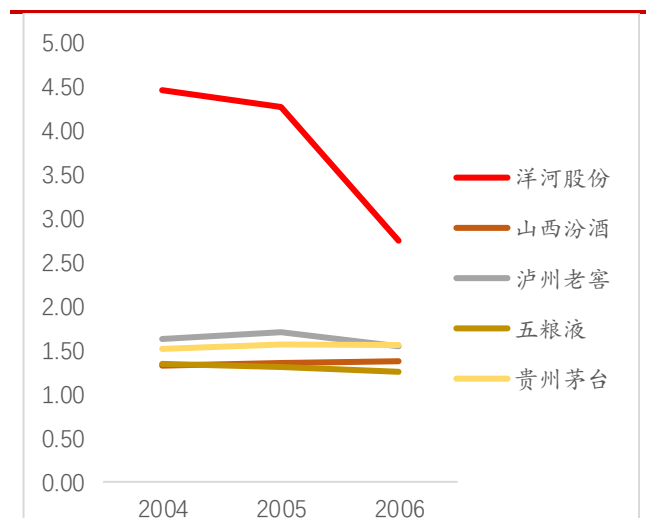
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 2004-2006 年同业资产周转率对比情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 2004-2006 年同业权益乘数对比情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

从 ROE 角度来看, 由于此时洋河尚未上市, 权益规模较低, 因此权益乘数高于同业水平, 同时由于基数小、增长速度迅猛, 资产周转率也高于同业水平, 因此虽然洋河 ROE 较高, 但可比意义不大。

### 1.4.2007-2012: 黄金十年的后五年, 产业整合, 产品升级, 泛全国化

**上市募资, 扩展产能。**由于蓝色经典增速过快, 洋河酒厂陷入了产能瓶颈。2009 年, 洋河股份上市, 募资 8.2 亿元, 投向包括 9000 吨名优基酒酿造技改项目、15000 吨名优酒陈化老熟等项目, 缓解了产能与需求紧张的矛盾。洋河产能扩张速

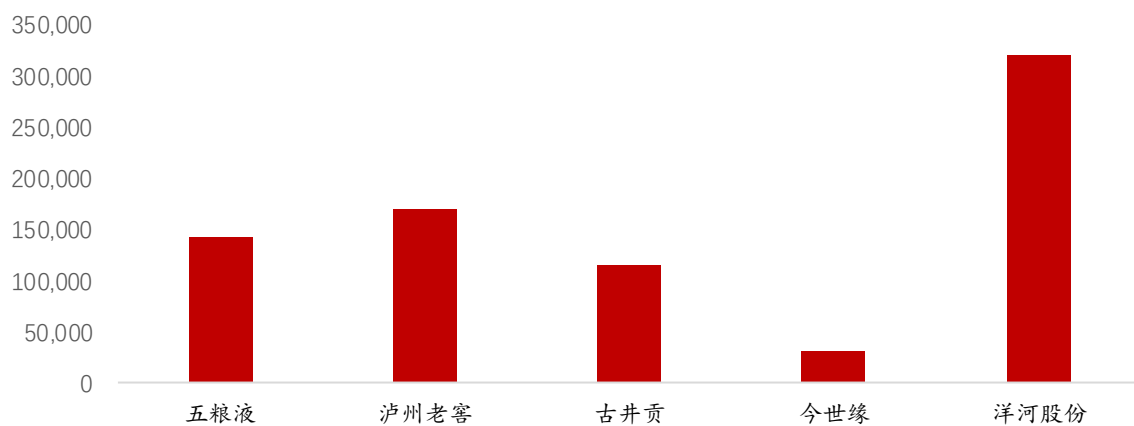
度在业内是首屈一指的。在 IPO 募资之后，洋河又多次新建产能。目前洋河拥有商品酒口径产能 32 万吨（原酒口径产能约 16 万吨），在浓香型白酒中名列第一。

表 4 黄金十年间，洋河不断扩张产能为未来蓄力

	新建、改造及收购产能项目	产能口径	产生效益（估算）
上市前		中高端白酒 2.6 万吨，普通白酒 6.1 万吨	
2010 年	名优酒酿造技改项目	名优基酒增加 0.9 万吨，普通基酒减少 0.9 万吨	每年新增营业收入 3.06 亿元，新增净利润 7939.06 万元。
2010 年	名优酒陈化老熟和包装技改项目	中高档白酒增加 1.5 万吨，普通白酒减少 1.5 万吨	每年新增营业收入 15.75 亿元，新增净利润 1.23 亿元。
2010 年	名优酒酿造技改项目二期	增加名优基酒 2 万吨	项目全部达产后每年新增净利润 2.87 亿元。
2011 年	3 万吨名优酒酿造技改工程	增加名优基酒 3 万吨	每年新增营业收入 12 亿元，新增净利润 4.12 亿元。
2011 年	名优酒酿造技改项目三期	增加名优基酒 2.65 万吨	每年实现销售新增收入 10.6 亿元，新增净利润 3.26 亿元。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 浓香型白酒企业设计产能情况（2021 年，单位：吨）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**产业整合，收购双沟。**2010 年，洋河出资 5.36 亿元收购双沟酒业 40.6% 的股权，后于 2011 年全资收购，双沟成为洋河旗下全资子公司，洋河也因此成为业内唯一有两个名酒品牌的企业，旗下拥有洋河、双沟、蓝色经典、珍宝坊、梦之蓝、苏酒等共六个驰名商标。在产品结构设计上，洋河与双沟是互补关系。双沟珍宝坊旗下三款核

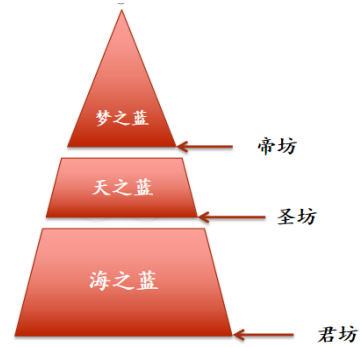
心产品“君坊”、“圣坊”、“帝坊”价格处于海之蓝、天之蓝、梦之蓝定价的空白地段，进一步充实了产品矩阵。

图 18 洋河、双沟联合营销



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 19 双沟处在空白价格带



资料来源：公开资料，华西证券研究所

以华东市场起步，开启泛全国化。在 2004 年攻克江苏沿江八市市场、2005 年攻克南京市场后，洋河于 2006 年开始尝试全国化。洋河的全国化尝试从其大本营所在的华东板块开始，首先选择与其距离较近、白酒消费文化相近、白酒消费量大同时缺乏本土名酒的豫东地区进行样板市场尝试。在豫东市场取得成功，洋河在周围的鲁、皖、浙、沪等省市开始逐步效仿河南市场的经验，建立了华东样板市场。随着 2008 年四万亿投资带来的基建热，洋河将渠道拓展到全国。截止 2011 年，洋河亿元省级市场达到 22 个，泛全国化已基本完成。

图 20 以华东市场为突破口的泛全国化进程

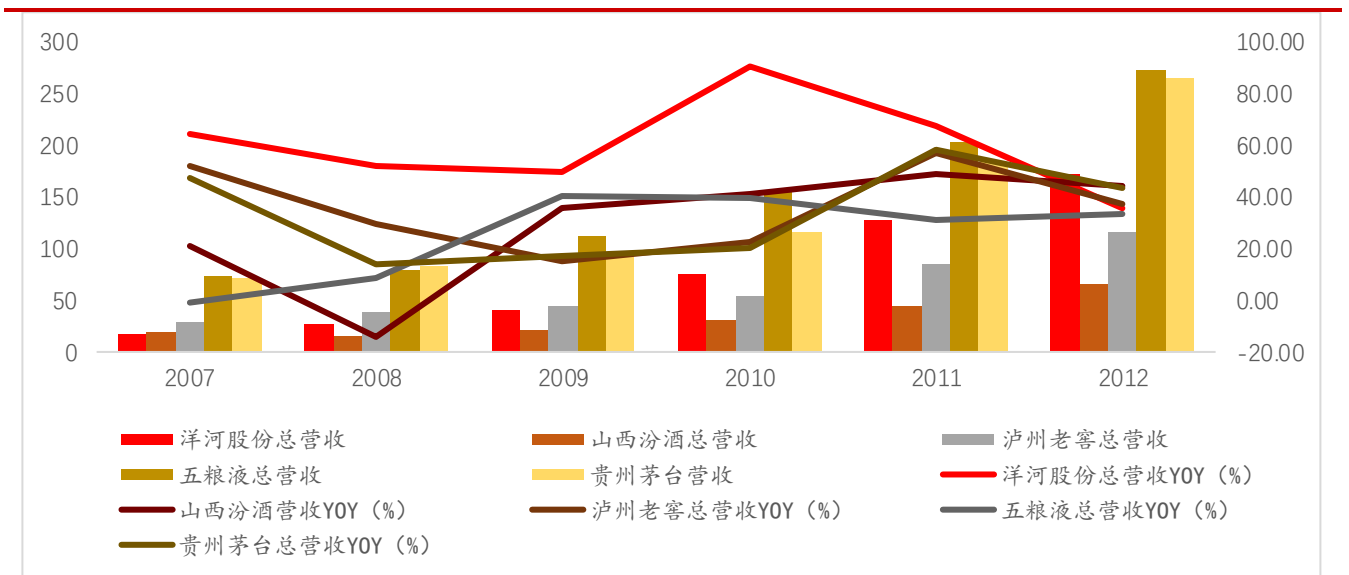


资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

**“黄金十年”后五年总结：**虽然受到了 2008 年金融危机的影响，但是白酒行业在 2007-2012 年期间依然保持了较快的发展速度。根据公司招股说明书与年报披露，2007-2012 年，洋河股份总营收由 17.62 亿元上升至 172.70 亿元，CAGR 达到 57.85%，净利润由 3.75 亿元上升至 61.52 亿元，CAGR 为 74.98%，在“茅五泸汾洋”五家主流白酒企业中名列前茅。从产品结构上来看，以“洋河蓝色经典”为代表的中高端产品占比一路走高，从 2007 年的 75%左右上升至 2012 年的超过 90%。与产品结构对应的是其公司整体利润率的提升，洋河股份销售毛利率由 2007 年的 48.48%提升至 2012 年的 63.56%，净利润率由 2007 年的 21.27%增长到 2012 年的 35.62%。

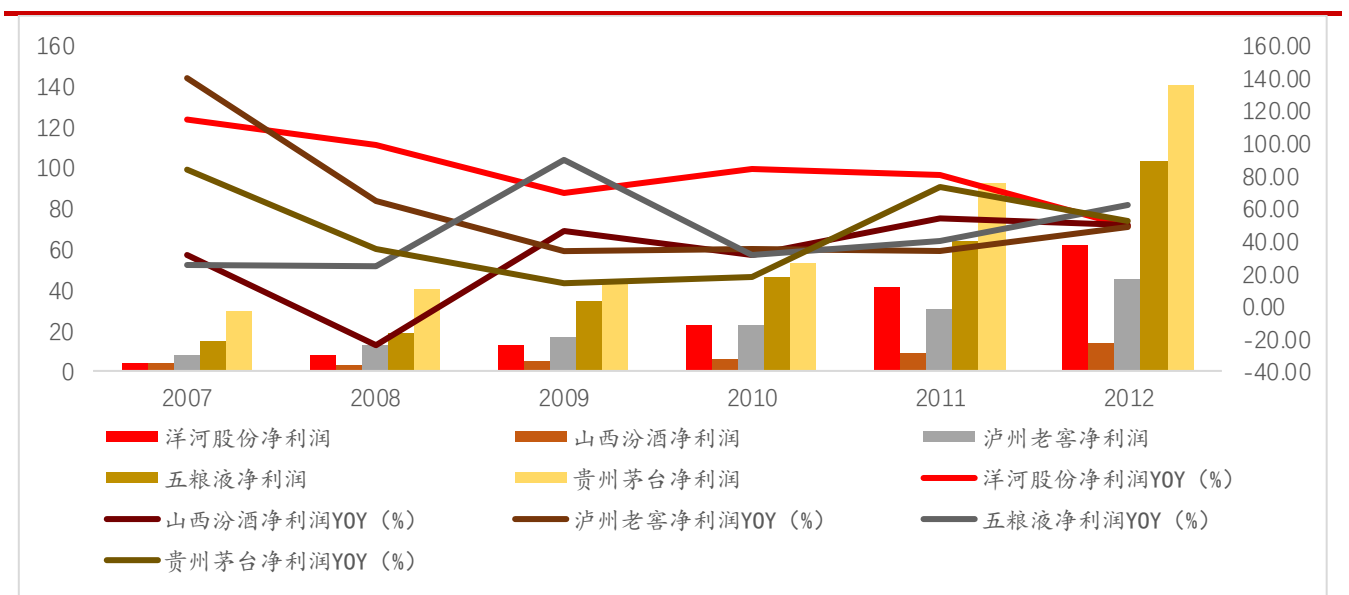
从销售费用率上来看，由于行业周期的景气、洋河自身的迅猛发展带来的高收入基数以及其返利负债留存抵扣制度，洋河并不需要投入大量费用维系经销商，因此销售费用率处于较低水平。从 ROE 角度来看，由于洋河 2009 年上市融资，因此大幅摊薄了 ROE。这一点在权益乘数上得到了体现，2009 年后洋河权益乘数与同业公司基本处于同一水平。另外由于洋河体量相对较小，资产周转率相对同业较高，同时洋河维持着行业中等净利润率水平。因此整体而言，洋河保持着行业中较高的 ROE 水平，但也随着其快速增长期的结束渐渐向同行业趋近。

图 21 2007-2012 年白酒主要上市公司营收（亿元）及营收增速（%）



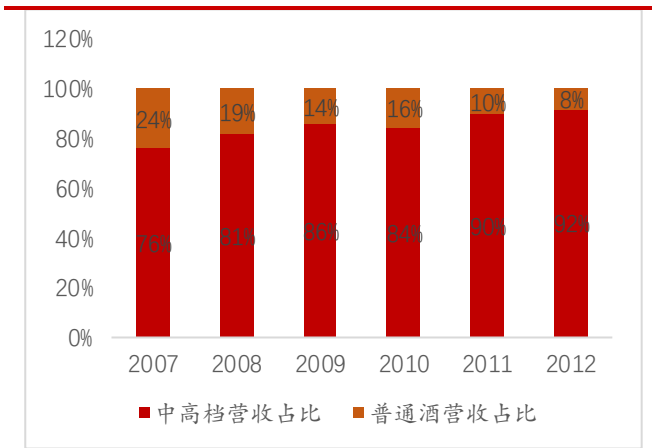
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 2007-2012 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及净利润增速



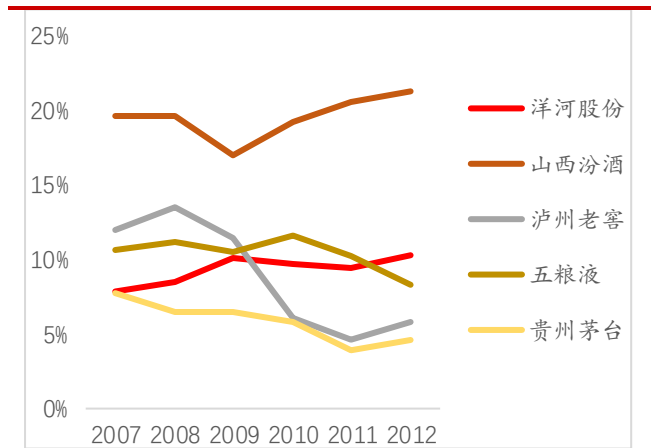
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 2007-2012 年洋河产品结构情况



