



买入 (首次)

所属行业: 食品饮料/饮料制造
当前价格(元): 173.37

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

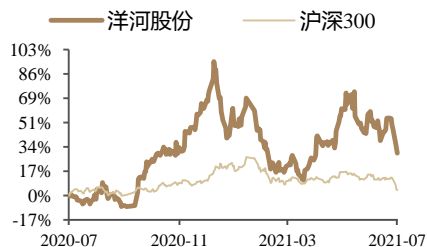
邓周贵

资格编号: S0120521030005

邮箱: dengzg@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.41	-19.47	2.80
相对涨幅(%)	-8.26	-8.65	9.28

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

股票数据

总股本(百万股):	1,506.99
流通A股(百万股):	1,247.52
52周内股价区间(元):	123.11-259.73
总市值(百万元):	261,266.51
总资产(百万元):	55,769.97
每股净资产(元):	28.10

资料来源: 公司公告

洋河股份 (002304.SZ): 调整到位, 激励出炉, 重放光彩

投资要点

“绵柔鼻祖”，坐拥洋河、双沟双名酒品牌，行业深度分销首创者，浓香白酒全国化稀缺品牌。公司底蕴深厚，洋河大曲曾蝉联三届“国家名酒”称号。2003年推出蓝色经典，首创“绵柔型”风格，被誉为“绵柔鼻祖”。2010年收购双沟酒业，实现江苏省“三沟一河”中的两强联合。公司也是业内“深度分销”首创者，面向终端投放资源，依赖快速复制扩张的模式打造新江苏市场模式，向全国化拓展。

次高端空间广阔，600元左右价格带有望成为新兴主流价格带之一。高端白酒大幅提价，给次高端提价打开空间。我们测算2019年次高端价格带收入规模约700亿元，预计未来5年仍能保持年复合20%以上的增速，2024年市场规模或达到1742亿元，约有1000亿元以上扩容空间。当前五粮液已经站到千元价格带，600元-700元的新兴价位段被打开，有望成为新兴的主流价格带之一，M6+抢先占位。

发力渠道改革，优化经销商结构，增厚经销商利润。“深度分销”模式在早期帮助公司快速扩张，但该模式下经销商利润空间受限，推广意愿不足。2019年后公司发力改革提高经销商地位，推出“一商为主，多商配称”新模式，同时优化经销商结构，淘汰不合格经销商。渠道深度改革后经销商利润大幅提升，推广意愿增强。

2020年正式宣布“洋河+双沟”双名酒战略。洋河方面公司有序推进梦之蓝M6+、M3水晶版、天之蓝、海之蓝更新换代，核心产品M6+在次高端600元左右新兴价格带表现优异，已进入放量阶段，M3水晶版终端动销良好。双沟方面，公司提出将“双沟”打造成为公司持续增长的第二极，由董事长亲自主持双沟工作，在生产、营销、财务等方面独立运作。洋河、双沟共同发力，看好公司的成长后劲。

推出股权激励焕发管理层活力。公司现任管理层持股少，7月15日公司发布第一期核心骨干持股计划(草案)，张联东、钟雨、刘化霜拟持有份额各占持股计划比例1.00%，激励对象共计不超过5100人，有利于充分激发各层人员的积极性。

投资建议：我们预期洋河股份2021~2023年实现营收244.46/284.42/330.63亿元，实现归母净利润83.01/101.80/124.57亿元，对应EPS 5.51/6.76/8.27元，对应PE为32.13/26.20/21.41倍。考虑到次高端空间广阔，且M6+抢先占位600元新兴主流次高端价格带，公司产品未来依次换代，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：次高端行业竞争加剧；新品终端动销表现不及预期；双沟复苏不及预期；实际销量增速不及假设预期

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,446	28,442	33,063
(+/-)YOY(%)	-4.3%	-8.8%	15.9%	16.3%	16.2%
净利润(百万元)	7,383	7,482	8,301	10,180	12,457
(+/-)YOY(%)	-9.0%	1.3%	10.9%	22.6%	22.4%
全面摊薄EPS(元)	4.90	4.98	5.51	6.76	8.27
毛利率(%)	71.3%	72.3%	74.3%	76.3%	78.3%
净资产收益率(%)	20.2%	19.4%	19.6%	21.5%	23.0%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



投资五要素

核心逻辑

次高端空间广阔，600元左右价格带有望成为新兴主流价格带之一。高端白酒大幅提价，给次高端提价打开空间。2019年次高端价格带收入规模约700亿元，预计未来5年仍能保持年复合20%以上的增速，2024年市场规模或达到1742亿元，约有1000亿元以上扩容空间。当前五粮液已经站到千元价格带，600元-700元的新兴价位段被打开，有望成为新兴的主流价格带之一，M6+抢先占位。

公司持续推进“洋河+双沟”双名酒战略，洋河、双沟将共同发力，看好公司未来的成长空间。过去公司以发展洋河为主，但双沟作为“国家名酒”之一同样具有高品质及深厚底蕴，2020年公司正式宣布“洋河+双沟”的双名酒战略，提出将“双沟”打造成为公司持续增长的第二极。洋河方面公司有序推进梦之蓝M6+、M3水晶版、天之蓝、海之蓝更新换代，核心产品M6+在江苏省次高端市场表现优异，已经进入放量阶段，M3水晶版终端动销良好。双沟方面由董事长主持工作，在生产、营销、财务等方面独立运作，有望加速焕发双沟品牌活力。

新任管理层持股比例低，股权激励计划发布有望充分激发管理层活力。7月15日公司发布第一期核心骨干持股计划（草案），董事长张联东、副董事长及总裁钟雨、董事及执行总裁刘化霜拟持有份额各占持股计划比例1.00%，激励对象共计不超过5100人，有利于促进公司上下整体的积极性，充分激发员工活力。

盈利预测与投资建议

我们预期洋河股份2021~2023年实现营收244.46/284.42/330.63亿元，实现归母净利润83.01/101.80/124.57亿元，对应EPS5.51/6.76/8.27元，对应PE为32.13/26.20/21.41倍，估值水平较业内其他公司而言偏低。考虑到次高端空间广阔，且M6+抢先占位600元新兴主流次高端价格带，公司产品未来依次换代，首次覆盖给予“买入”评级。

与市场预期的差异之处

市场目前对洋河管理层的分工调整持观望态度，我们认为董事长张联东直接分管销售工作体现了公司对销售工作的重视，刘化霜仍然担任苏酒贸易董事长，在营销工作的决策中发挥重要作用，预期后续公司战略仍将保持稳定性和连贯性。且7月15日公司发布第一期核心骨干持股计划（草案），股权激励计划落地，拟激励对象不超过5100人，激励范围广，有利于调动全员积极性。此前新任管理层中张联东、刘化霜等核心人物均未持有股份，全新股权激励计划出台有望更好绑定管理层利益和公司利益。

此外市场认为洋河产品体系中梦之蓝M6+占比较低，M6+单品放量对公司营收增长的拉动作用有限。我们认为梦之蓝M3水晶版上市后需要一段培育期，下半年培育逐渐成熟后或有所放量，此外天之蓝升级在即，海之蓝也将迎来换代，有序推进产品换代将拉动品牌整体形象升级，为洋河带来持续增长的后劲。

股价的催化因素

- 第一，股权激励推出后公司战略推进加速；
- 第二，M6+省外动销超预期；
- 第三，双沟品牌复苏高于预期；
- 第四，梦3水晶版、天之蓝、海之蓝换代提价超预期。