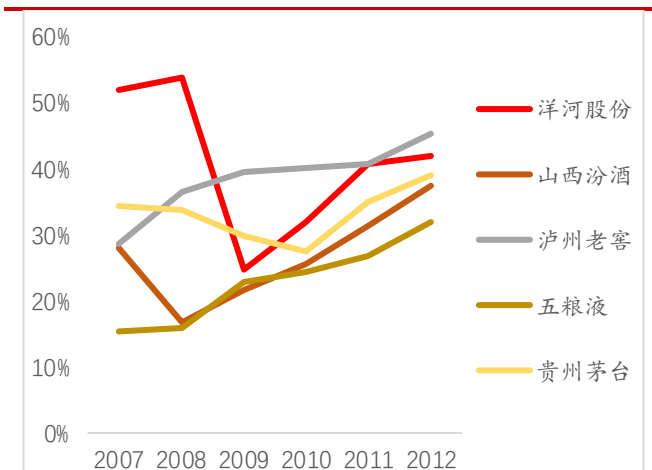
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华西证券研究所

图 24 2007-2012 年同业销售费率对比



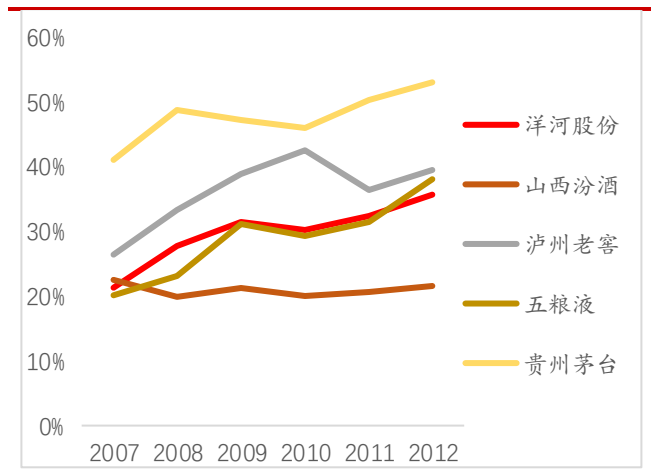
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 25 2007-2012 年同业 ROE 对比



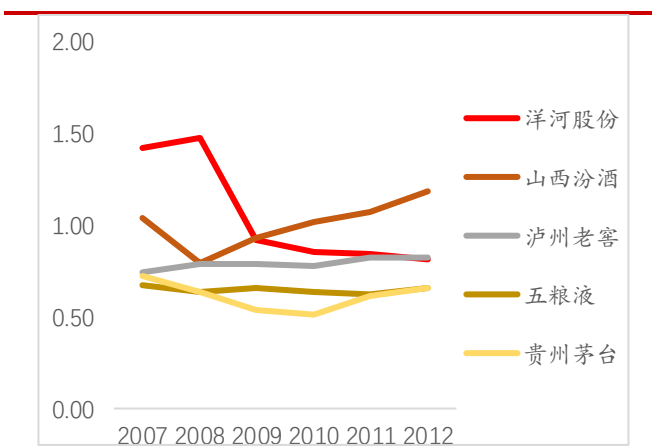
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 26 2007-2012 年同业净利润率对比



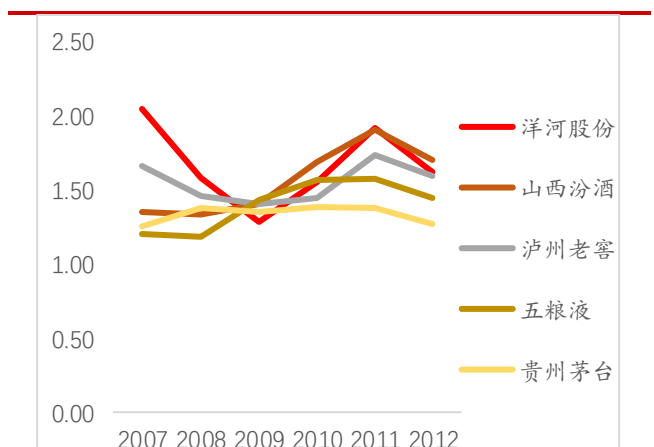
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 2007-2012 年同业资产周转率对比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 2007-2012 年同业权益乘数对比



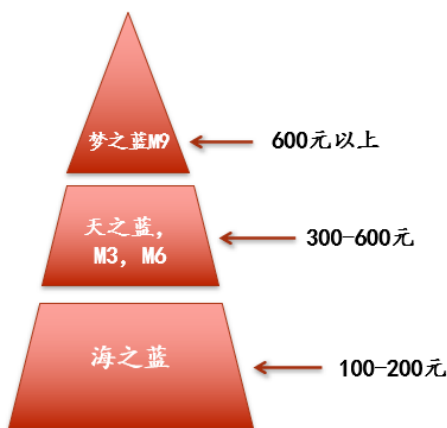
资料来源：Wind，华西证券研究所

### 1.5.2013-2015: 行业遇冷, 率先走出低谷

“限制三公消费”、“塑化剂”事件打击行业，洋河受影响相对较小。受“八项规定”影响，白酒行业整体进入调整阶段。茅台价格作为衡量行业景气最重要的指标之一，从1800元下降至800元左右。受此影响，洋河在中高端白酒销售方面遇到了阻碍。从反映公司销售产品档次的吨价指标可以看出，公司销售产品吨价在2013-2014年均经历了不同程度的下滑。另一方面，洋河在行业高端酒品牌受到沉重打击的时候通过产品结构多样化布局展现了强大的韧性，通过在中低端产品的布局缓解行业周期带来的压力，率先走出了低谷。

**实施“新江苏市场”战略，进一步全国化。**在实现泛全国化的基础上，洋河意图以海之蓝等中低端产品为抓手，深度全国化。2012年，洋河提出“新江苏市场”战略，以省内优秀案例为样板，采用厂商“1+1”的模式将省外市场做实做细，渠道下沉深挖百元价格带市场。2013年，洋河将省外收入超过800万的县区和超过1500万的地市确定为“新江苏市场”，重点投入资源。截止2015年，“新江苏市场”达到297个，省外销售额达到62亿元，恢复到了“八项规定”、“塑化剂”事件等负面事件之前的水平。

图 29 洋河蓝色经典产品结构与价格定位



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图 30 洋河烟酒店终端



资料来源：公开资料，华西证券研究所

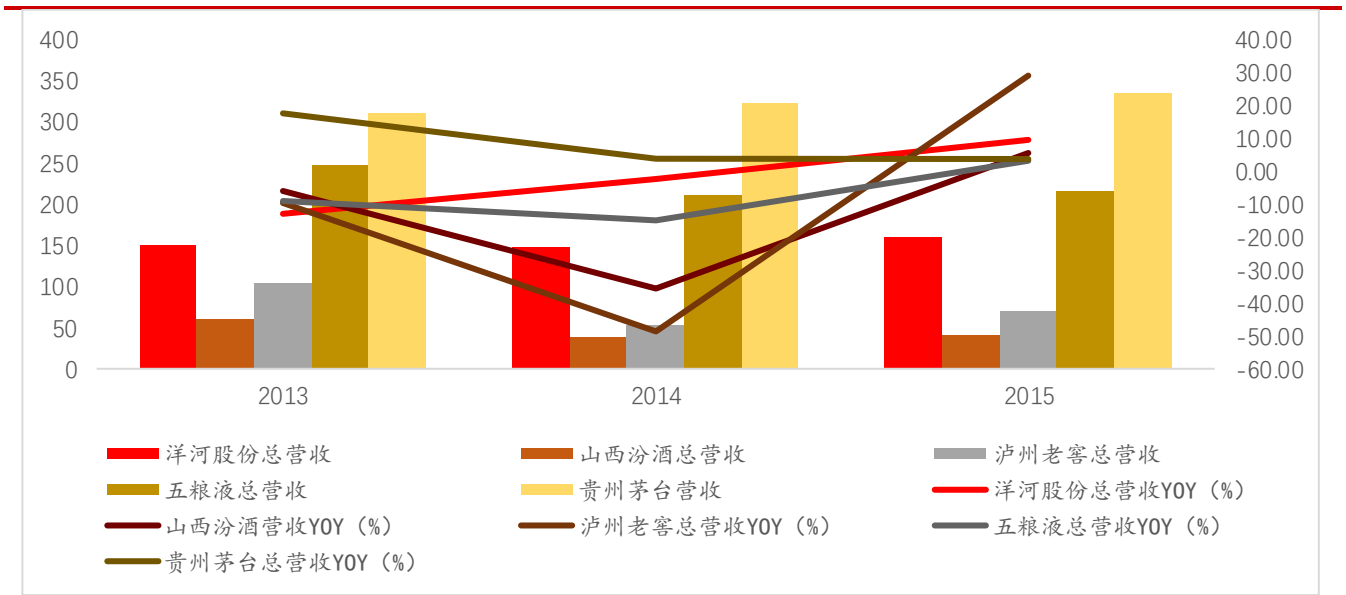
**行业低潮期总结：**洋河是2013-2015年的行业低潮期中主流白酒上市公司中抗打击能力最强的。这主要得益于洋河全面的产品布局。在高端白酒遭遇政策打击的时候，以海之蓝为代表的中低端产品逆势上扬，为洋河稳定营收做出了重要贡献。从营收角度看，洋河2013-2015年营收CAGR为3.36%；从利润角度看，洋河2013-2015年净利润CAGR为3.57%，两项指标都显著高于同行。从产品结构上看，洋河销售白酒产品。从净利润率上看，除了拥有强大壁垒的茅台之外，洋河股份在行业头部白酒企业中最稳定，始终保持在30%以上的水平。

除了丰富的产品结构外，洋河的返利负债抵扣也为其挺过难关做出了贡献。截止到2012年，未结算的经销商折扣达到了25.38亿元，而在2013-2015年，这一科目分别为24.28亿、20.57亿和20.75亿，在营收持平的情况下不升反降，表明以往积累的折扣在行业遇冷时期被提供给经销商进行支持。在销售费用端，由于洋河积极践

行渠道下沉、产品下沉以及省外市场开拓，职工薪酬由 2013 年的 1.6 亿元增长至 2015 年的 3.8 亿元，差旅费由 2013 年的 1.25 亿元增长至 2015 年的 2.72 亿元。在行业整体销售费用下滑的情况下，洋河销售费用率逆势微增，为渠道下沉的扎实推广以及省外市场的扩张提供了支持。

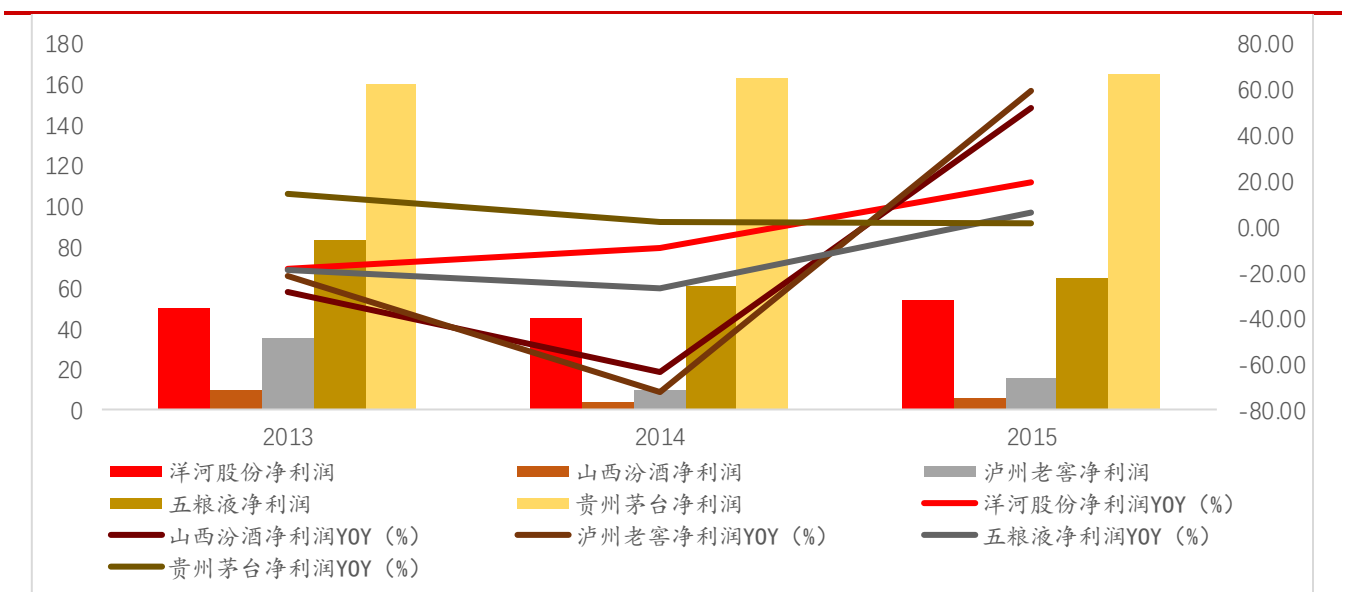
从 ROE 角度来看，在行业整体遭受 ROE 下滑的背景下，洋河保持了较高且稳定的 ROE 水平。这主要得益于其较高的销售净利润率水平。随着体量的日益庞大，洋河在资产周转率与权益乘数上的表现日益与同行业其他公司接近。

图 31 2013-2015 年白酒主要上市公司营收（亿元）及增速情况（%）



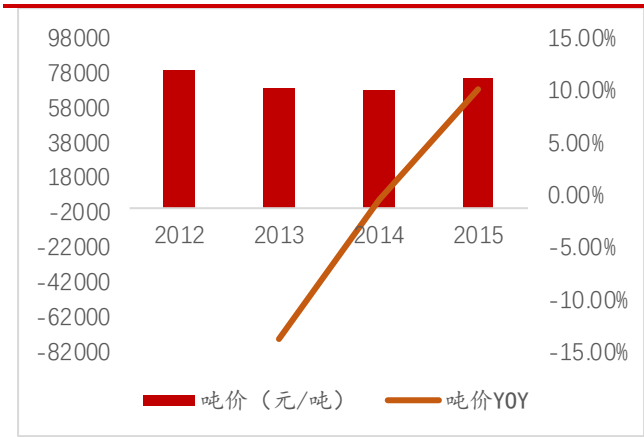
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 32 2013-2015 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及净利润增速（%）