主要风险

次高端行业竞争加剧。近年来白酒主流价格带不断升级，次高端市场被打开，白酒企业均认识到这一行业红利，以老品换代或新品升级的方式进军次高端市场，可能加剧行业竞争。

新品终端动销表现不及预期。洋河 M3 水晶版目前正在培育期，天之蓝即将焕新，若换代后终端动销和提价不及预期，则会对公司成长造成影响，也会影响后续的改革进程。

双沟复苏不及预期。双沟新品推出后市场表现不及预期，产品结构优化和升级不及预期。

实际销量增速不及假设预期。

内容目录

投资五要素	2
核心逻辑	2
盈利预测与投资建议	2
与市场预期的差异之处	2
股价的催化因素	2
主要风险	3
1. 苏酒双名酒，调整改革迎来拐点	7
1.1. 白酒行业“绵柔鼻祖”，坐拥洋河、双沟双品牌	7
1.2. 产能、基酒储备行业第一	7
1.3. 宿迁市国资控股，核心骨干、经销商利益一致	8
2. 复盘上一轮成长：产品+营销创新驱动，率先享受渠道红利，铸就全国化品牌	10
2.1. 复盘洋河发展史	10
2.2. 扩充产品线，布局新价格带、新渠道、新需求	10
2.3. 不断创新突破的营销模式是制胜关键	11
2.4. 绝对苏酒龙头，新江苏市场模式助力全国化	13
2.5. 升也深度分销，降也深度分销	14
2.6. 调整初现成效，拐点复苏态势已现	15
3. 次高端进入新一轮扩张期，公司战略准确聚焦	15
3.1. 行业向头部集中，消费升级下龙头酒企利润提升	15
3.2. 白酒价格天花板不断打开，次高端新主流价格迎来发展	16
4. 重振旗鼓，掀起“二次创业”新高潮	18
4.1. 组织架构迅速调整	18
4.2. 发力渠道改革，重新定位经销商	18
4.3. 产品依次换代，核心产品 M6+ 表现优异	19
4.4. 重塑双沟，推动双名酒战略	21
4.5. 加大贵酒投入，推出新品中高端酱酒	23
5. 推出新一轮股权激励，考核目标进取	25
6. 盈利预测及估值模型	26
6.1. 盈利预测	26
6.2. 估值及投资建议	27
7. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司品牌发展历史	7
图 2: 洋河设计产能行业第一	8
图 3: 洋河半成品酒库存量行业第一	8
图 4: 2002 年第一次改制后股权结构	8
图 5: 2006 年第二次改制后股权结构	8
图 6: 2021Q1 公司股权结构图	9
图 7: 复盘洋河发展阶段	10
图 8: 洋河产品线扩充历史	11
图 9: 洋河早期中高档、普通白酒的营销模式	12
图 10: 洋河的深度分销模式逐步加深	12
图 11: 洋河销售人员数量及白酒行业内销售人员占比对比	13
图 12: 洋河前五大客户销售收入占比下降至个位数	13
图 13: 2018 年江苏省不同白酒市场份额占比	13
图 14: 洋河今世缘历史营收对比	13
图 15: 洋河省外营收超过省内	14
图 16: 洋河省外营收增速高	14
图 17: 洋河分季度营业收入及增速	15
图 18: 洋河分季度扣非净利润及增速	15
图 19: 2011-2020 年全国白酒产量	16
图 20: 2011-2020 年规模以上白酒企业数量	16
图 21: 2011 年白酒行业竞争格局	16
图 22: 2020 年白酒行业竞争格局	16
图 23: 2011-2020 年规模以上白酒企业销售收入	16
图 24: 2011-2020 年规模以上白酒企业利润	16
图 25: 居民消费能力不断提升	17
图 26: 2016-2021 茅台、五粮液一批价	17
图 27: 白酒各价格带规模演化图	17
图 28: 洋河 2019 年后渠道调整改革	19
图 29: 洋河梦之蓝 M6+升级的四个“加”	19
图 30: 洋河梦之蓝 M6+上市后的一系列营销活动	19
图 31: 双沟战略调整, 加速推进复兴	21

图 32: 双沟推新品、升级老品重塑品牌	22
图 33: 双沟和洋河价格带互为补充	23
图 34: 贵酒产品线	24
图 35: 酱香型基酒产能 (万吨)	24
图 36: 洋河股份营业收入拆分及预测	26
图 37: 洋河股份毛利率预测	26
图 38: 洋河股份可比公司估值表	27
表 1: 江苏省白酒不同价格带主要产品	13
表 2: 洋河深度分销模式的优缺点	14
表 3: 白酒不同价格带产品定位	17
表 4: 洋河 2019 年后组织架构改革内容	18
表 5: 洋河梦之蓝 M6+ 定位空白价格带	20
表 6: 2025 年梦之蓝 M6+ 规模测算	20
表 7: 2025 年梦之蓝 M3 水晶版规模测算	21
表 8: 洋河、双沟产品矩阵	23
表 9: 第一期核心骨干持股计划持有人名单及份额分配情况	25

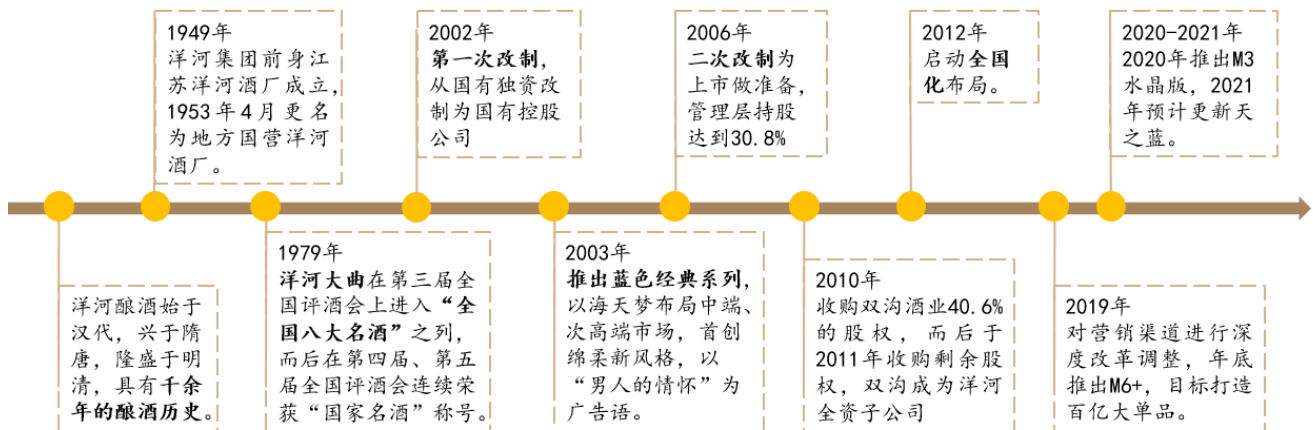
1. 苏酒双名酒，调整改革迎来拐点

1.1. 白酒行业“绵柔鼻祖”，坐拥洋河、双沟双品牌

绵柔鼻祖，历史底蕴深厚。洋河酿酒始于汉代，兴于隋唐，隆盛于明清，具有千余年的酿酒历史。公司的前身是江苏洋河酒厂，在泉泰（罗家）糟坊、泉源（叶家）糟坊、逢泰（何家）糟坊三家私营糟坊的基础上筹建。据历史记载，乾隆皇帝南巡时品尝泉泰糟坊主罗源泰进献的洋河美酒后，龙颜大悦，御笔题写“酒味香醇，真佳酒也”，封洋河酒为贡品御酒。江苏洋河酒厂于1949年成立，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，首创以“味”为主的绵柔型白酒新风格。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”。

地处白酒之都，与另一老牌苏酒“双沟”强强联合。洋河地处江苏省宿迁市，宿迁坐拥“三河两湖一湿地”的生态水系，水域面积达2367平方公里，为酿酒提供了源头好水。2012年宿迁被授予“中国白酒之都”称号，宿迁产区也是“世界三大湿地名酒产区”之一。宿迁产区内同时拥有“洋河”、“双沟”两大中国名酒品牌，2010年公司以5.36亿元收购双沟酒业40.6%的股权，而后于2011年收购剩余股权，双沟成为洋河全资子公司。至此，江苏省老牌名酒“三沟一河”中的洋河、双沟强强联合，品牌势能进一步增强，省内竞争环境改善。公司是业内唯一拥有洋河、双沟两个名酒的企业，拥有洋河、双沟、蓝色经典、珍宝坊、梦之蓝、苏酒六个驰名商标。