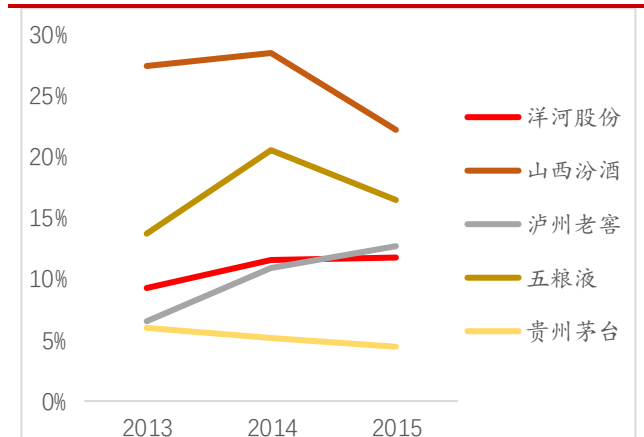
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 33 2013-2015 年洋河产品吨价及其同比变动情况



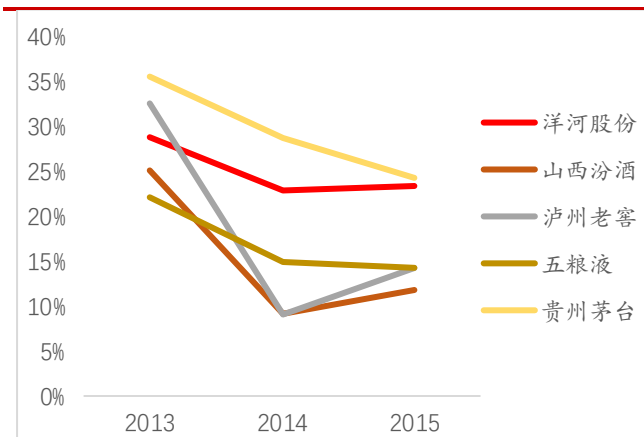
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 2013-2015 年同业销售费率对比



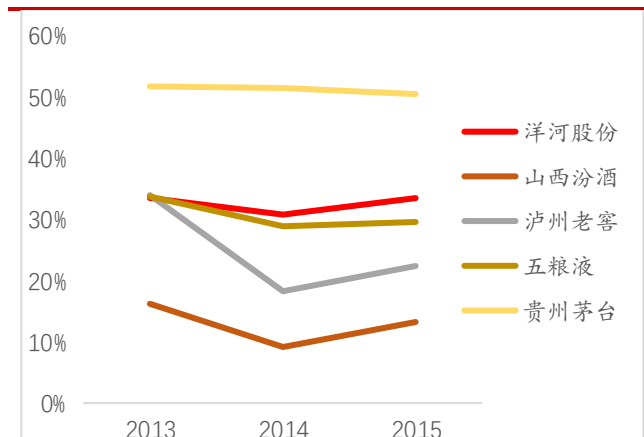
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 35 2013-2015 年同业 ROE 对比



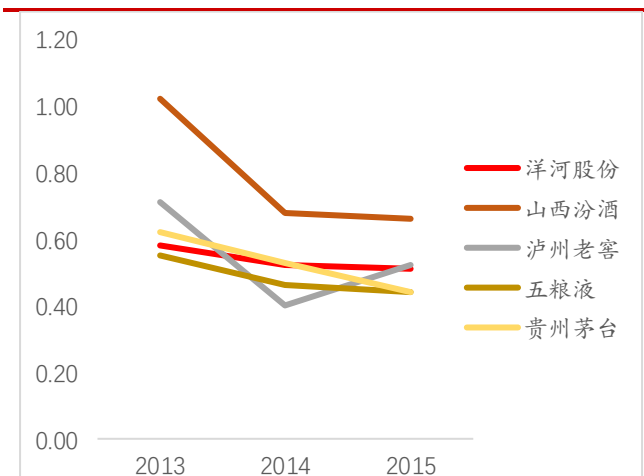
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 36 2013-2015 年同业净利润率对比



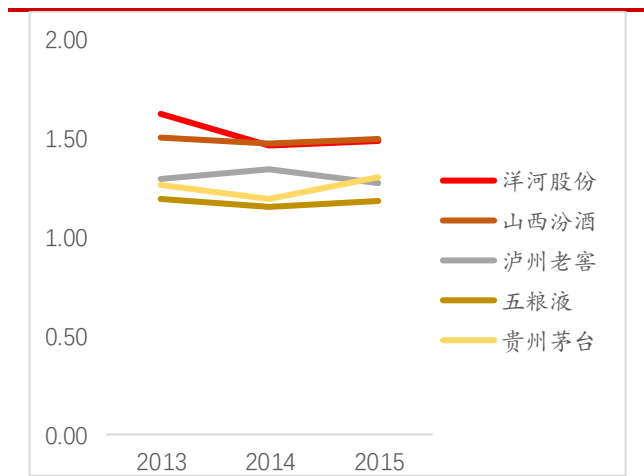
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 37 2013-2015 年同业资产周转率对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 38 2013-2015 年同业权益乘数对比

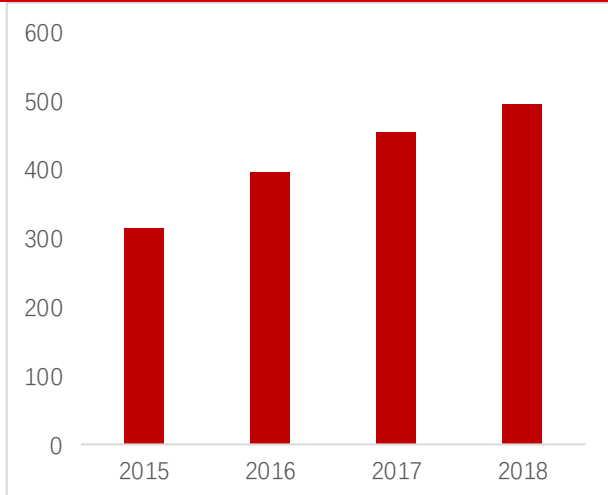


资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 1.6.2016-2018：省外市场突破，隐忧初现

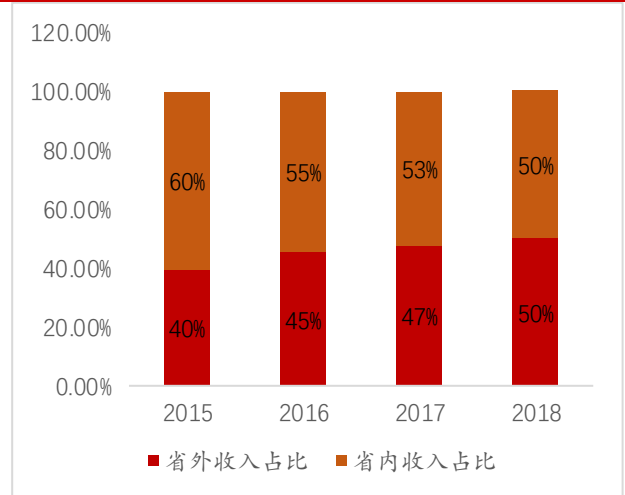
省外市场发力，公司再次步入快车道。随着“新江苏市场”战略的成功实施，洋河在省外的销售额占比持续提升，与省内销售额平分秋色。截止到 2018 年，洋河全国范围内经销商数量近 10000 家，其中省外占比 70%。从公司整体营收情况与利润情况来看，随着行业的复苏，公司 2015 年-2018 年保持了双位数的增长。

图 39 2015-2018 年洋河“新江苏市场”数量



资料来源：公司业绩交流会，华西证券研究所

图 40 2015-2018 年洋河省内外营收占比



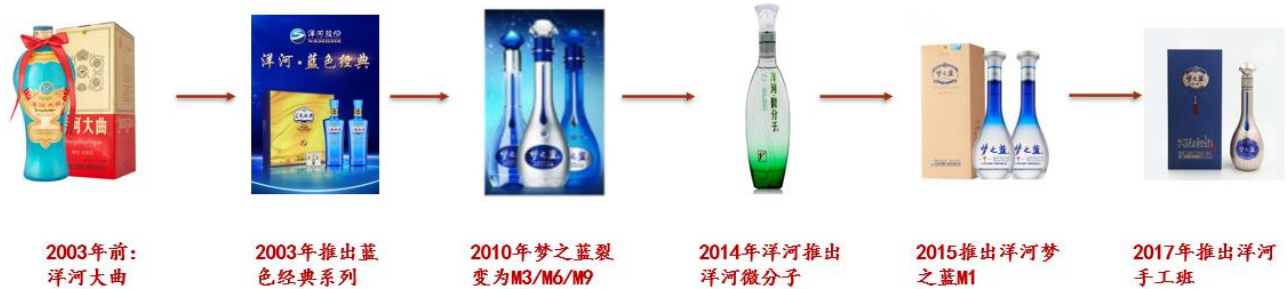
资料来源：公司公告，华西证券研究所

值得注意的是，虽然洋河在这一时期实现了较为高速的增长，但一些隐忧开始逐渐浮出水面。具体来说包括以下几个方面：

### (a) 新品反响平平，产品结构老化

洋河在 2003 年推出蓝色经典系列、2010 年梦之蓝裂变成 M3/M6/M9 后，后续试图推出的新品并未在市场引起巨大反响。2014 年，洋河推出主打健康饮酒的“微分子系列”，2015 年洋河推出梦之蓝 M1，2017 年洋河推出梦之蓝·手工班。除了手工班在千元以上高端价格带有一定占位意义外，微分子与梦之蓝 M1 均未复刻蓝色经典系列的成功。

图 41 洋河产品结构变迁



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

**(b) 渠道利润薄，库存高企，厂商关系冷淡**

由于产品结构老化，价格体系透明，洋河经销各环节渠道利润偏低，尤其是低于同省竞争对手今世缘。另外由于洋河强势的渠道销售体系以及折扣结算形成的粘性，厂方在同经销商的谈判中处于绝对优势地位。因此在以销售目标为导向的考核机制下，经销商通常会积压大量的库存，压货、窜货现象十分严重。这也导致了厂商关系陷入冰点。

**(c) 省内市场竞争激烈，今世缘抢占市场**

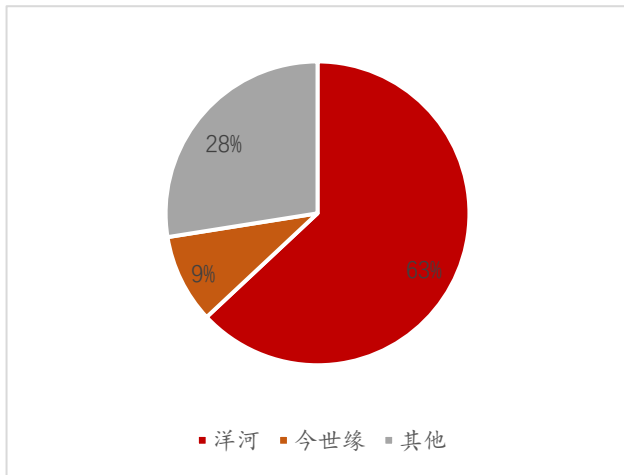
江苏作为经济大省，同时也是白酒消费大省，历来为众多白酒企业所重视。在洋河主打的 100-300 元、300-600 元价格带，外来品牌和本土品牌竞争激烈。省内品牌有今世缘挑战其地位，省外品牌则有剑南春、水井坊为首的川酒和古井贡、口子窖为首的皖酒的竞争。其中尤以今世缘表现最为突出，从 2012 年市占率不足 10% 增长到 2019 年市占率接近 13%。

表 5 2016-2018 年江苏省白酒各价格带主力品牌一览

价格带	主力产品
600 元以上	茅台、五粮液、梦之蓝 M6/M9
300-600 元	天之蓝、梦之蓝 M3、剑南春、红花郎、水井坊、沱牌、国缘
100-300 元	海之蓝、今世缘典藏、古井贡、口子窖、迎驾贡酒
100 元以下	双沟、汤沟、今世缘（高沟）、洋河大曲

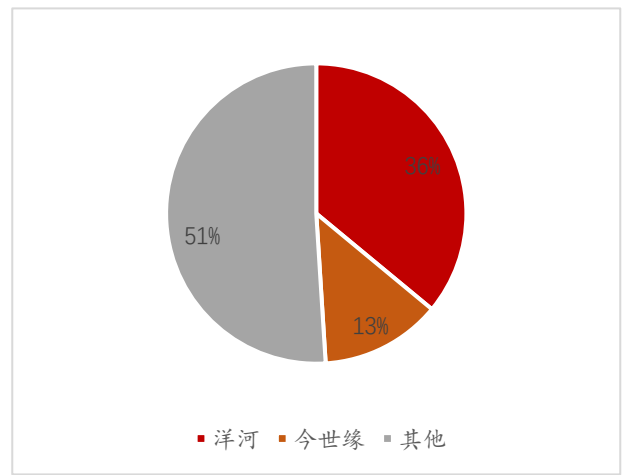
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 42 2012 年江苏白酒品牌市占率



资料来源：今世缘招股说明书，华西证券研究所估算

图 43 2019 年江苏白酒品牌市占率

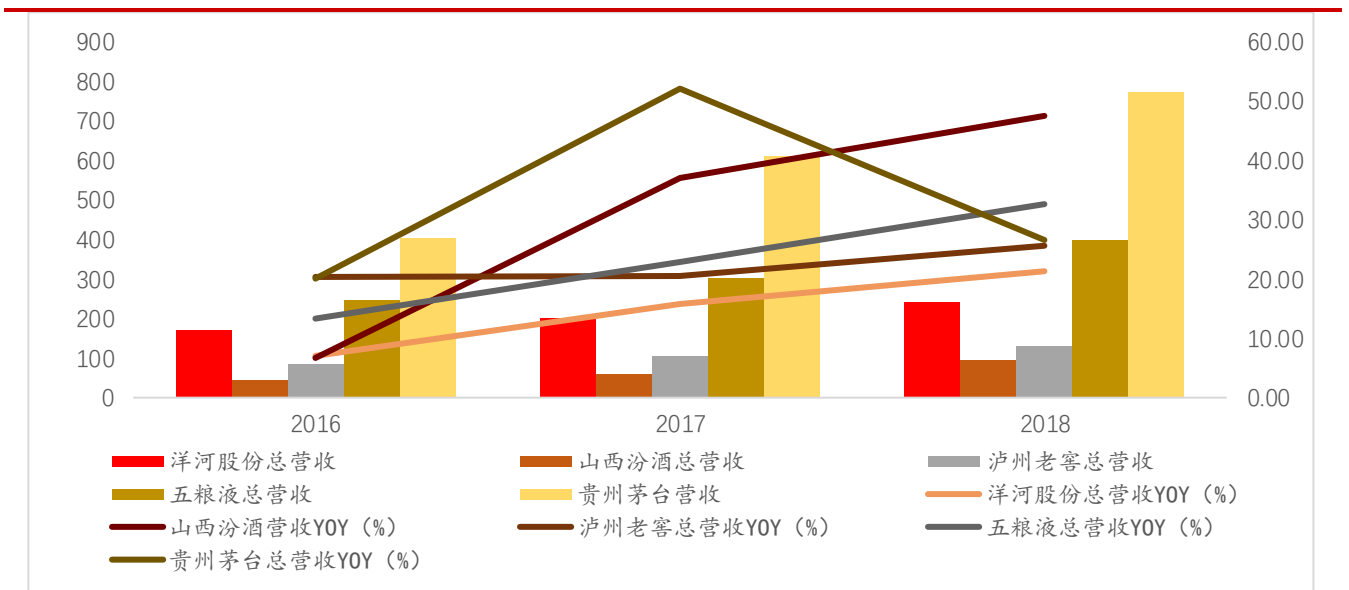


资料来源：华经情报网，华西证券研究所

**行业复苏期总结：**整体而言，洋河在这一时期的发展可以概括为“稳中有进，稳字当头”。随着 2015 年以后白酒行业的复苏，洋河再次迈入了营收、利润双位数增长的时期。2016-2018 年，洋河营收 CAGR 达到 18.58%，净利润 CAGR 达到 18.23%，相比同业而言，这一增速是偏低的。从产品结构上看，中高端产品实现了恢复性增长。2016 年至 2018 年，洋河销售平均吨价由 84497 元/吨上涨至 110148 元/吨，CAGR 达到 14%。从销售费用率角度考察，洋河 2016-2018 年销售费用率仍然保持了稳定，处在行业中游水平。从净利润率上看，洋河净利润率保持稳定，相较同行业净利润率略有增长的态势显露出了疲态，这也在另一个层面验证了产品结构老化、价格体系透明的问题。