图 1：公司品牌发展历史



资料来源：公司资料，德邦研究所

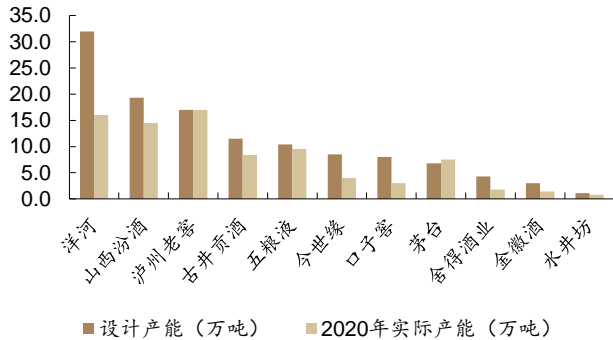
1.2. 产能、基酒储备行业第一

古窖池数量众多，其中明清窖池2020条，构建酿酒优势。洋河共有7万余口窖池，梦之蓝中央酒区拥有中国最大的古窖群落，现存有明清老窖2020条，其

中明朝洪武年间老窖 89 条 (窖龄 600 余年), 明朝万历年间老窖 523 条 (窖龄 400 余年), 清朝光绪年间老窖 1408 条 (窖龄 100 余年), 这些古窖池历经数百年持续不断酿酒, 形成了微生物生态环境构成了不可复制的酿酒、储酒优势。洋河地下酒窖内共有陶坛 3800 余只, 储酒陶坛坛龄在百年以上。

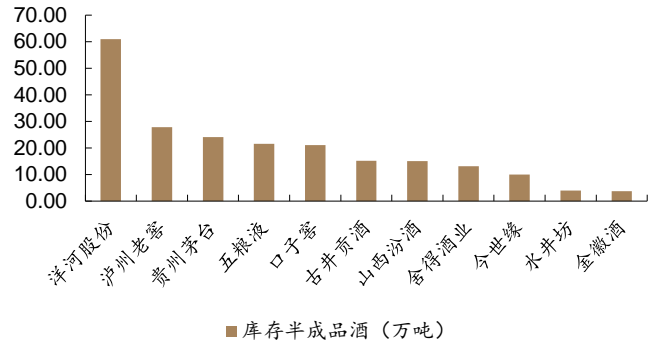
产能上率先布局, 当前产能、基酒储备均为行业第一。洋河通过多次名优酒酿造技术改造工程扩充了大量名优基酒产能, 当前拥有洋河、泗阳、双沟三大核心产区。2020 年洋河设计产能达到 32 万吨, 库存半成品酒达到 60.9 万吨, 产能、基酒储备均为行业第一, 且遥遥领先于其他酒企, 形成先发优势。但洋河 2020 年实际产能仅为 16.0 万吨, 公司还有大量基酒储备及产能可以开发利用, 预期足以支撑未来几年公司的扩张速度。

图 2: 洋河设计产能行业第一



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 3: 洋河半成品酒库存量行业第一

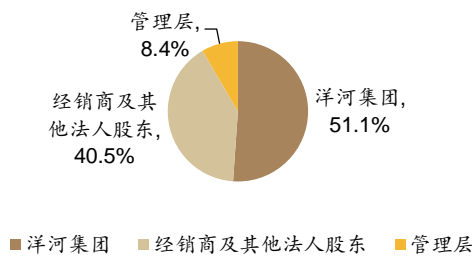


资料来源: 公司年报, 德邦研究所

1.3. 宿迁市国资控股, 核心骨干、经销商利益一致

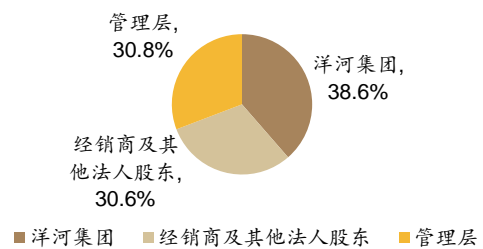
改制引入管理层、经销商持股, 充分激发多方活力, 为上市扫除障碍。2002 年前洋河酒厂完全属于宿迁市国资委, 是国有独资公司, 由于内部激励不足, 存在经营效率低下、机制僵硬的问题。2002 年洋河第一次改制, 洋河集团联合上海海烟、综艺投资、上海捷强等 6 家法人和杨廷栋、张雨柏等 14 位公司经营层人员共同发起设立股份有限公司, 公司由国有独资转为国有控股公司, 洋河集团持股比例为 51.1%, 管理层持股比例达到 8.4%, 经销商及其他法人股东持股占比 40.5%。改制次年公司即推出蓝色经典系列, 首创“绵柔”风格迅速打开市场。2006 年公司再次改制为上市做准备, 通过向管理层、技术人员持股平台定向增发, 将洋河集团持股比例稀释到 38.6%, 管理层持股比例进一步提升至 30.8%。

图 4: 2002 年第一次改制后股权结构



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

图 5: 2006 年第二次改制后股权结构

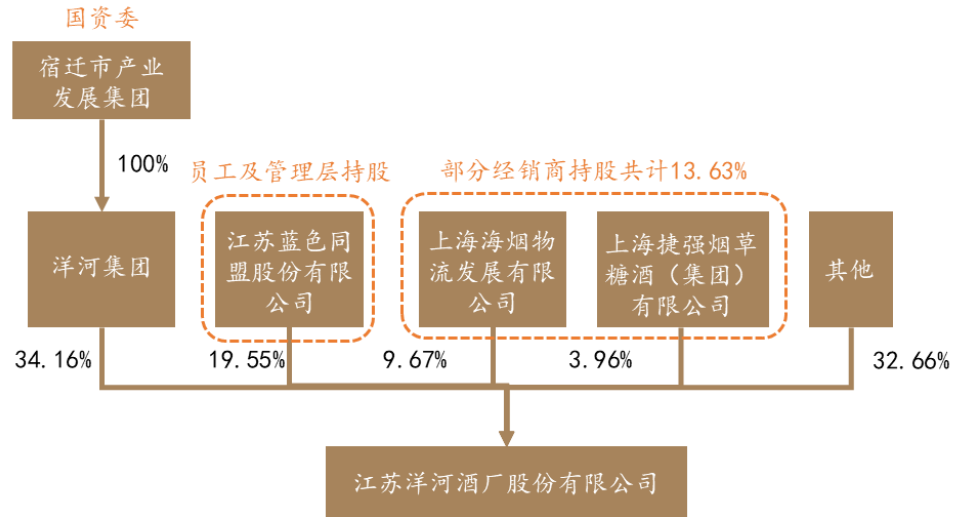


资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

控股股东为宿迁市国资委, 股权结构合理。截至目前, 洋河集团为公司大股

东，持股比例为 34.16%，员工及管理层持股平台持有比例为 19.55%，部分经销商持股占比共计 13.63%，基本实现了公司、核心员工、经销商的利益绑定，维持着较为稳定的股权结构。2021 年 7 月 16 日，公司推出《第一期核心骨干持股计划》，持股计划的参与对象包括公司高管以及对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的中层及以上核心骨干，总人数共计不超过 5100 人，占洋河股份员工总数约 32.22%，将进一步激发员工动力。

图 6：2021Q1 公司股权结构图



资料来源：wind，德邦研究所

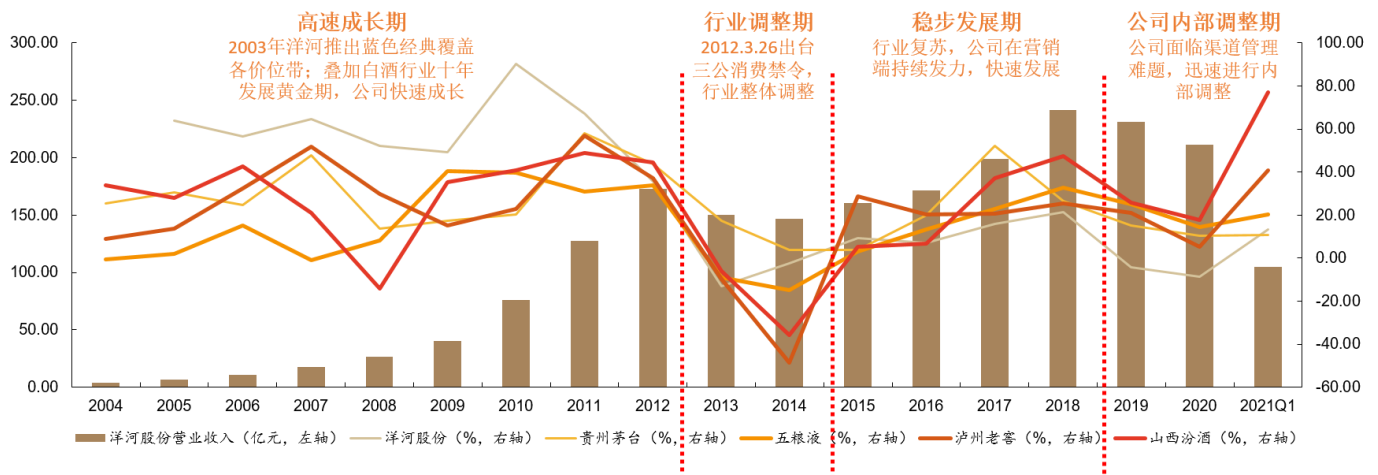
2. 复盘上一轮成长：产品+营销创新驱动，率先享受渠道红利，铸就全国化品牌

2003年，伴随着央视“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”的经典广告语，洋河蓝色经典脱颖而出，产品+营销创新造就了白酒行业的品牌成长传奇。我们认为上一轮蓝色经典系列得以成功的重要原因在于：**1) 产品创新**，大胆突破白酒以红色、黄色为基色进行包装的传统风格，采取独特的蓝色包装，辅以相匹配的营销术语——“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”，成功刮起一股蓝色风暴，同时不断升级迭代，扩充产品线补充空白价格带，且随着主流价格带的升级不断调整主推产品，采用聚焦大单品的策略重点突出，造就蓝色经典传奇。**2) 模式创新**，创新性地采用精细化的深度分销模式，领先行业进行渠道改造，直接向终端投放促销资源，构建强大的营销网络直接触达消费者，减少对经销商的依赖，便于快速复制扩张。**3) 营销创新**，终端制胜，开创品牌发展模式。当时行业更多通过“先品牌—后渠道—再销量”实现增长，洋河先渠道——后品牌模式，通过1+1模式形成了扎实的渠道基础，辅以文化输出，将洋河打造成为基础扎实的全国性品牌。

2.1. 复盘洋河发展史

公司进入21世纪后先后经历了高速成长期、行业调整期、快速发展期、公司内部调整变革期。从历史营收增速来看，2003年-2012年是白酒行业的十年发展黄金期，公司得益于在2003年推出蓝色经典，覆盖低中高全价格带，叠加不断创新的营销推广模式，迎来高速成长，营收增速高于业内同行。2012年三公消费禁令政策出台，白酒行业受到重创，公司随行业进入调整期。随后公司快速调整战略，领先于行业复苏，并在2015年后步入稳步发展期。但2019年公司经营面临渠道管理难题，随后采取一系列措施调整改革，解决内部问题。

图7：复盘洋河发展阶段



资料来源：wind，德邦研究所

2.2. 扩充产品线，布局新价格带、新渠道、新需求

推出蓝色经典快速占领市场，塑造品牌。20世纪公司产品以定位低端的洋河大曲为主，2003年公司推出蓝色经典系列，以“绵柔”口感作为产品的差异化卖点，从品牌宣传、包装、广告营销等各个维度将蓝色打造为品牌底色，通过不断迭

代升级，分别以海之蓝（100元左右）、天之蓝（100-300元）、梦之蓝（300元以上）三条产品线分别覆盖低中高价格带。在白酒行业黄金十年的大背景下，洋河凭借“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”的广告语快速建立品牌知名度，初期通过海之蓝系列进军主流价格带，聚焦大单品的，迅速打开市场，随后顺应消费升级趋势，推出高端产品进一步巩固市场地位。

聚焦梦之蓝，裂变 M3、M6、M9 优化高端价格带布局。行业在行业竞争日益激烈及消费升级趋势下，公司提出品牌高档化战略，促进产品档次提升。2010年，公司将梦之蓝裂变为 M3、M6、M9，将高端价格带进一步细分后分别占位，M9 定价抬高到千元以上，直指超高端酒价格带。公司的广告语也转变为“中国梦，梦之蓝”，将公司的营销重点转向梦系列，提升品牌定位。2010 年公司也在政府支持下并购双沟酒业，对产品线进行补充，抢占省内竞争制高点。2017 年 2 月梦之蓝手工班上市，所用基酒由百年明清老窖酿造，再放入百年地下酒窖陈化老熟 20 年以上，产量仅占洋河产量的 2%，彰显工匠精神，肩负着洋河进一步抢占高端的重任。

推新品布局电商新渠道，迎合“健康饮酒”新需求。在电商快速普及的背景下，公司也积极摸索新渠道的创新，2014 年公司推出电商专供的邃高遥系列，2015 年梦之蓝推出线上专供新品 M1，在新渠道布局洋河的明星系列。为了满足消费者“健康饮酒”的需求，洋河又推出微分子系列，将酒分子变为更小更易于分解的微分子，易下口不上头，对身体刺激更小。

图 8：洋河产品线扩充历史



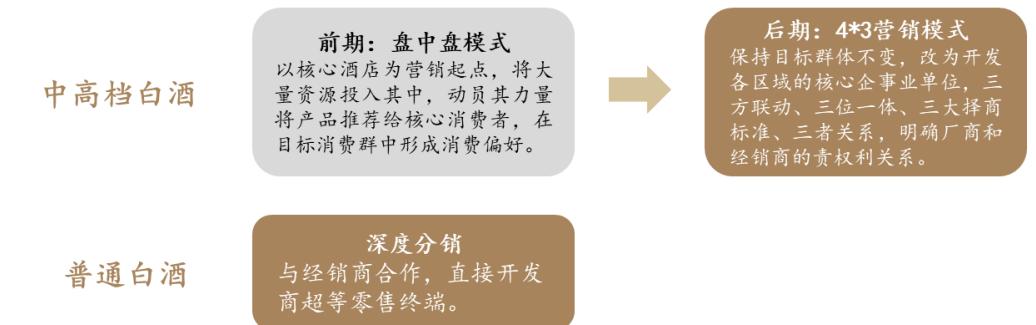
资料来源：公司资料，德邦研究所

2.3. 不断创新突破的营销模式是制胜关键

业内深度分销首创者，直接触达终端消费者。针对中高端产品，洋河在 2002-2003 年学习口子窖的“酒店盘中盘”策略，利用酒店渠道培育核心消费者。但随着酒店进店费、开瓶费上涨，核心酒店费用过高，2005 年洋河制定了“4*3”营销模式，保持目标消费群不变，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）。“4*3”营销模式明确了公司与经销

商的责权利分配等，营销对象从核心酒店转变为核心消费者，实现对消费者的终端拦截。针对普通白酒产品，洋河采用深度分销模式，厂家与经销商合作，直接开发商超等零售终端。

图 9：洋河早期中高档、普通白酒的营销模式



资料来源：招股说明书，德邦研究所

深度分销是洋河得以高速成长的重要原因。在经销商管理方面，不同于市场上以大经销商为主导的模式，洋河早期创造性地提出“1+1”营销模式，以厂商为主，经销商为辅，合作开发终端市场，即公司按地域设立营销网点，营销网点负责推进当地市场营销，直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商则负责物流和资金周转，这一模式构成洋河深度分销的基础。其后洋河不断加深深度分销模式，从2012年开始全面推进“天网工程”，将渠道网络不断下沉到地级县市，打造中国白酒行业最强大的营销网络平台，2012年公司即深度管理7000多家经销商，直接控制3万多名地面推广人员。2015年又进一步推出“522”极致化工程，拓展消费场景，明确增长点，作为深度分销的战略指引。洋河的深度分销模式帮助缓解了白酒产业链终端对经销商的依赖问题，直接触达消费者，增强了公司对终端营销的掌控能力。

图 10：洋河的深度分销模式逐步加深

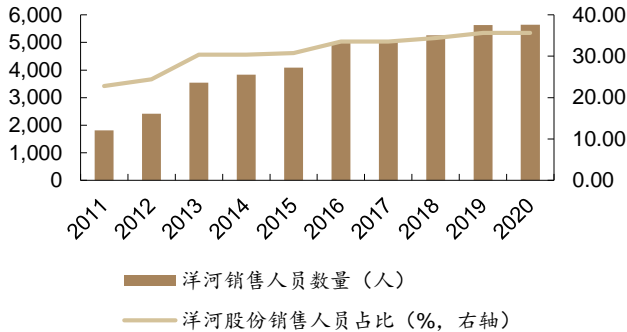


资料来源：公司年报，德邦研究所

强大的销售人员队伍是深度分销的前提。深度分销模式下公司依赖自己的业务员进行渠道拓展等，需要一只强有力的销售队伍。2020年公司销售人员达到5644人，销售人员占比达到35.6%，相对于业内其他公司千人左右的销售人员数量而言，公司销售人员数量遥遥领先，庞大的销售队伍、高效的执行力是公司贯