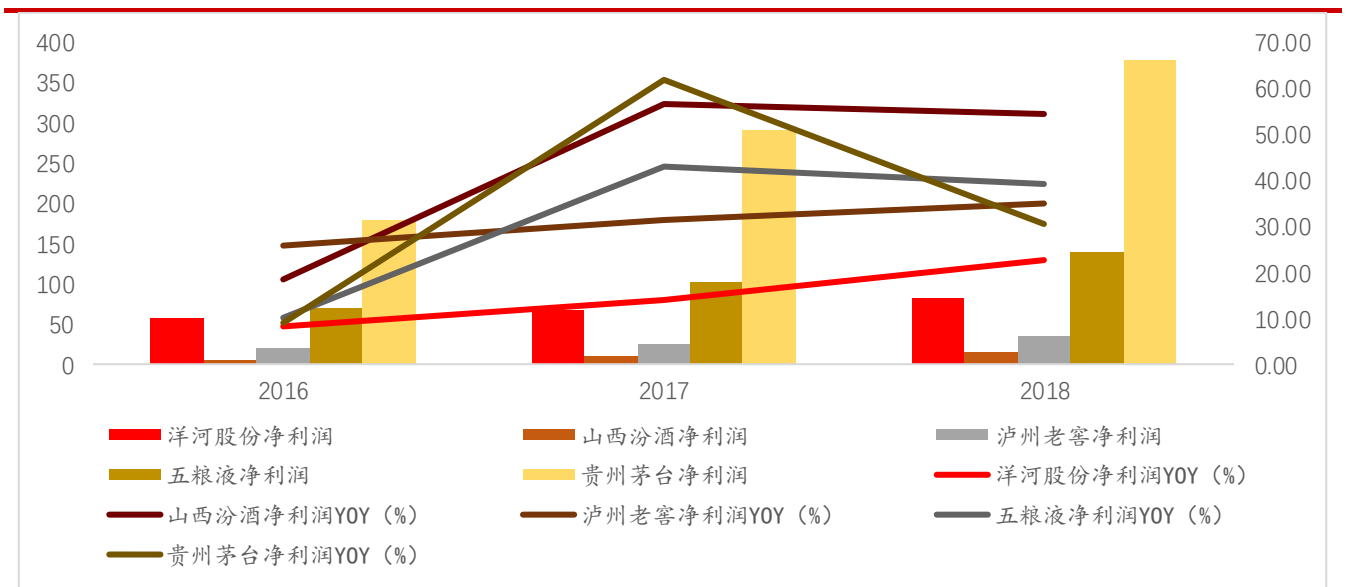
从 ROE 的角度看，同一时期白酒主要上市公司 ROE 普遍提升了 5-10pct，洋河 ROE 并未出现显著提升，这主要是由于净利润率未能随行业同步提升所致。虽然行业复苏为洋河带来了绝对增长，但在白酒企业的赛跑中，洋河脚步有所放缓。

图 44 2016-2018 年白酒主要上市公司营收（亿元）及营收增速（%）



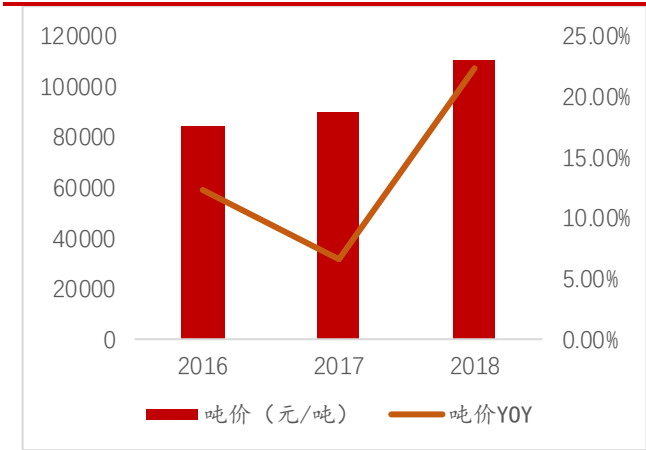
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 45 2016-2018 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及净利润增速（%）



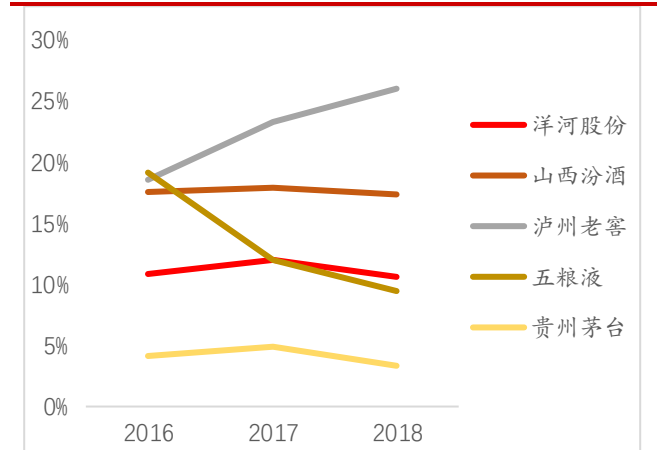
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 46 2016-2018 年洋河吨价及其同比变动情况



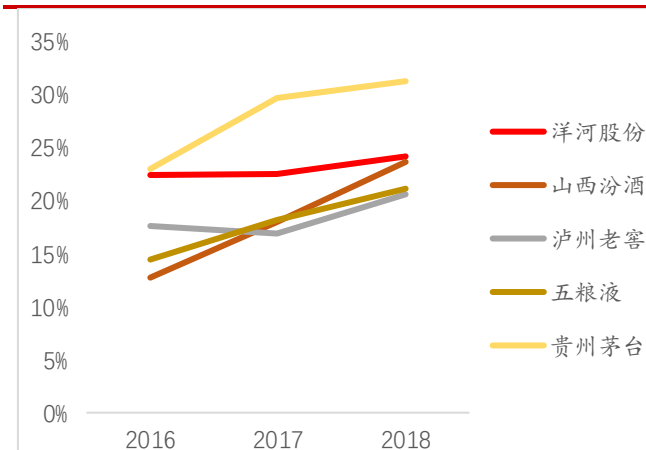
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 47 2016-2018 年同业销售费率对比



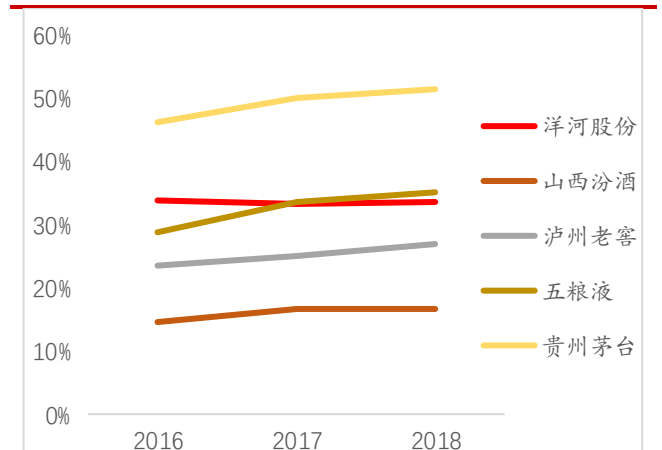
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 48 2016-2018 年同业 ROE 对比



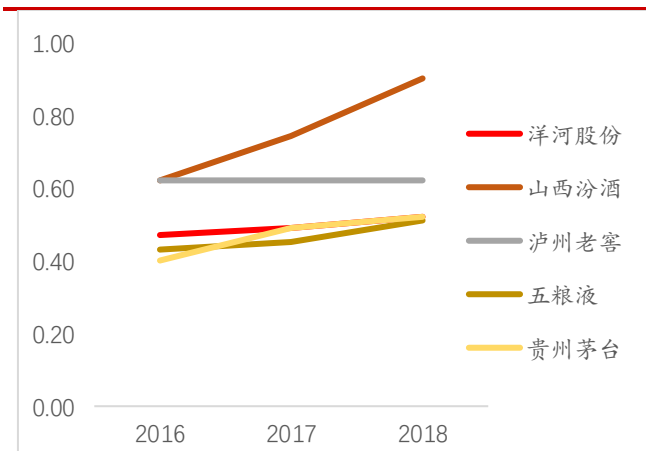
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 49 2016-2018 年同业净利率对比



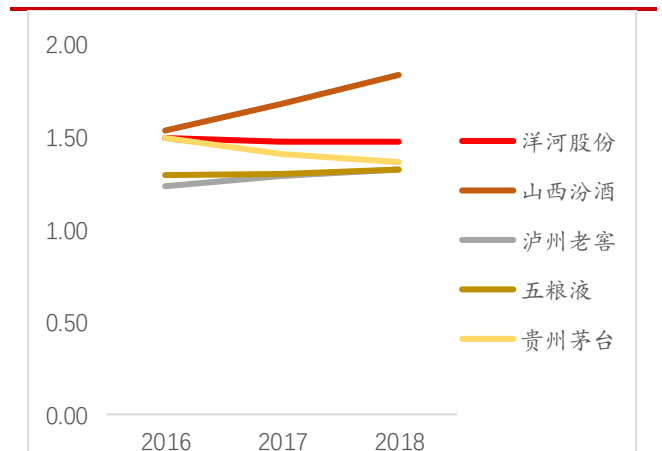
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 50 2016-2018 年同业资产周转率对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 51 2016-2018 年同业权益乘数对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 1.7.2019-2021：主动调整，二次创业

公司看到了上述发展的隐忧，并主动采取措施进行了调整，可参考表 6。

表 6 洋河 2019 年起改革措施梳理

方面	措施
产品体系	公司于 2019 年和 2020 年分别推出梦之蓝 M6+和梦之蓝 M3 水晶版。梦之蓝 M6+零售定价处在 700-900 元价格带，立足次高端；M3 水晶版零售定价 500-600 元价格带，主攻喜宴、家宴市场，则采用跟随战略，目前仍在培育中；
经销体系	推行“一商为主、多商为辅”的经销体系，消化库存，厘清渠道。洋河主动精简经销商数量，从 2019 年的 10148 家精简至 2021 年的 8142 家，着重培育大商，小商服务于大商，突出营销重点，降低内耗；
品牌构建	独立运作双沟，打造第二增长极。原双沟事业部现独立出来成为双沟销售分公司。原洋河股份销售公司副总经理张学谦负责双沟酒的销售工作。双沟先后推出了苏酒头排酒、第三代绿苏、“金奖双沟大曲”等新品；
治理结构	人事层面，2021 年 2 月，张联东接替王耀，担任洋河股份董事长。同年，公司发起员工持股计划，拟利用此前回购股份设立员工持股计划，购买价格为 103.73 元/股，计划规模不超过 966.13 万股，业绩考核目标为 21/22 年营收同比增速均不低于 15%。此次股权激励计划除高管外，其他核心骨干占整体股权激励计划比例超过 90%。

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

前文所提到的三个问题在这一时期也得到了较好的处理，取得良好的成效：

### (a) 用产品体系升级解决产品结构老化

与推出微分子、梦之蓝 M1 时白酒行业遇冷的大环境不同，在次高端扩容的背景下，洋河在原有优势单品的基础上进行升级，分别用梦之蓝 M6+和梦之蓝 M3 水晶版站位 700 元/500 元价位，取得了和上次推出新品时截然不同的效果，其中梦之蓝 M6+市场反响尤为热烈，梦之蓝 M3 也正在培育中。除此之外，洋河还先后推出了升级版天之蓝、升级版海之蓝，双沟、贵酒等产品也为洋河提供新的增长点。

图 52 洋河着力打造洋河为主体、双沟与贵酒为两翼的产品体系



资料来源：公开资料，华西证券研究所

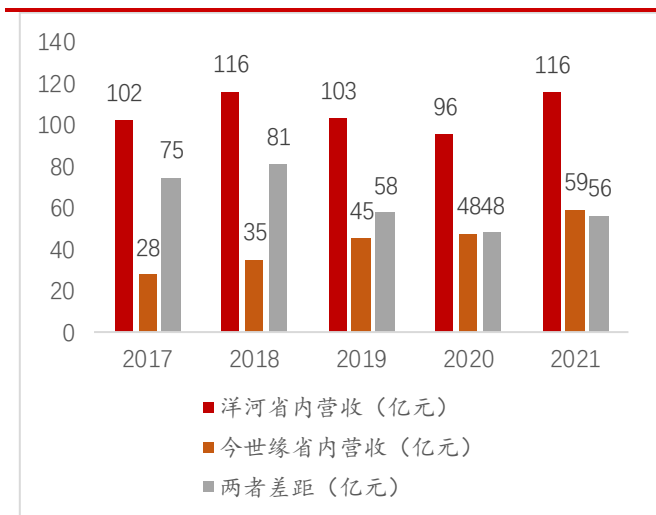
### (b) 渠道体系改革解决厂商关系冷淡

伴随着产品升级带来的渠道利润空间恢复以及洋河自身对于渠道运作体系和渠道考核机制的改革，经销商运营压力显著减轻。从库存和渠道利润两方面考察来看，库存压力明显减轻，回归历史常规水平；渠道利润也有所回补，部分产品渠道利润对标竞品，渠道推力明显增强，形成营销正循环。洋河的厂商关系显著回暖。

### (c) 把握自身节奏稳住苏酒龙头地位

今世缘作为苏酒中仅次于洋河的企业，曾经一度威胁其苏酒龙头的地位。然而近两年其追赶洋河的势头明显放缓，同时提出了和洋河错位竞争的策略，其在省外收购山东景芝酒的计划也未能顺利实现。究其原因，主要是在早期没有类似洋河的大力扶持市场的力度，导致市场消费基础相对欠缺。相较之下，洋河把握自身经营节奏，积极推动改革，仅仅两年时间就取得了显著成果。由于双方在体量、市场基础等方面存在较大差距，因此在洋河通过产品升级和渠道改革稳住局势之后，今世缘在省内超越洋河的难度明显增大。