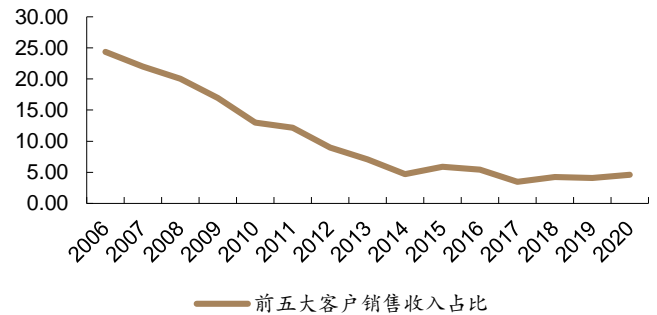
彻执行深度分销模式的重要前提。公司对于经销商的依赖大幅降低，单个经销商在公司的采购量下降，公司前五大客户销售收入占比从 2006 年的 24.4% 迅速下降，2020 年前五大客户销售收入占比仅为 4.6%，相比之下一直采用大经销商模式的茅台、五粮液的前五大客户销售收入占比均达到约 18%。

图 11: 洋河销售人员数量及白酒行业内销售人员占比对比



资料来源: wind, 德邦研究所

图 12: 洋河前五大客户销售收入占比下降至个位数

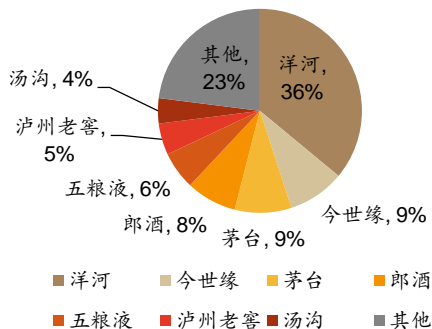


资料来源: wind, 德邦研究所

2.4. 绝对苏酒龙头，新江苏市场模式助力全国化

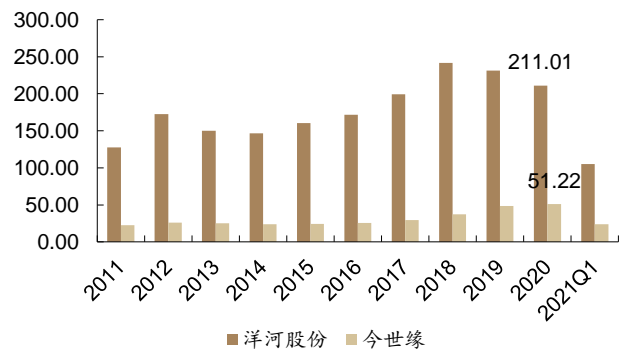
洋河是苏酒绝对龙头。江苏省内的老酒品牌有“三沟一河”，洋河在 2018 年江苏省白酒市场份额占比中高达 36%，远高于省内其他白酒品牌如今世缘、汤沟等，同时也远高于省外高端品牌如茅台、郎酒等。从营收体量来看，尽管今世缘近年来有所追赶，但 2020 年洋河营收 211.0 亿元，今世缘营收仅为 51.2 亿元，洋河遥遥领先。

图 13: 2018 年江苏省不同白酒市场份额占比



资料来源: 华经情报网, 德邦研究所

图 14: 洋河今世缘历史营收对比



资料来源: wind, 德邦研究所

表 1: 江苏省白酒不同价格带主要产品

价格段	主要省内品牌		主要省外品牌
	洋河	今世缘	
600 元以上	梦之蓝 M9、M6+、珍宝坊帝坊	国缘 V3、V6、V9	飞天、普五、国窖 1573、青花郎
300-600 元	梦之蓝 M3 水晶版、天之蓝、珍宝坊圣坊	四开国缘、对开国缘、国缘 K3/K5	剑南春水晶剑、红花郎、臻酿八号
100-300 元	海之蓝、珍宝坊君坊	单开国缘、今世缘典藏 10	古井 5 年、口子窖 6 年
100 元以下	洋河大曲、双沟大曲	红珍酿	五粮醇

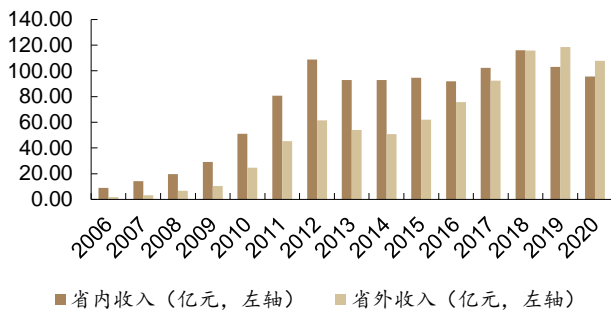
资料来源: 各公司资料, 德邦研究所

毗邻白酒消费大省/市，率先启动全国化布局，打造新江苏市场。公司拥有洋河、双沟两个江苏老牌名酒，在江苏省内市占率达到 20% 以上，但 2012 年前省

外收入规模仍较小。江苏省毗邻鲁豫、上海等地，均是白酒消费大省/直辖市，且无本土高端、次高端强势品牌，具有较大的潜在空间。2012年洋河启动全国化布局，提出建设新江苏市场，将上海、安徽、浙江、河南、山东、河北等地打造为样板市场，主要集中在华东地区。在行业深度调整期，政务需求断崖式下跌，而公司采取的深度分销模式，直控终端，更加容易接触到消费者，销售模式和渠道结构行业领先，管理经验丰富，便于向省外复制，充分享受渠道红利。

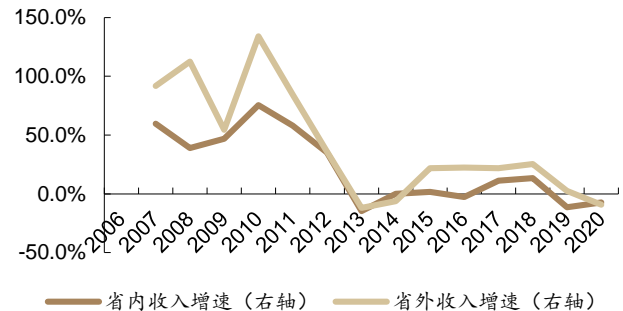
省外扩张取得成效，营收规模超过省内。2012-2014年受到行业调整的影响，公司行业领先的销售模式和渠道结构推动“新江苏市场”不断发展，省外收入增速对洋河的业绩贡献较大，“新江苏市场”模式对公司贡献明显。2015年起省外收入增速高于省内，渠道反馈，销售口径来看，2018年公司在河南省销售规模突破35亿元、山东省销售额达到25亿元左右，安徽省销售额超过20亿，省外扩张业绩表现优异。2019年起洋河省外收入超过省内，2020年省外收入107.7亿元，在总营收中占比达到53.0%。

图 15：洋河省外营收超过省内



资料来源：wind，德邦研究所

图 16：洋河省外营收增速高



资料来源：wind，德邦研究所

2.5. 升也深度分销，降也深度分销

深度分销模式下经销商积极性降低。白酒产业链中经销商发挥了帮助品牌维护意见领袖的作用，意见领袖在消费者群体中的影响力又会反过来增强品牌力。因此对于白酒品牌而言，经销商在渠道中的推力也对塑造品牌、扩张市场具有重要作用。洋河的深度分销模式让公司快速触达消费者、打开市场，在前期帮助公司取得高速成长，但同时也弱化了经销商的功能，限制了经销商的利润空间，难以吸引资源丰富、资金实力雄厚的经销商。

渠道问题在累积后集中爆发。2018年2019年公司问题集中爆发，主要包括：

(1) 公司对业务员以销量为主的KPI考核方式导致业务员给经销商压货严重，经销商库存高企；(2) 深度分销模式下经销商数量众多且渠道管控不严导致价格体系透明、窜货现象严重，且公司在2019年大幅提高海天系列、M6供货指导价，终端价格并未同步上升，经销商利润被严重削弱，推广积极性大幅降低，甚至出现经销商脱网现象。

表 2：洋河深度分销模式的优缺点

	优点	缺点
对经销商	利润稳定；开发客户压力小	利润空间更小
对品牌	直接服务于消费者，终端控制力强；对经销商的要求低	难以吸引到优质经销商，损失掉经销商手中的核心意见领袖资源

扩张 高度标准化的模式，大规模的业务团队，可复制，便于扩张 难以在扩张地建立可靠的经销商网络

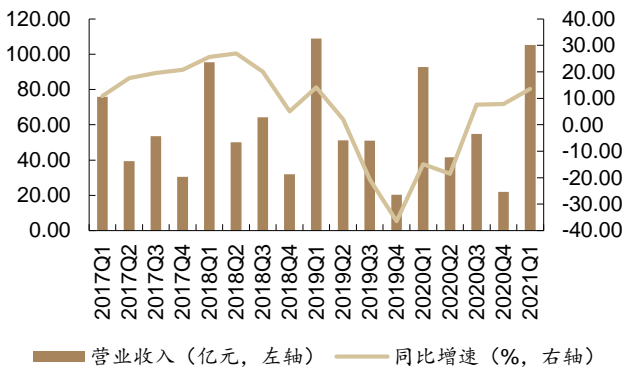
资料来源：公司资料，德邦研究所

次高端价位段品牌众多，品牌拉力和渠道推力的合力是次高端品牌持续成长的必备因素。在白酒黄金发展十年，各大酒企依靠自身原有的渠道体系，取得了较为合理的营收和业绩，洋河通过深度分销模式将蓝色经典推向全国，单瓶利润合适，终端渗透率不断提升，经销商以量取胜，渠道推力较强，品牌拉力随着终端铺市率的提升和广告营销的带动也在不断提升。对于平价产品，深度分销模式可以充分的享受渠道最大化的红利。在三公消费禁令后公司战略重心从政商消费转变为终端客户，将深度分销模式拓展到全产品线，凭借之前积累的管理经验和营销经验在更多区域更多产品上享受了渠道带来的发展红利。伴随着商务消费的复苏，白酒消费价格带不断拉升，洋河的品牌拉力不足以支撑更高价位段的产品，而此时不断收缩的渠道利润，降低了渠道对其高端产品的推动力，在 2018 年提价的导火索下问题爆发，洋河迎来调整的两年。

2.6. 调整初现成效，拐点复苏态势已现

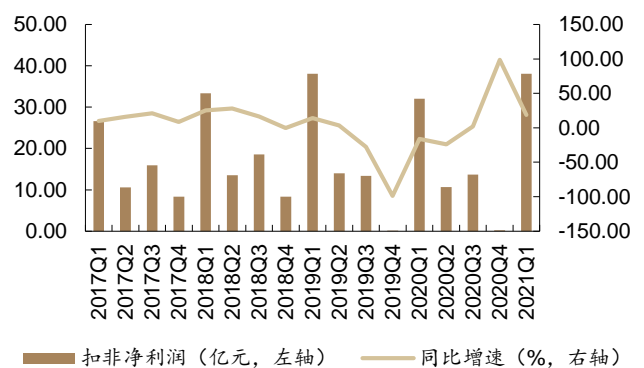
经营状况已经呈现出边际好转趋势。公司在管理架构、渠道、产品上进行重重改革，从渠道端调研反馈来看，公司各产品的经销商利润有所提升，经销商合作意愿显著改善，终端产品价格稳中有升。这一好转趋势在公司业绩上也有所表现，公司单季度营收、净利润自 2019Q3 起连续 4 个季度负增长，内部调整改革后自 2020Q3 起增速转正，后续随着渠道端状况持续改善，业绩有望迎来更大幅度改善。

图 17：洋河分季度营业收入及增速



资料来源：wind，德邦研究所

图 18：洋河分季度扣非净利润及增速



资料来源：wind，德邦研究所

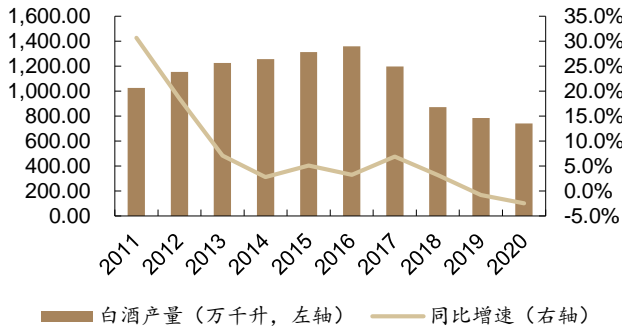
3. 次高端进入新一轮扩张期，公司战略准确聚焦

3.1. 行业向头部集中，消费升级下龙头酒企利润提升

行业马太效应显著。自 2017 年以来，白酒行业产量连年下滑，规模以上白酒企业数量在 2017 年达到近 10 年的高点后也逐年减少。但白酒行业的竞争格局持续得到优化，头部企业市场份额得到大幅提升，三大龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖市场份额分别从 2011 年的 4.9%、5.4%、2.2%，提升至 2020 年的 16.8%、

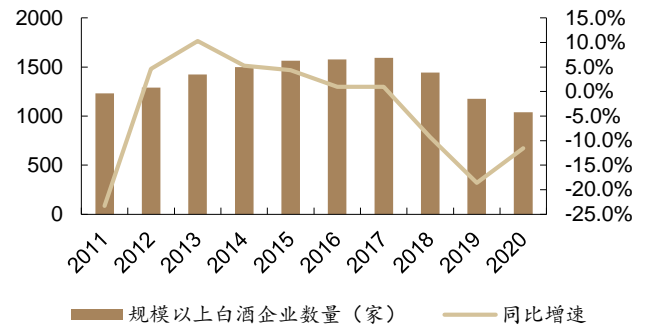
9.8%、2.9%，其他头部企业的市场份额也均有提升。

图 19: 2011-2020 年全国白酒产量



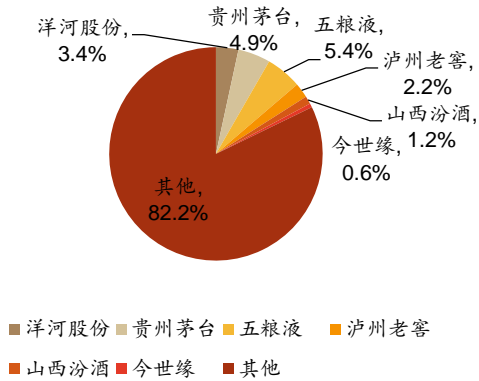
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 20: 2011-2020 年规模以上白酒企业数量



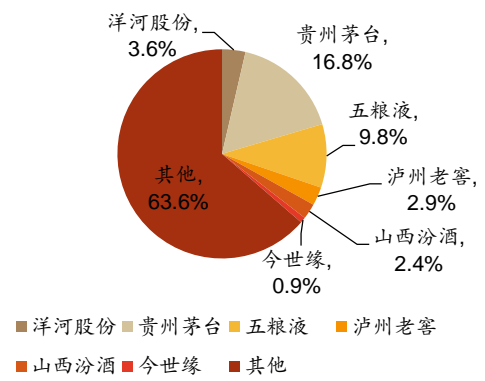
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 21: 2011 年白酒行业竞争格局



资料来源: wind, 德邦研究所

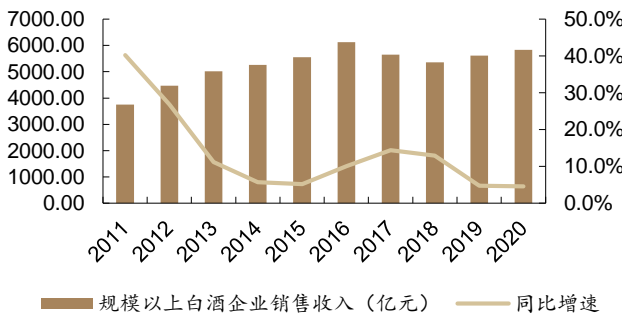
图 22: 2020 年白酒行业竞争格局



资料来源: wind, 德邦研究所

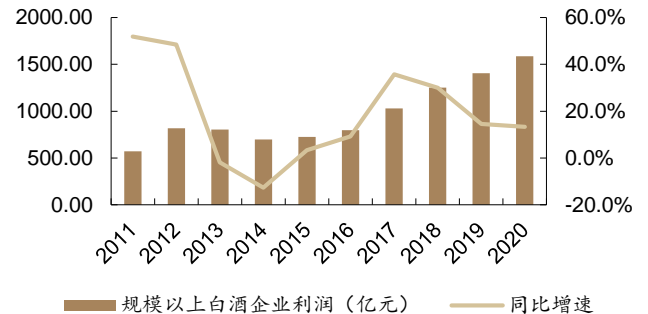
行业收入、盈利不断向知名酒企集中。得益于行业内消费不断升级，提价打开了酒企的利润空间，尽管量上有所下滑，但白酒行业近 3 年销售收入稳步提升，且利润增长幅度高于收入增长幅度，盈利能力提升。