图 53 2019-2021 年洋河、今世缘省内销售对比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 54 江苏各地市消费主流白酒品牌



资料来源：华经情报网，华西证券研究所

表 7 洋河改革前后情况对比

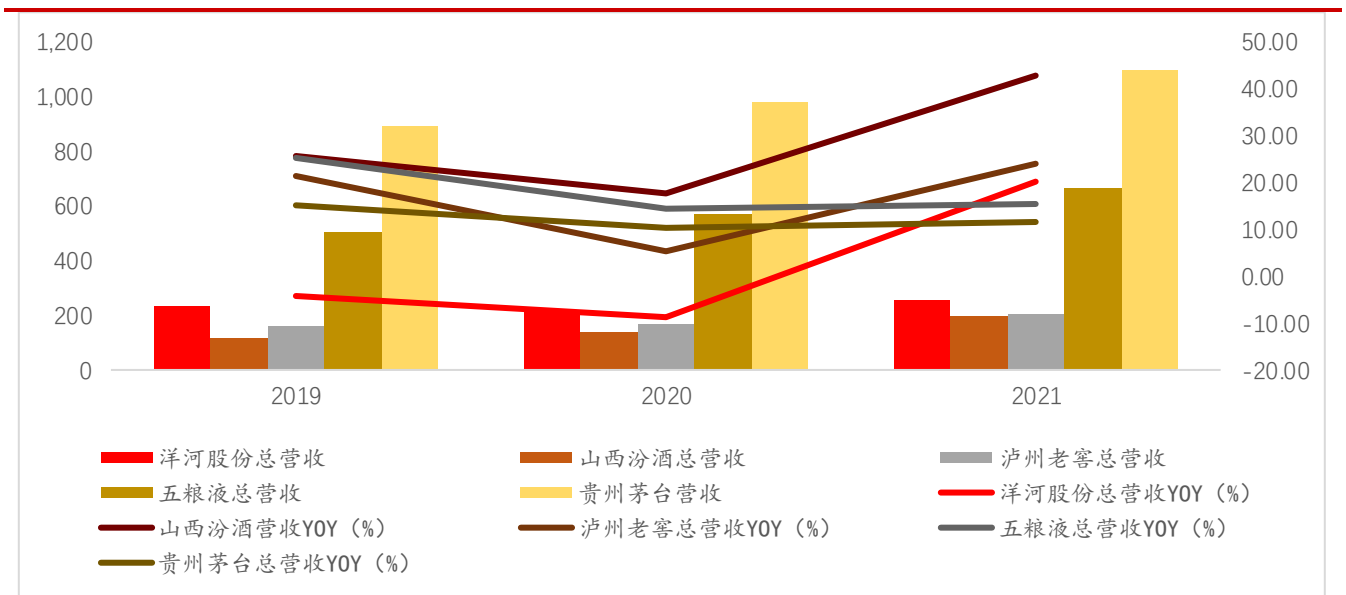
问题	改革前	改革后
产品体系老化	2010 年梦之蓝裂变后，微分子、梦之蓝 M1、手工班等均未构成气候，营收支柱仍是老版海天梦	推出梦之蓝 M6+、梦之蓝 M3 水晶版、升级版天之蓝、2022 版海之蓝，产品体系全面升级
渠道关系冷淡	渠道利润相比今世缘更薄，渠道库存压力大	渠道利润有所回补，M6+渠道利润率高于竞品，渠道库存回归历史正常状态
苏酒龙头不保	今世缘抢占省内市场份额，两者市占率差距不断缩小	调整节奏，凭借深厚的市场基础稳住苏酒龙头的地位

资料来源：华西证券研究所整理

**主动调整期总结：**经过 2019 年的调整以及 2020 年疫情的不利影响后，洋河 2021 年交出了一份优秀的答卷，也证明了 2019 年以来的调整道路是正确的。2021 年公司实现总营收 253.5 亿元，达到了历史最高水平；扣非归母净利润达到 73.7 亿，接近历史最高水平；其 2021 年营收增速从“茅五泸汾洋”中的最后一位跃升至第三位。从销售费用率来看，洋河依然保持了行业中游水平。相较于其他公司持平或下降的费用率趋势，洋河在 2021 年显著增加了费用投放力度，尤其在电商费用、广告促销、销售人员薪酬等方面投入较前一年增长超过 30%。从净利润率上看，虽然净利润率在 2021 年略有下滑，其主要原因是由于对外权益投资中银证券价格波动所致。在剥离这部分影响后，洋河扣非归母净利润/营业总收入由 2020 年的 26.79%增长至 2021 年的 29.08%。从产品结构上看，2021 年洋河中高端白酒占营收比例达到 87.35%，已经恢复至 2007-2012 年白酒上行周期的水平。

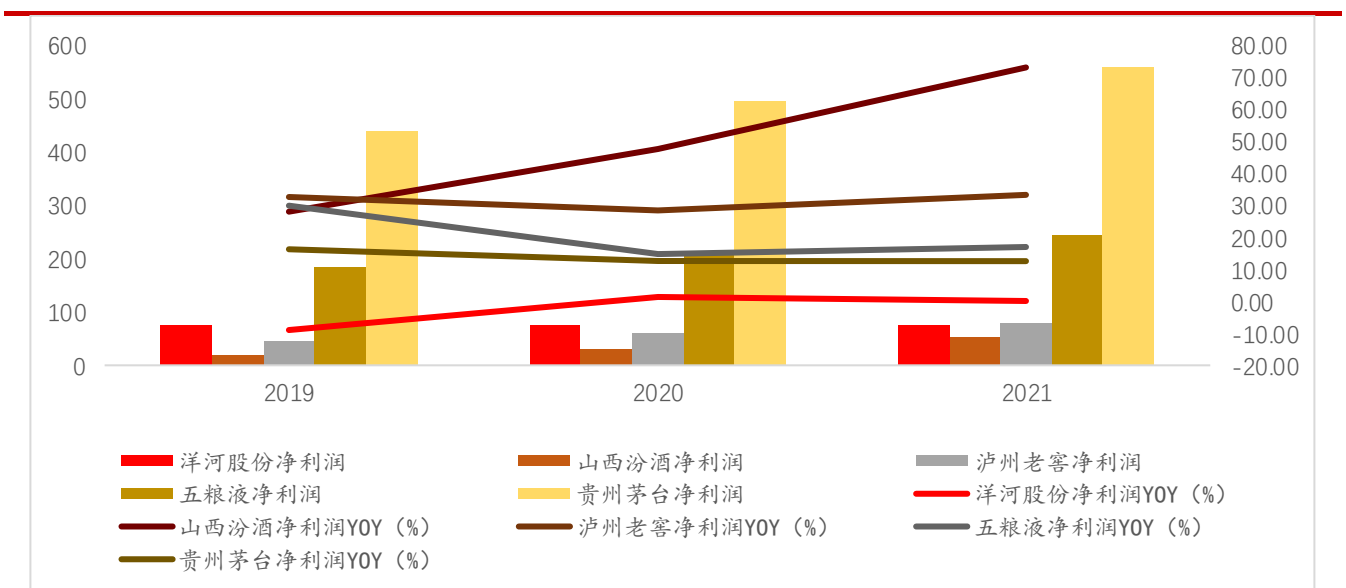
从 ROE 角度来看，洋河在同其他白酒上市公司的竞争中落入下风。这主要还是由于其处在调整阶段所致。利润率方面，由于对外投资波动、加大营销费用投放等原因，相对有所下滑。周转率方面，洋河在渠道改革中不再选择单纯追求销售额为目标，控货挺价，优化选商，周转效率有所下降。虽然 ROE 有所下滑，但是我们应该看到其仍然保持在了 15% 以上的水平，且随着未来改革效果的显现仍有可能恢复。

图 55 2019-2021 年白酒主要上市公司营收（亿元）及营收增速（%）



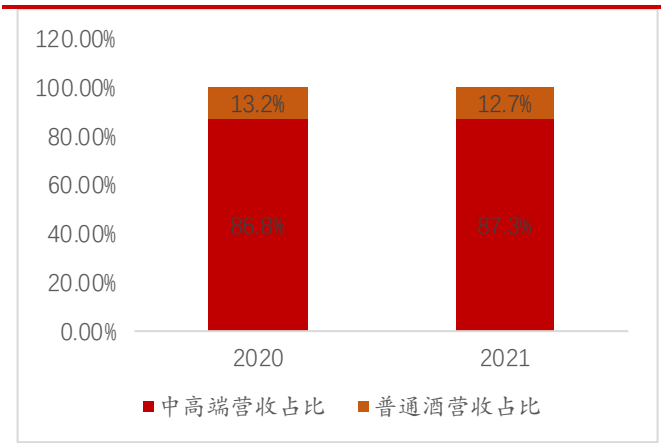
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 56 2019-2021 年白酒主要上市公司净利润（亿元）及营收增速（%）



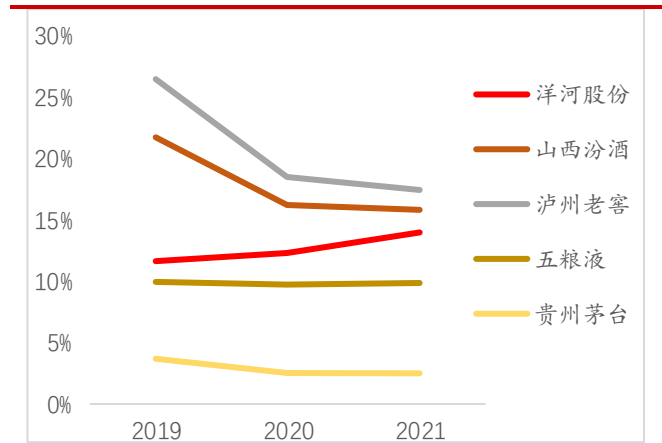
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 57 2020-2021 年洋河产品结构情况



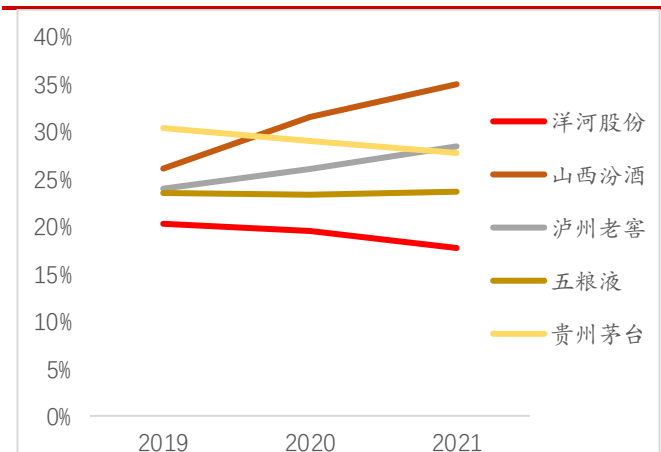
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 58 2019-2021 年同业销售费率对比



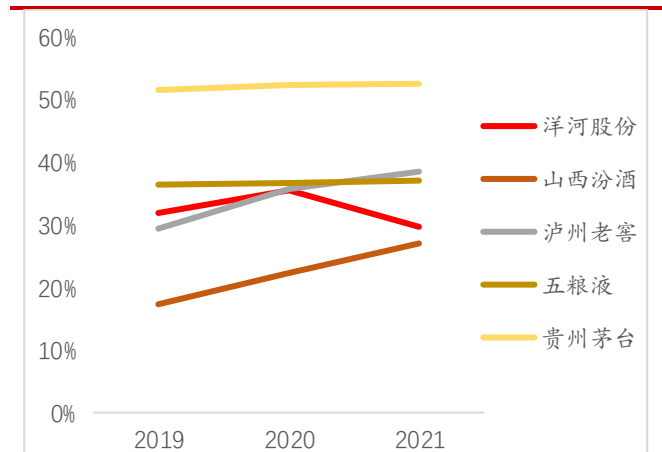
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 59 2019-2021 年同业 ROE 对比



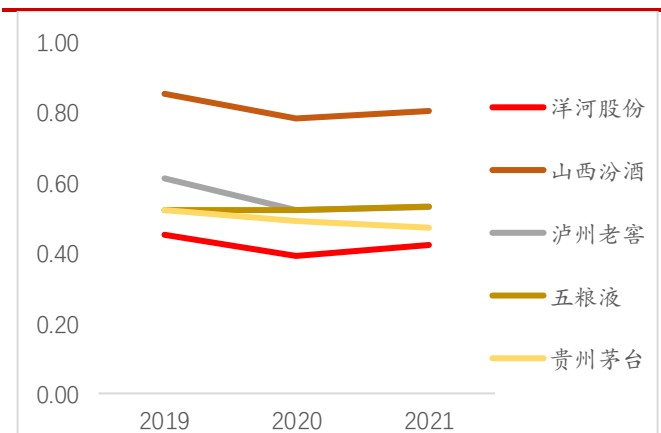
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 60 2019-2021 年同业净利润率对比



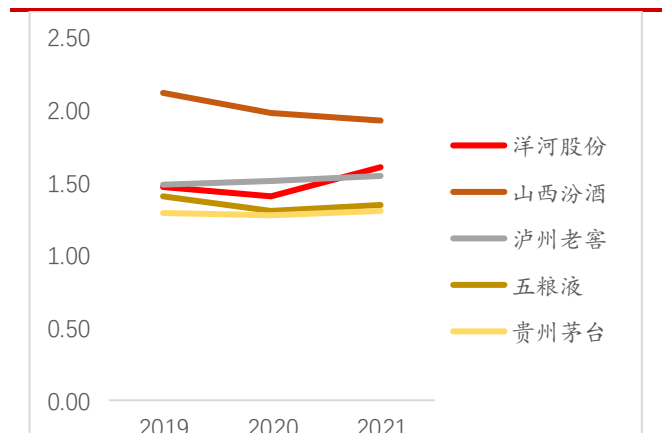
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 61 2019-2021 年同业资产周转率对比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 62 2019-2021 年同业权益乘数对比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 63 洋河上市以来股价（后复权）与中信白酒行业指数对比



回顾洋河自上市以来的股价表现，我们可以总结出以下三点：

1. 洋河作为行业内举足轻重的企业，股价有很强的 Beta 属性，在市场风格青睐白酒的时候受到追捧，在行业整体遇冷或市场风格转变时受到冲击；
2. 由于优秀的管理团队、强大的渠道能力和强势的品牌号召力，2018 年之前的洋河相较于行业其他公司有一定的 Alpha 属性，在行业遇冷时（2013-2015）表现尤为明显；
3. 长期来看，洋河前复权价格从上市初到历史最高价格上涨了约 10 倍，其营收从上市以来也增长了 10 倍，是标准的“十年十倍”长线牛股。

## 2. 公司优势：治理机构完善，产品结构出众，渠道力强

### 2.1 管理层创新一以贯之，股权激励调动积极性

创新是洋河的核心竞争力，历届管理层保持创新竞争力。回顾洋河股份的历史，从 1998 年杨廷栋任董事长以来，洋河经历了杨廷栋、张雨柏、王耀、张联东四任董事长的领导，每一任领导都在产品体系、渠道发展、品牌建设等方面做出了创新性的工作。正是这些创新性的工作使得洋河从濒临倒闭的地方酒厂一跃成为站在行业前三