图 23: 2011-2020 年规模以上白酒企业销售收入



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 24: 2011-2020 年规模以上白酒企业利润



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

3.2. 白酒价格天花板不断打开，次高端新主流价格迎来发展

白酒价格带至关重要，不同价格带对应不同的消费需求。高端价格带（高于 600 元）主要定位为满足高端消费人群身份和体验等需求，因此对品牌力要求高，需要以历史和文化提升产品附加价值，代表产品有茅台，五粮液等。次高端白酒

(300-600 元) 主要场景除了商务宴请外还有婚宴招待等, 一般需要依赖品牌+渠道+营销共同推动, 代表产品有洋河梦之蓝 M6+、M3、郎酒红花郎、剑南春水晶剑等。中端和低端产品则较多用于日常消费场景。

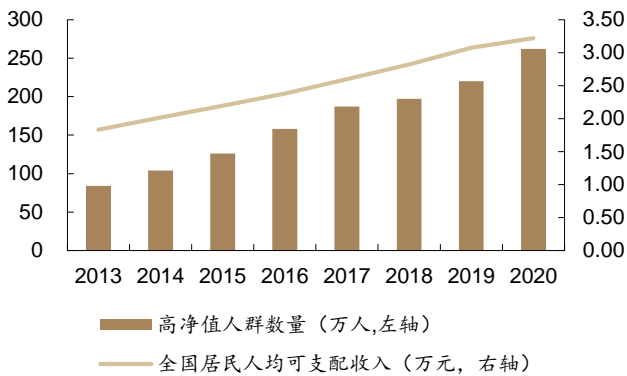
表 3: 白酒不同价格带产品定位

	价格带	定位	核心驱动因素	代表产品
高端	>800 元	满足消费人群身份、体验等需求	依靠品牌、历史、文化提升产品附加值	飞天茅台、普 5、国窖 1573、郎酒青花郎、酒鬼酒内参
次高端	300-800 元	商务、婚宴等	品牌+渠道+营销共同推动	洋河梦之蓝 M6+、洋河梦之蓝 M3、郎酒红花郎、剑南春水晶剑
中端	100-300 元	日常消费等	终端渠道的推广	洋河海之蓝、口子窖 5 年
低端	<100 元	日常消费等	终端铺货	汾酒玻汾、红星二锅头

资料来源: 各公司资料, 德邦研究所

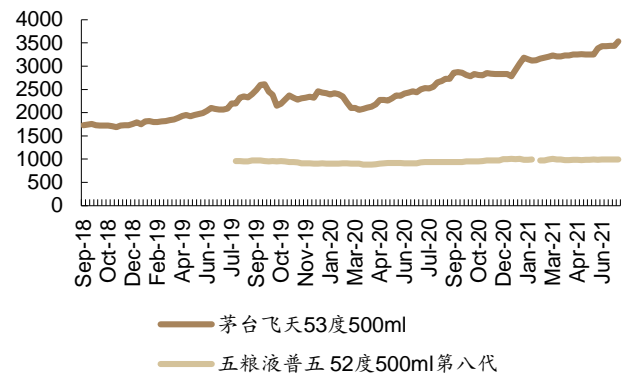
高端白酒价格屡创新高, 打开次高端提价空间。我国高净值人群数量快速增长, 全国居民人均可支配收入逐年增加。2013 年至 2020 年间全国居民人均可支配收入从 1.83 万元上升至 3.22 万元, 将近翻番, 高净值人群数量从 84 万人增加到 262 万人。居民消费能力增强, 带动白酒消费持续升级, 主流价格带向上提升。飞天茅台供求维持紧平衡, 批价持续上行站上 2000+ 价格带, 带动五粮液与国窖 1573 上行, 高端白酒千元价格带成形, 次高端白酒长线空间打开。

图 25: 居民消费能力不断提升



资料来源: wind, 德邦研究所

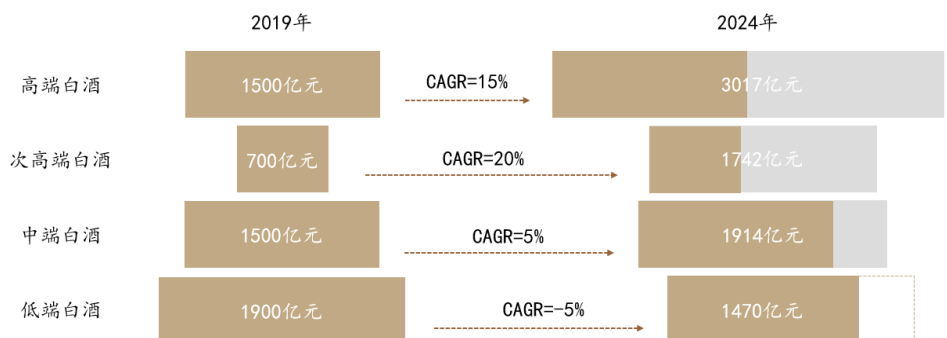
图 26: 2016-2021 茅台、五粮液一批价



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

次高端价格带当前规模较小, 尚存巨大扩容空间。2019 年次高端价格带收入规模约 700 亿元, 2015-2019 年 CAGR 达 37.8%, 价格带快速成长。当前老牌浓香酒企加码次高端, 新兴酱酒定位多在次高端价格带, 预计未来 5 年仍能保持年复合 20% 以上的增速, 是白酒增速最高的价格带, 2024 年市场规模或达到 1742 亿元, 约有 1000 亿元以上扩容空间。

图 27: 白酒各价格带规模演化图



资料来源: Wind, 酒说, 德邦研究所

600 元左右价格带有望成为新兴主流价格带之一。当前五粮液已经站到千元价格带, 次高端价位带进一步放开。我们预计次高端主流价格带将从 300 元跟随剑南春的步伐上移至 400 元, 且 600 元-700 元的新兴价位段被打开, 有望成为新兴的主流价格带之一, 目前已成为次高端酒企发力的重要战场, 洋河推出 M6+后抢先占位。

4. 重振旗鼓, 掀起“二次创业”新高潮

4.1. 组织架构迅速调整

调整组织架构, 管理层新上任力推改革。2019 年公司针对内部问题启动组织架构改革, 6 月将以销量为主的业务员刚性考核方式改革为柔性+跨期考核, 减轻业务员的销量压力, 将考核重点从增量向控价转移。同年 7 月公司启用刘化霜为公司副总裁, 担任营销负责人。刘化霜是“蓝色经典”的缔造者之一, 曾任洋河蓝色经典公司总经理, 在洋河初创期带领营销团队攻下南京市场, 拥有丰富的营销经验, 上任后在调整价格体系、重整渠道及经销商队伍、提高渠道利润等方面采取措施并取得了显著成效。2021 年 2 月, 新任董事长张联东上任, 2021 年 6 月公司内部领导分工进行调整, 由董事长张联东直接分管集团贸易全面工作, 主管双沟酒业及双沟酒业销售公司工作, 刘化霜分管产品中心和国际化战略工作, 我们认为新任董事长上任并分管销售工作体现了集团对销售的重视, 刘化霜作为苏酒贸易董事长仍将在集团营销工作决策中发挥重要作用, 公司有望在十四五期间焕发更大活力。

表 4: 洋河 2019 年后组织架构改革内容

	改革内容
员工考核机制改革	2019 年 6 月, 改革以销量为导向的刚性考核, 建立柔性考核+跨期考核方式, 把工作重点更多放在产品价格。
管理层调整	2019 年 7 月, 聘用刘化霜为公司副总裁, 任苏酒贸易董事长, 继续推动营销体系改革。
	2021 年 2 月, 宿迁市政府副秘书长张联东担任洋河董事长。 2021 年 6 月, 内部领导分工调整, 董事长张联东分管集团贸易全面工作, 主持双沟酒业、双沟酒业销售公司全面工作, 刘化霜协助钟雨做好股份公司经理层工作, 分管产品中心和国际化战略工作, 负责集团贸易党委工作。