位的全国性酒企。我们认为，超过二十年的企业不断创新史可以证明洋河是一家有着创新基因的企业，其创新举措将随着时代不断发展。

表 8 1998 年以来洋河历任董事长情况汇总

	1998-2012	2013-2015	2015-2021	2021-至今
<b>董事长</b>	杨廷栋	张雨柏	王耀	张联东
<b>个人履历</b>	江苏省泗阳县县委常委、副县长 (1997.1-1997.12) 洋河股份董事长 (1998-2012)	江苏省泗阳县副县长 (2001-2002) 洋河酒厂常务总经理、洋河股份副董事长 (2002-2012) 洋河股份董事长 (2013-2015)	1986 年参加工作，任洋河酒厂动力车间技术员 洋河股份常务副总经理 (2011-2014) 洋河股份董事长 (2015-2021)	宿迁市洋河新区党工委书记 (2016-2020) 洋河股份董事长 (2021.2-至今)
<b>公司产品</b>	2003-2007: 百元价格带迅速发展，推出蓝色经典海之蓝; 2007-2012: 商务消费升级，省内推广梦之蓝，省外天之蓝接力增长	2012-2015: 限制三公消费、塑化剂等负面事件暂时打击行业，梦之蓝受损下滑，海之蓝逆势增长; 2015-2018: 行业复苏，梦之蓝增长 2018-2021: 茅台价格继续上行，消费升级带动高端、次高端量价齐升，洋河开始聚焦梦之蓝发展，2019 年后先后推出梦之蓝 M6+、梦之蓝 M3 水晶版等产品		梦之蓝 M6+ 两年时间成为近 40 亿规模单品，双沟保持较高增速。
<b>渠道发展</b>	消费者盘中盘、1+1 厂商协作、政务团购	社群盘中盘、商务团购、522 极致化工程、聚焦营造消费氛围，19 年后回归核心消费者培育模式，开始构建“一商为主，多商为辅”的经销体系		继续精简经销商数量
<b>竞争态势</b>	今世缘尚未在省内铺开，省外市场势如破竹	2013-2015: 行业调整，整体受到一定影响，洋河在主流酒企中表现较优 2015-2019: 今世缘在省内开始挑战洋河地位		省内压制了今世缘抢夺份额的势头，行业营收第三的地位也面临挑战
<b>任职贡献与评价</b>	洋河蓝色经典的奠基人，但因酒质、外购基酒问题受到诟病	行业低潮时维持局面稳定，省外市场、下沉渠道获得发展	产品结构老化、价格体系透明，开始出现渠道压货，19 年起主动变革	2021 年起公司重回正增长

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

**股权激励揭开二次创业大幕，核心成员回归助力二次成长。**2021 年公司股权激励计划是其上市后首个股权激励计划。本次计划激励规模大、激励人数多、激励层次丰富。就激励规模而言，洋河的激励规模超过 10 亿元，超过了水井坊、今世缘等同行业公司。就激励人数而言，洋河激励计划覆盖人数不超过 5100 人，约占其在职员工的三分之一。就激励层次而言，除了 15 名高管外，本轮激励计划覆盖了包括全资子公司中层及以上人员在内的数千人。我们认为本轮激励计划凝聚了洋河上下的士气，绑定了公司大多数业务骨干的利益，将极大地激发公司员工的积极性。除此之外，原洋河营销部门负责人刘化霜也已回归洋河，并在股权激励核心高管名单中。刘化霜作

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

为洋河创业时期的功臣，曾经在洋河创业初期的“攻克沿江八市”、“攻克南京”等营销战役中做出重大贡献。我们认为，刘化霜本次回归将为洋河营销助力，其丰富的营销经验与人脉将为洋河营销的人才梯队建设添砖加瓦。

表 9 2021 年第一期核心骨干持股计划持有人名单及份额分配情况

姓名	职位	2020 年末持股数量	2020 年末持股比例	拟持有份额占持股计划比例	持股计划后持股比例
张联东	董事长	0	0	1%	0.0064%
钟雨	副董事长、总裁	0	0	1%	0.0064%
刘化霜	董事、执行总裁	0	0	1%	0.0064%
周新虎	董事、副总裁、总工程师	2,878,291	0.1910%	0.5%	0.1942%
郑步军	副总裁	45,000	0.0030%	0.5%	0.0062%
陈太清	监事会主席	0	0	0.5%	0.0032%
陈福亚	监事	0	0	0.5%	0.0032%
陈太松	监事	0	0	0.5%	0.0032%
林青	副总裁	0	0	0.5%	0.0032%
傅宏兵	副总裁	0	0	0.5%	0.0032%
尹秋明	副总裁、财务负责人	0	0	0.5%	0.0032%
李玉领	副总裁	0	0	0.5%	0.0032%
张学谦	总裁助理	0	0	0.3%	0.0019%
宋志敏	总裁助理	0	0	0.3%	0.0019%
陆红珍	董事会秘书	0	0	0.2%	0.0013%
其他核心骨干	(不超过 5085 人)	-	-	91.72%	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.2 “一体两翼”完善产品结构，双名酒带来更多想象空间

洋河股份主打“一体两翼”的产品结构，其中一体是指其核心品牌洋河蓝色经典，两翼指第二名酒双沟以及酱酒赛道的贵酒。核心品牌上，洋河蓝色经典产品升级，梦之蓝 M6+引领新一代产品。2019 年 11 月洋河正式推出梦之蓝 M6+，其宣传口号为“下一个十年，更好的时代，值得更好的你”。作为其抢占次高端赛道的大单品，M6+在 M6 的基础上进行四个方面的产品升级，提出加品质、加规格、加形象、加防伪四个“加”。

第一，在品质上，M6+选用的头排酒来自梦之蓝中央酒区的百年窖池，经过 180 天的超长发酵。在此基础上，M6+增添了更多陈酒，带来更醇厚的口感。

第二，在规格上，M6+在行业内首先提出 550ml 容量，主张“多一两，更尽兴”。

第三，在形象设计上，M6+较老 M6 色彩搭配由原来的深海蓝+银色变为宝石蓝+金色，周边增加金色电镀效果，较老版设计更具有新意，更加厚重典雅。

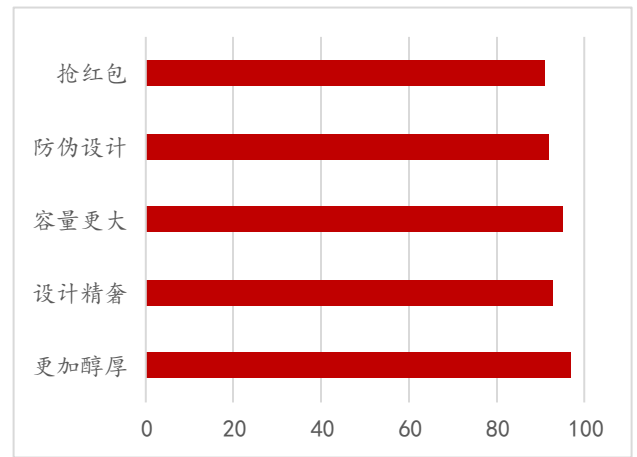
第四，在防伪技术上，洋河一直在推进数字化进程，用可溯源数字体系增强防伪功能。M6+采用“三控多联、四位一体”的组合式防伪，全程信息化跟踪，确保产品质量。同时 M6+还通过扫码领红包、扫码抽奖等方式与消费者形成互动，通过消费者消费偏好等数据深度挖掘和分析用户需求。

除了梦之蓝 M6+外，洋河于 2020 年 11 月推出了跟随产品梦之蓝 M3 水晶版，其 400-500 元价格带的定位十分适合作为婚宴、喜宴用酒。梦之蓝 M3 水晶版同样采用了 550ml 的大容量规格，瓶身设计梦幻多彩、酒体晶亮明澈，目前正在市场培育过程中，未来可期。

图 64 洋河梦之蓝 M3 水晶版、M6+宣传图



图 65 梦之蓝 M6+消费者体验评分



资料来源：公司宣传资料，华西证券研究所

资料来源：西楚网，华西证券研究所

以下为针对梦之蓝 M6+单品基于量、价拆分，分别使用悲观、中性、乐观三种假设对其 2025 年市场规模进行测算。针对销量，我们参考了同样定位于次高端的舍得系列和水井坊过去五年的销量增长情况（均在 20-25%区间），将销量增长中枢设定为 20%，悲观场景与乐观场景下销量增速上下波动 5%。针对单价，我们参照过去五年梦之蓝系列整体吨价提升情况，将增长中枢设定为 4%，上下波动 2%。据测算，我们认为在中性与乐观情况下梦之蓝 M6+有望在“十四五”规划结束时达到百亿销售规模。

表 10 2025 年梦之蓝 M6+市场规模测算

2021 年收入规模	至 2025 年销量 CAGR	至 2025 年单价 CAGR	至 2025 年销售额 CAGR	2025E
40 亿元 (估算)	15%	2%	17.30%	75.73 亿元
		4%	19.60%	81.84 亿元
		6%	21.90%	88.32 亿元
	20%	2%	22.40%	89.78 亿元
		4%	24.80%	97.03 亿元
		6%	27.20%	104.71 亿元
	25%	2%	27.50%	105.71 亿元
		4%	30.00%	114.24 亿元
		6%	32.50%	123.29 亿元

资料来源：华西证券研究所估算

**双沟百亿目标打造第二增长极。**在被洋河收购前夕的 2009 年，双沟的年营收额超过 25 亿元。然而由于洋河在品牌建设、产品升级、渠道搭建等方面未能给予双沟足够的支持，双沟在被收购的 10 年中进步并不明显。2019 年，公司设立双沟事业部。2020 年，随着“洋河+双沟”双名酒战略的提出，双沟被正式确立为洋河之后的第二主打品牌，双沟事业部也被剥离成为独立运营的销售公司，由张联东董事长直接负责。在 2021 年双沟品牌发展大会上，双沟酒业总经理张学谦公开表示双沟在“十四五”期间的目标是突破百亿销售额。从规划上看，双沟与洋河初期全国化的路线十分相似。两者都是从近苏市场出发。2020 年 6 月，双沟设立了江苏、河南两个销售大区，分别在省内根据地市场和省外竞争型市场展开试点。在两个市场获得成功，双沟开始在山东、安徽、上海、河北等地进行布局。

表 11 双沟主要产品规格及标价一览

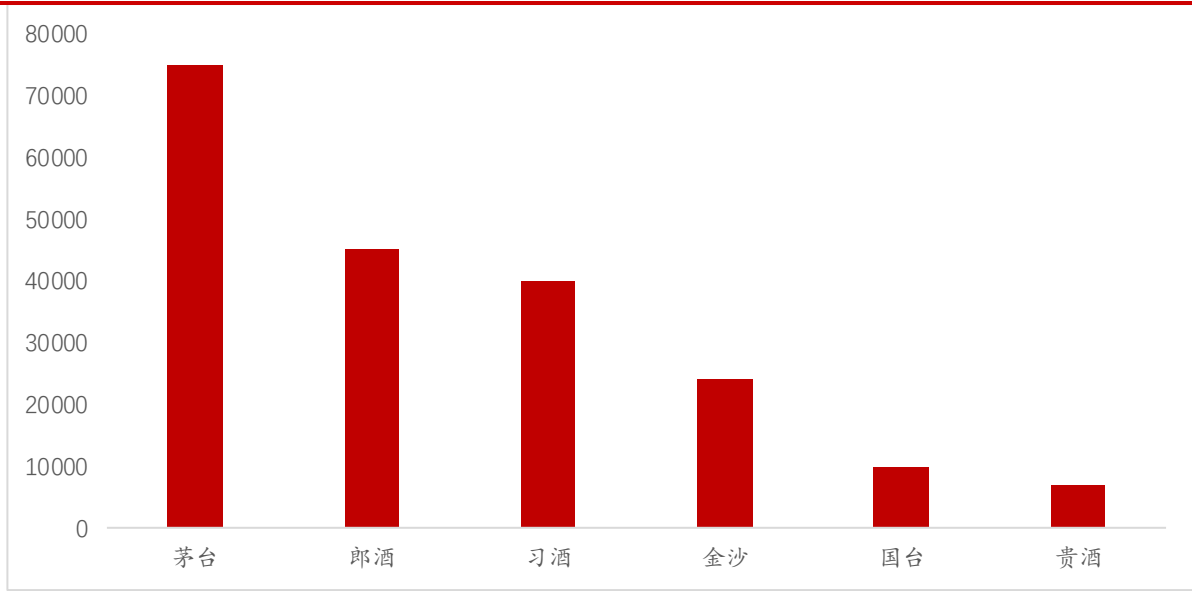
产品	规格	标价 (元)
双沟头排酒	40.8° 260ml*2	1150
双沟绿苏	40.8/52° 480ml	828/1038
双沟天绣	40.8° 500ml	548
双沟地锦	40.8° 500ml	368
双沟帝坊	42° 480+20ml	618
双沟圣坊	42° 480+20ml	268
双沟君坊	41.8° 480+20ml	118

资料来源：公开资料，华西证券研究所

**借贵酒切入酱酒赛道，填补业务空白。**贵酒成立于 1950 年，2009 年改制，2016 年正式成为洋河股份旗下一员。洋河收购贵酒，意在借其切入酱酒市场，填补其在酱酒市场的空白。贵酒旗下产品包括“贵酒”、“黔春酒”、“贵阳大曲”等贵州老牌名酒。在品牌建设上，先后推出了“贵酒 5、贵酒 10、贵酒 15、贵酒 30、贵酒心

品、贵阳大曲、黔春”等一系列产品。尤其是全新推出的“贵酒·手工小坛”系列，目标进入中高端酱酒市场。目前贵酒基酒产能达到每年 7000 吨，跟随头部企业。

图 66 主要酱酒企业基酒产能情况（单位：吨）

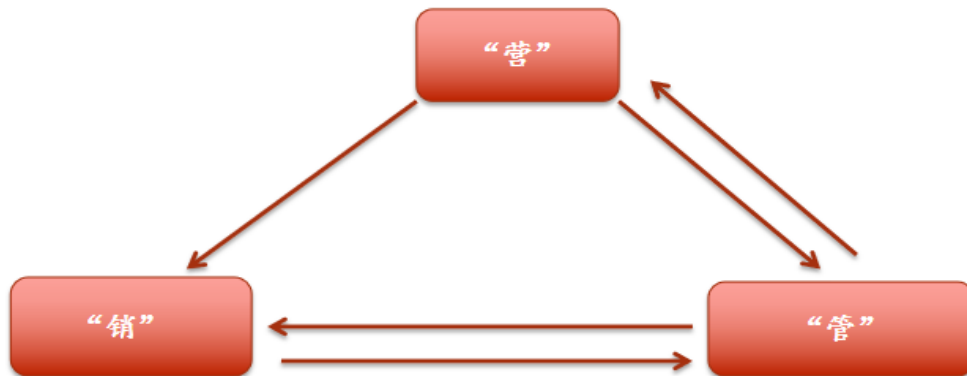


资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

### 2.3 白酒行业营销标杆，全国化布局已完成，数字化助力终端掌控

**“营-销-管”三位一体，行业营销标杆。**从历史上看，洋河继承了徽酒“盘中盘”模式，后来又发展出“厂商 1+1”模式，不断为白酒行业营销提供新的学习案例。洋河营销手段不断翻新，离不开其“营-销-管”三位一体的销售管理体系。所谓“营”即指营销体系的设计，高层制定营销战略方向，中层有具体的业务部门，如市场部、策划部、品牌部等进行想法的具体设计以及落地方案。“销”是指基层一线销售人员与商家“1+1”协作营销。洋河厂方人员负责对店商的指导、核心店的建设、品牌工作的落地等，商家人员负责物流配送、终端维护、资金周转等。“管”则是指对销售的管理措施，包括管钱、管事、管人三方面。管钱是指厂家固化费用投放情况，保证钱不乱花；管事是指厂家对过程进行考核，确保销售动作不变形；管人是指对销售人员进行监督，保证业务正常有序开展。销售一线人员在实践过程中遇到的问题和总结的经验也都对销售管理人员和中高层计划制定者进行了反馈。三者之间良性互动，不断推动营销体系创新。

图 67 洋河“三位一体”的营销管理体系



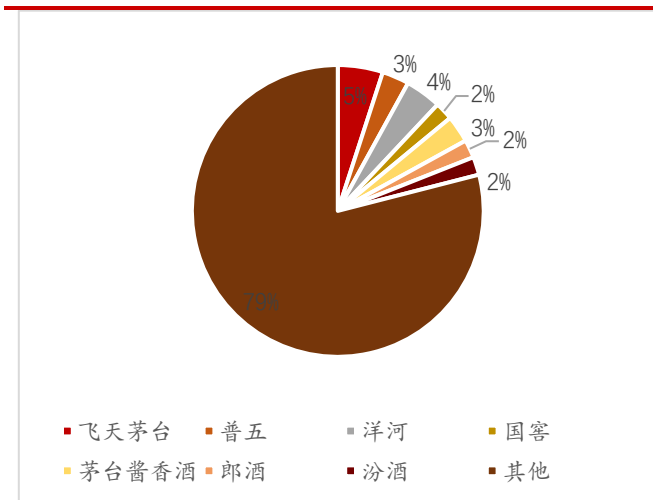
资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

**销售渠道遍布全国，提供发展根基。**根据 2021 年年报披露，洋河目前共有经销商 8142 个，其中省外经销商超过 5000 个，遍布全国各省市，形成了全国性的经销网络。从各省销售情况来看，江苏省仍然毫无疑问是洋河第一大市场，占其营收比例 45%。除江苏省外，其他营收规模较大的省市包括山东、河南、安徽、江西、河北、浙江、上海等。主力市场环江苏特征十分明显。与苏北地区毗邻的山东、安徽、河南是省外消费的主力地区，而与江苏同处长三角经济带、经济交往频繁的浙江和上海也占据一定份额。

洋河省外市场可以分为两类，一类是市场规模较大，但同时竞争十分激烈的，如传统的白酒消费大省山东、河南、安徽等；一类是市场规模较小，但当地地产酒较弱，同时竞争相对缓和的，如江西。

以山东省为例，山东省是我国传统的白酒消费大省，其每年白酒市场规模在 600 亿元以上，同时山东省在中高端价位段缺乏本土强势白酒品牌，基本被外省品牌瓜分市场。而在 600 元以下的市场，山东本土品牌与全国品牌进行混战。山东白酒消费场景多样，包含政商务接待、婚庆喜宴、家宴、自饮等场景，饮酒风气较盛。洋河在山东市场占比约 4%。

图 68 山东省白酒市场各品牌份额情况（估算）



资料来源：乐酒圈，华西证券研究所

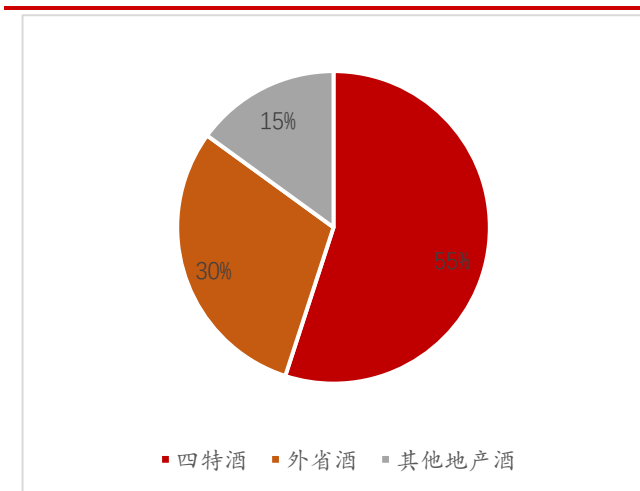
图 69 山东省白酒品牌区域分布



资料来源：乐酒圈，华西证券研究所

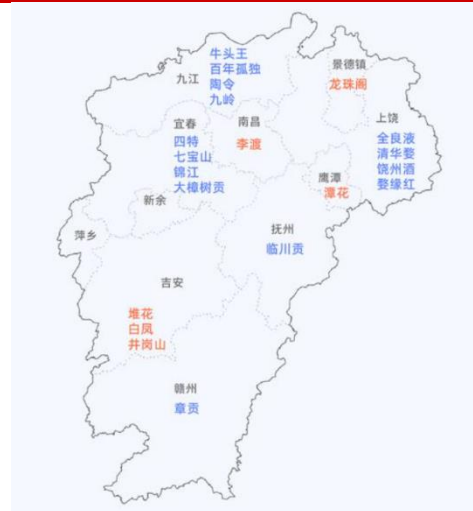
相比之下，江西省白酒市场规模约为山东省的五分之一，且竞争格局较为简单，其本土四特酒约占市场份额一半，其余多为当地地产酒。此类市场虽然空间有限，但竞争相对平缓，且当地地产酒运营销售能力相较于洋河较弱，中低端价位尚有一定市场潜力。

图 70 江西省白酒市场各品牌份额情况（估算）



资料来源：乐酒圈，华西证券研究所

图 71 江西省白酒品牌区域分布



资料来源：乐酒圈，华西证券研究所

**数字化助力运营管理，把握真实需求。**洋河开发了基于微信小程序的“一物一码”服务平台。所谓“一物一码”是指洋河每一件商品都有其独特的编码，在洋河的数字化系统中可以对其生产、质检、物流乃至终端消费情况进行追踪和溯源。我们认为数字化系统对业务至少有三点帮助。首先，通过对物流与终端消费情况的数据分析，洋河可以更有效地防范窜货等行为；其次，通过终端消费数据，洋河可以针对消费者进行更加准确的画像，切实把握消费者的消费需求；最后，结合经销商库存数据与市场动销情况，洋河可以制定更合理的产销计划。“一物一码”的数字化系统帮助洋河打通了供应链的上下游。

图 72 数字化平台如何帮助洋河应对渠道痛点



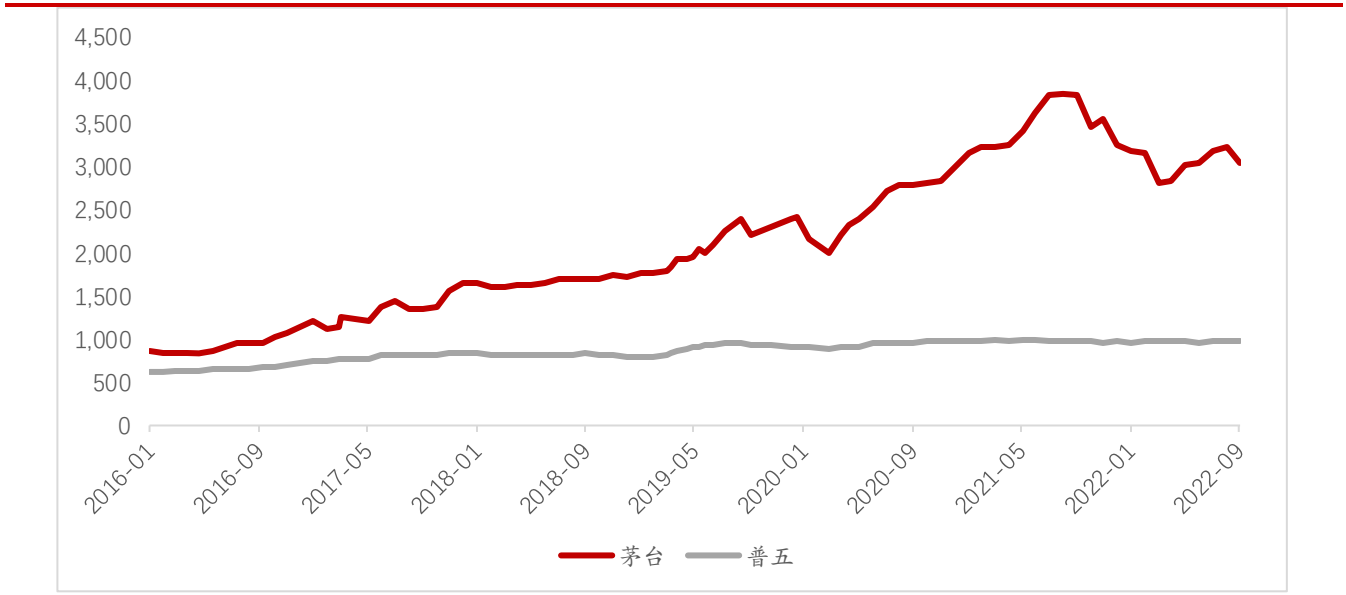
资料来源：公司公开资料，华西证券研究所

### 3. 未来亮点：调整结果初步显现，期待二次腾飞

#### 3.1 产品体系迎来全面升级，次高端扩容 M6+增长迅速

消费升级带动主流白酒消费价格带上行，空白地段成次高端酒企必争之地。价格带上移是过去几年白酒行业最主要的几个发展趋势之一。价格上看，经过 2013-2015 年行业的调整期后，高端白酒的一批价开始逐步走高；飞天茅台一批价从 819 元提升至 3000 元左右；五粮液普五一批价也从 700 元左右提升至 1000 元左右。由于高端白酒价格带整体跃迁至千元以上，次高端白酒价格带也从原来的 200-300 元上升至 300-900 元，留下了巨大的价格空白区间，众多名酒前来竞争。从目标消费人群的数量与消费力上来看，随着消费升级进程的加快，快速成长的中产阶级人群成为了次高端市场的主要消费力，也成为了各大酒企争夺的目标。

图 73 2016 年以来茅台、普五一批价（元/瓶）走势



资料来源：今日酒价，华西证券研究所

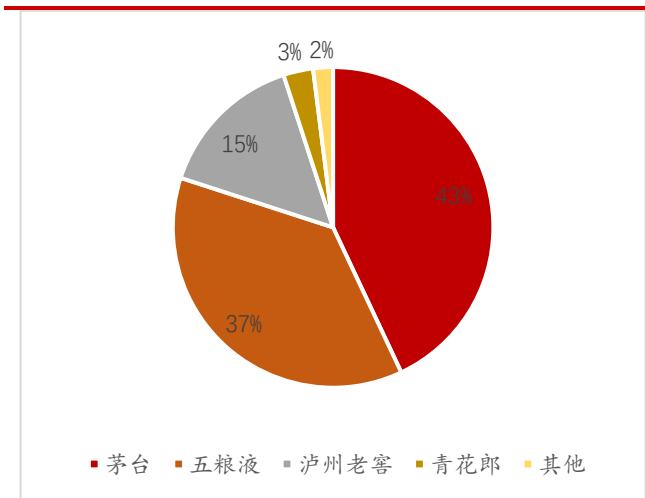
表 12 以安徽省为例，近十年以来主流白酒消费价格带变迁

时间	主流价格带
2011 年之前	60-80 元
2012-2014 年	100 元
2015-2017 年	120 元
2018-至今	200 元-300 元

资料来源：立鼎产业研究网，华西证券研究所

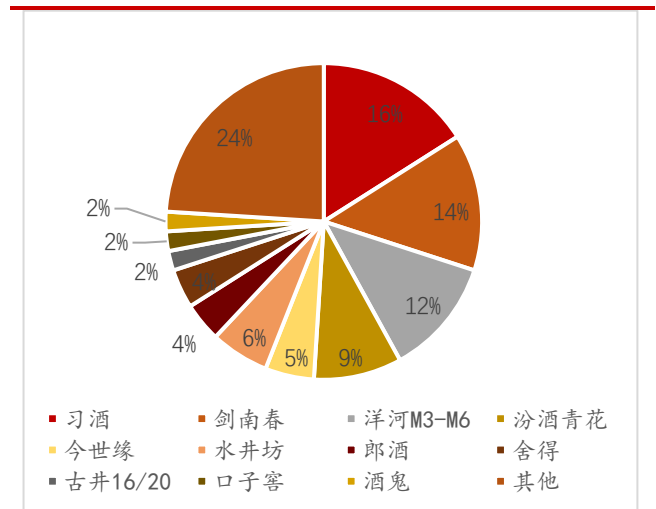
**次高端价格带竞争格局分散，洋河享受行业龙头红利。**从白酒各个价格带品牌集中程度来看，高端价格带主要由少数几家全国化高端名酒品牌把持。而在次高端价格带，各地方名酒以及部分全国名酒的系列酒产品进行竞争。随着竞争的进行，市场格局将逐步从分散走向集中，而洋河作为目前次高端白酒企业中规模最大、渠道最强、在全国范围内均有布局、综合实力排名前列的企业，有望在集中过程占有更大的份额。

图 74 2021 年高端白酒市场竞争格局



资料来源：观研报告网，华西证券研究所

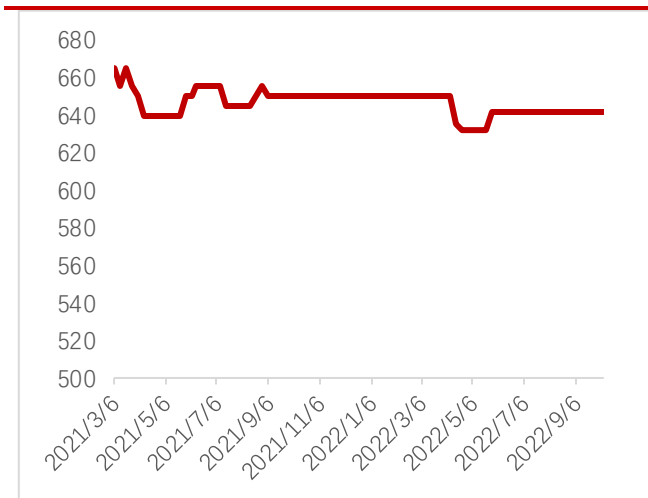
图 75 2021 年次高端白酒市场竞争格局



资料来源：观研报告网，华西证券研究所

**大单品 M6+站稳次高端价格带，顺应消费升级浪潮蓝色经典系列迎来全面升级。** 2019 年末，洋河推出梦之蓝 M6+。经过两年的市场培育，M6+已经在次高端价格带站稳脚跟，成为了洋河营收的重要组成部分。根据今日酒价网披露，M6+一批价稳定在 600（省内低度）/650（省外高度）的水平。洋河整体库存保持在合理水平。根据我们估算，M6+系列在 2020/2021 年洋河总营收占比处于中高双位数水平。我们认为随着居民消费水平的提升，M6+占洋河总营收的比例将逐步提高。除了 M6+，洋河推出了梦之蓝 M3 水晶版系列、2021 版天之蓝和 2022 版海之蓝，对产品体系进行全面升级，彻底解决产品体系老化问题。尤其是作为洋河股份的“塔基产品”、超级大单品的海之蓝在今年升级后将为洋河带来更大的利润空间。

图 76 2021 年以来梦之蓝 M6+批价（元/瓶）走势



资料来源：今日酒价，华西证券研究所

图 77 新海之蓝与天之蓝：更多陈年酒，更高绵柔度



资料来源：公开资料，华西证券研究所

### 3.2 省内基本盘牢固，省外基地市场众多，深厚根基赋能升级创新

**背靠江苏，布局全国。**洋河作为苏酒龙头，在江苏有着深厚的市场基础，这点对于其在次高端竞争中取得优势至关重要。从消费价位上看，洋河背靠以江苏为主的东部发达省份地区，有坚强的支撑。2021 年江苏省人均可支配收入 47498 元，位居全国第四。其核心华东板块市场还包括了上海市、浙江省等人均可支配收入超过 4 万元的发达省份。从消费总量上看，洋河核心市场辐射区域为全国人口最稠密的地区，辐射人口总数超过 5.2 亿；同时这一地区也是白酒消费高地。以苏鲁豫皖四省为例，我们估计四省合计白酒市场规模达到 1700-2100 亿元的规模。我们认为，洋河在过去二十年间在全国尤其是华东板块地区铺设的销售渠道将对其升级产品的销售带来巨大的便利，而其他如江西省的小规模、低竞争市场也存在新的增长空间。

表 13 苏鲁豫皖四省人口与白酒市场情况

全国规模以上白酒企业销售收入 (2021)	全国人口数量 (2021)	各省常住人口数量	各省白酒市场规模估计
6973 亿元	14.13 亿	江苏：8505.4 万人	500-600 亿元
		山东：10169.99 万人	500-600 亿元
		河南：9937 万人	500-600 亿元
		安徽：6113 万人	250-350 亿元

资料来源：乐酒圈，网易新闻，国家统计局，华西证券研究所

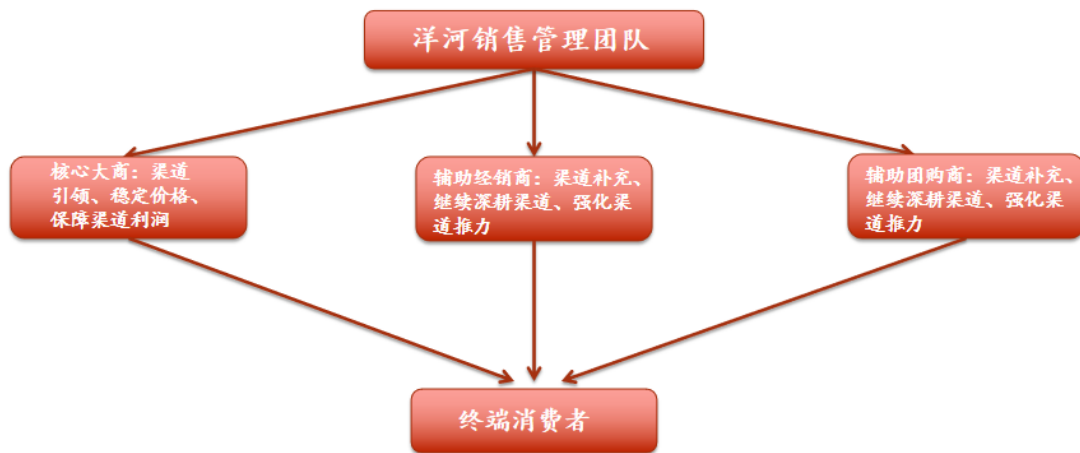
**配合产品升级，洋河背靠江苏、辐射全国的渠道将为更多产品赋能。**考虑到洋河近两年在产品结构上做出的许多调整，例如升级海之蓝、推出梦之蓝 M3 水晶版、

打造双沟第二名酒等举措，全国化的强渠道以及搭建渠道形成的经验模式与打法将为更多产品赋能。以双沟为例，2022年上半年其在江苏市场同比增加36%，省外其他市场同比增加40%，其中山东市场上半年同比增长70%，省内省外市场表现同样亮眼。未来我们有望看到更多洋河的产品像梦之蓝M6+和双沟一样在省内外市场同样走强。

### 3.3 厘清渠道、提价控货，厂商关系改善助力二次腾飞

多项措施梳理渠道、提价控货，实现价格、库存、利润三者平衡。2019年，洋河开始进行渠道改革，其中最为重要的改革措施是将其运行多年的“1+1”深度分销体系改造为“一商为主、多商为辅”模式，意在减少经销商数量，降低不必要的内耗。在“一商为主、多商为辅”的经销商体系下，公司在区域内选择性地扶持一个大经销商，其他经销商负责为该大商进行分销。大商在渠道上起到引领作用，肩负着稳定价格体系、维持渠道推力的重任。小商在渠道上起补充作用，对市场进行深耕。洋河销售总部对各地的控制也更加精简。除此之外，洋河自2019年以来多旗下多款产品进行了控货提价。根据公司公开披露信息，库存处在历史合理水平。

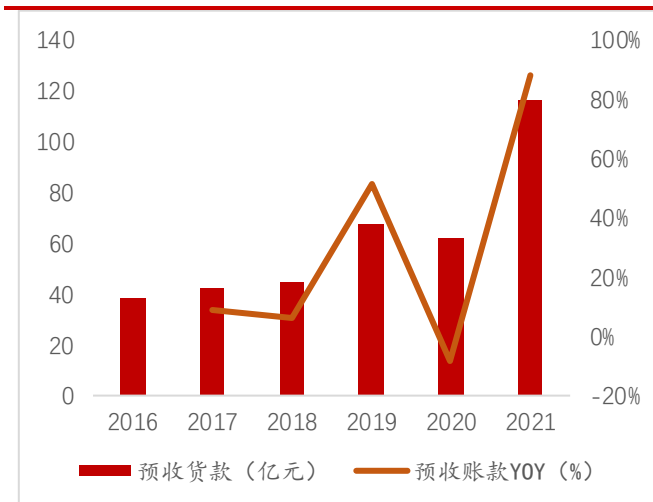
图 78 “一商为主、多商为辅”的经销体系



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

由“结果”到“过程”，考核模式改变改善厂商关系。洋河选择在2019年进行主动调整的重要原因之一是考核方式不当导致的渠道混乱，进而导致厂商关系冷淡。除了采取了上文所述的厘清渠道、实施控货等措施外，洋河改变了考核方式，放松了对回款的硬性要求，改为价格监管，重视其“销售动作”的完成。而对于窜货等违规行为，洋河通过数字化系统进行精确管理。从预收账款/合同负债角度去考察，2019年后经销商进货意愿明显提升，厂商关系得到明显改善。

图 79 2016-2021 年洋河预收货款及其增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 80 洋河数字化防窜货系统



资料来源：公开资料，华西证券研究所

结合以上两点，我们认为洋河在渠道上的改革已经展现成效，洋河引以为傲的渠道优势又掌握在其手中，为公司二次腾飞提供动力。

与上述三点相呼应的是洋河今年以来所展现的优秀业绩。根据 10 月 27 日洋河所发布的三季报，报告期内公司实现收入 264.83 亿元，同比+20.69%，归母净利润 90.72 亿元，同比+25.78%，扣非归母净利润 88.43 亿元，同比+29.10%。在前三季度国内疫情多点散发，对白酒消费场景造成不利影响的情况下，公司仍实现了 2022 年前三季度营收、利润双双增长超过 20% 的成绩。

从经营数据来看，公司继续推进产品高端化、营收全国化、渠道体系精简化。根据 2022 年半年报披露情况来看，产品结构方面，公司中高档酒营收占比达到 87.78%，同比进一步提升；营收地域分布方面，省内外营收分别同比 +19.11%/25.01%，省外营收更加亮眼；渠道结构方面，公司继续推进“一商为主，多商配称”的渠道体系改革，2022H1 公司共有经销商 7769 家，省内/省外分别有 2845/4924 家，报告期内分别同比-105/-268 家，经销商平均营收规模从 2021H1 的 169.60 万元提升至 2022H1 的 243.40 万元，同比+43.51%，经销效率明显改善，未来仍有改善空间。

根据酒价参考网的数据，洋河海之蓝（52°）/梦之蓝水晶版（52°）/梦之蓝 M6+（52°）批价稳定在 130/430/620 元左右。从京东公布的统计数据来看，今年中秋以海之蓝、梦之蓝为代表的洋河中高端产品销售情况良好，在其各项销售榜单上均名列前茅。我们判断目前省内外库存良性。整体来看，洋河目前继续保持增长势头，预计全年营收增长将超过 15% 的股权激励目标，前景可期。

## 4. 投资逻辑、盈利预测与评级

综上所述，洋河的四点投资逻辑：

(1) 次高端扩容的背景下，洋河顺应时势推出梦之蓝 M6+、梦之蓝 M3 水晶版等产品，在这一价格带成功占位，未来享受市场头部集中红利，预计未来三年有望保持复合 20%+ 增速；

(2) 洋河在省内有着牢固的基本盘，未来预期份额稳步上升；在省外有众多的基地市场，这些是洋河支撑产品升级的市场基础。同时对于新品牌的省外推广，洋河有着丰富的经验和成熟的打法，可以为“第二名酒”双沟的发展赋能；

(3) 由于独特的制度设计和丰富的历史积累，洋河对于渠道方面的把控力在白酒行业中仍然是独树一帜的。遍布全国的经销网络将为洋河产品放量提供有力支撑，这一优势在厂商关系回暖后将体现得更加明显。

(4) 公司有望持续释放改革活力，短期来看今年业绩预计保持高增。叠加宏观经济及疫情未来预期如果向好，将有望开启持续性估值修复。

基于以上逻辑，我们认为洋河未来三年营收将实现双位数增长，渠道效率进一步得到释放，毛利率也将随着产品结构的进一步优化而提升。我们维持公司 2022-2024 年营业收入 304.96/356.20/405.71 亿元的预测，维持公司 2022-2024 年 EPS6.38/7.53/8.70 元的预测，对应 2022 年 11 月 18 日 146 元的收盘价，对应 PE 分别为 22.89/19.40/16.79 倍，维持“买入”评级。

表 14 洋河营收拆分及未来三年盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	211.01	253.51	304.96	356.2	405.71
YOY	-8.77%	20.14%	20.30%	16.80%	13.90%
毛利率	72.27%	75.33%	75.70%	76.01%	76.10%
酒类 (亿元)	203.34	246.39	297.84	349.08	398.59
YOY	-8.26%	21.17%	20.88%	17.20%	14.18%
毛利率	74.21%	76.85%	76.97%	77.11%	77.14%
白酒 (亿元)	201.52	244.40	298.85	347.09	396.6
YOY	-8.18%	21.28%	21.05%	17.32%	14.26%
毛利率	74.47%	77.07%	77.22%	77.32%	77.33%
红酒 (亿元)	1.82	1.99	1.99	1.99	1.99
YOY	-6.19%	9.34%	0%	0%	0%
毛利率	40%	40%	40%	40%	40%
其他 (亿元)	7.67	7.12	7.12	7.12	7.12
YOY	-20.52%	-7.17%	0%	0%	0%
毛利率	31.78%	22.34%	22.34%	22.34%	22.34%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 15 同类可比公司估值情况

公司简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE (TTM)	市盈率 PE (2022E)	EPS (元/股, 2021A)	EPS (元/股, 2022E)
洋河股份	2204	23.54	22.89	5.01	6.38
山西汾酒	3212	42.58	42.12	4.36	6.25
古井贡酒	1090	42.50	41.55	4.45	5.71
今世缘	544	22.56	21.89	1.62	1.98

资料来源：Wind，华西证券研究所（除洋河股份外均使用 Wind 一致预期，日期截止 2022 年 11 月 18 日）

## 5. 风险提示

1. 经济复苏情况不及预期：全球疫情目前仍未得到根本控制，国内疫情反复，22 年经济复苏情况可能不及预期，消费和需求增长情况不理想，从而对产品动销造成冲击；
2. 产品增长不及预期：梦之蓝 M6+所处的次高端价格带竞争激烈，存在市场份额被挤占的风险；
3. 双沟品牌发展进度不及预期：双沟品牌仍处在全国化发展的初期，未来招商情况仍存在不确定性；
4. 食品安全问题。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	25,350	30,496	35,620	40,571	净利润	7,513	9,618	11,350	13,115
YoY (%)	20.1%	20.3%	16.8%	13.9%	折旧和摊销	759	758	756	766
营业成本	6,255	7,426	8,545	9,688	营运资金变动	7,833	-2,867	3,024	-937
营业税金及附加	4,148	4,972	5,814	6,620	经营活动现金流	15,318	6,653	14,055	11,736
销售费用	3,544	4,097	4,850	5,500	资本开支	-417	-432	-442	-438
管理费用	1,830	2,301	2,649	3,031	投资	1,356	-4	-3	-3
财务费用	-399	-377	-424	-690	投资活动现金流	1,837	479	689	825
研发费用	258	333	380	436	股权募资	5	0	0	0
资产减值损失	-7	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	901	915	1,134	1,267	筹资活动现金流	-3,548	-4,519	0	0
营业利润	9,989	12,781	15,076	17,409	现金净流量	13,604	2,613	14,744	12,561
营业外收支	-43	-60	-60	-60					
利润总额	9,946	12,721	15,016	17,349	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	2,434	3,103	3,666	4,234	<b>成长能力</b>				
净利润	7,513	9,618	11,350	13,115	营业收入增长率	20.1%	20.3%	16.8%	13.9%
归属于母公司净利润	7,508	9,613	11,343	13,107	净利润增长率	0.3%	28.0%	18.0%	15.6%
YoY (%)	0.3%	28.0%	18.0%	15.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	5.01	6.38	7.53	8.70	毛利率	75.3%	75.7%	76.0%	76.1%
					净利率	29.6%	31.5%	31.8%	32.3%
					总资产收益率 ROA	11.1%	13.0%	12.6%	12.3%
					净资产收益率 ROE	17.7%	20.2%	19.3%	18.2%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	2.01	2.17	2.37	2.63
					速动比率	<b>1.33</b>	<b>1.37</b>	<b>1.63</b>	<b>1.85</b>
					现金比率	0.85	0.91	1.24	1.49
					资产负债率	37.3%	35.9%	34.8%	32.6%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.42	0.43	0.43	0.41
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	5.01	6.38	7.53	8.70
					每股净资产	28.19	31.57	39.10	47.80
					每股经营现金流	10.16	4.42	9.33	7.79
					每股股利	3.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	29.12	22.89	19.40	16.79
					PB	5.84	4.62	3.73	3.05

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**刘来珍：**4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，主要覆盖乳制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

**王厚：**华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。