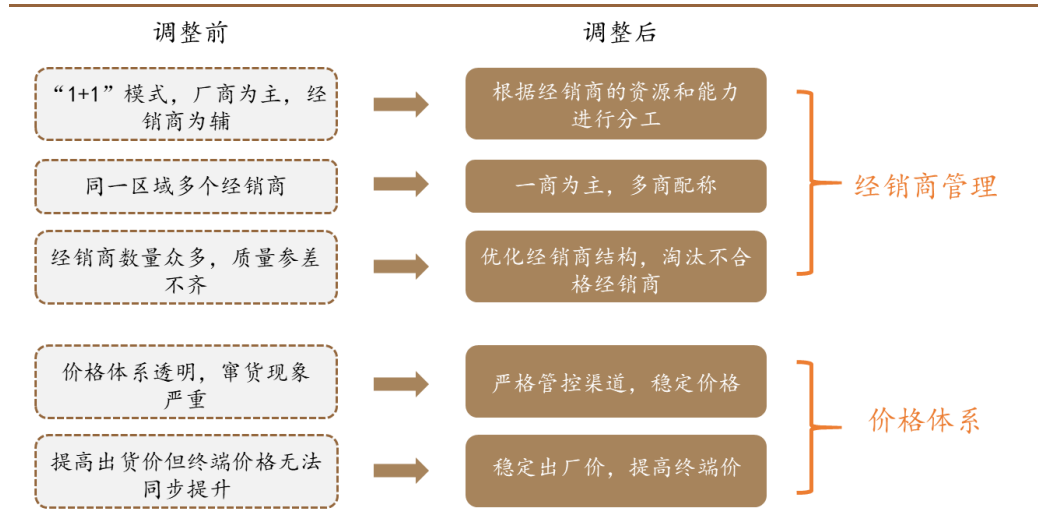
资料来源: 公司资料, 德邦研究所

4.2. 发力渠道改革, 重新定位经销商

提高经销商地位, 推出“一商为主, 多商配称”新模式。在核心的渠道问题上, 公司进行多角度调整。在经销商管理方面: 1) 公司重新定位和经销商的合作关系, 提高经销商的地位, 根据经销商的资源和能力进行分工。2) 提出“一商为主, 多商配称”的模式, 改变过去同一区域内多个经销商共存导致的价格体系混乱的现象。3) 优化经销商结构, 淘汰不合格经销商。2020 年公司对经销商结构进行调整, 省内经销商数量减少 413 个、新增 227 个后达到 3116 个, 省外经销商数量减少 1887 个、新增 976 个后达到 5935 个。对经销商的重新定位及结构优化有利于提高经销商的利润空间, 构建更稳固的合作关系。在价格体系上, 公司一方面严格管控渠道, 稳定价格体系, 另一方面通过稳定出厂价、提高终端价的

方式增厚经销商利润，调动经销商的积极性。根据渠道调研反馈，渠道深度改革后经销商利润大幅提升，推广意愿增强。

图 28：洋河 2019 年后渠道调整改革



资料来源：德邦研究所

4.3. 产品依次换代，核心产品 M6+表现优异

梦之蓝 M6+推出，以四个“加”全面升级。2019 年 11 月洋河正式推出梦之蓝 M6+，主张“下一个十年，更好的时代，值得更好的你”。M6+在 M6 的基础上进行产品升级，提出加品质、加规格、加形象、加防伪四个“加”，品质上增添更多陈酒，带来更醇厚的口感，规格上在行业内首推 550ml，形象设计较老 M6 更厚重典雅，从产品上给消费者带来更全面的升级体验。此外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，同时也通过扫码领红包、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。

致力于将 M6+打造为核心大单品，上市后营销活动不断。2019 年 12 月洋河成为中国航天事业合作伙伴，此后梦之蓝 M6+推出“百万航天合伙人”公益活动，顾客在每瓶酒扫码后由公司向航天事业捐款 5 元。公司也携手《挑战不可能》、《致敬百年风华》等节目、《我和我的家乡》、《大国飞天》等影视作品，不断升级品牌内涵，致力于将 M6+推广为全国化大单品。

图 29：洋河梦之蓝 M6+升级的四个“加”

<p>加品质 01</p> <p>产品增添更多陈酒， 口感更醇厚</p>	<p>加规格 02</p> <p>从500ml升级到550ml</p>
<p>加形象 03</p> <p>在M6的优雅设计的基础上加了厚重感，更典雅</p>	<p>加防伪 04</p> <p>可溯源数字体系，物理层面多重防伪</p>

资料来源：公司资料，德邦研究所

图 30：洋河梦之蓝 M6+上市后的一系列营销活动

时间	营销活动
2019.11	梦之蓝M6+上市，“更好的时代，值得更好的你”
2019.12	梦之蓝M6+联合艺术呈现《浮士德》话剧 洋河通过梦之蓝M6+成为中国航天事业合作伙伴，更好的时代，成就更伟大的航天梦
2020.1	薇娅直播间抢购梦之蓝M6+
2020.4-2020.6	购酒扫码领红包，并推出梦之蓝M6+“百万航天合伙人”航天公益活动，助力航天事业
2020.7-2020.10	梦之蓝M6+牵手央视节目《挑战不可能》
2020.8	举办2020经济发展论坛
2020.10	牵手《我和我的家乡》
2020.12	携手电视剧《大国飞天》正式开拍
2021.1	携手江苏卫视跨年演唱会
2021.2	上线梦之蓝M6+春节温情短片《中国年，让爱回家！》
2021.4-2021.7	携手江苏卫视人文讲述类节目《致敬百年风华》

资料来源：公司公众号，德邦研究所

M6+定位空白价格带，培育成熟进入放量期。M6+自推出之后表现强劲的原因除产品力的提升、营销力度的加持之外，还得益于精准的价格带定位。M6+批价处于 600 元价格带，京东商城零售价处于 600-1000 元价格带，这个价格带中几乎不存在强力竞争的大单品，在江苏省白酒消费价格带升级的背景下，M6+所处的价格带不断扩容。根据渠道调研，梦之蓝 M6+终端动销良好，渠道利润高，已经站稳 600 元价格带。

表 5：洋河梦之蓝 M6+定位空白价格带

品牌	大单品	批发价 (元)	零售价 (元)
贵州茅台	飞天茅台 52 度 500ml (2019)	3550	3833
五粮液	普 5 (八代) 52 度 500ml	990	1399
郎酒	青花郎 53 度 500ml	945	1299
泸州老窖	国窖 1573 52 度 500ml	930	1279
洋河	梦之蓝 M6+ 52 度 550ml	645	899
洋河	梦之蓝 M6+ 40.8 度 550ml	/	799
今世缘	国缘四开 42 度 500ml	/	558
剑南春	水晶剑 52 度 550ml	405	468
郎酒	红花郎 10 53 度 500ml	350	458

资料来源：今日酒价，京东商城，德邦研究所
 注：数据截止至 2021.7.10

据渠道调研数据，M6+当前出厂价为 600 元，较换代前老 M6 出厂价 465 元大幅上涨 29.0%。2020 年 M6+的收入规模约为 30-35 亿元，考虑到次高端不断扩容，M6+所处价格带 5 年复合增速在 20%以上，而洋河持续改革预期能带来更高增速；且公司致力于将 M6+打造为百亿大单品，我们预期未来 5 年 M6+销量复合增速为 20%，价格复合增速为 5%，2025 年营收规模将达到 95.3-111.2 亿元。

表 6：2025 年梦之蓝 M6+规模测算

收入规模	销量 5 年复合增速	价格 5 年复合增速	5 年复合增速	2025E
30-35 亿元 (2020 年)		3%	22%	79.6-92.8 亿元
		18%	5%	87.6-102.2 亿元
			7%	96.3-112.3 亿元
			3%	86.5-101.0 亿元
		20%	5%	95.3-111.2 亿元
			7%	104.7-122.1 亿元
			3%	94.0-109.7 亿元
		22%	5%	103.5-120.7 亿元
			7%	113.7-132.7 亿元

资料来源：渠道调研，德邦研究所

M3 水晶版采取跟随策略，尚处培育期。2020 年 11 月梦之蓝 M3 水晶版上市，对品质、规格、形象进行三重升级。品质上在 M3 的基础上加入更多特色调味酒和老陈酒，使产品在香气、口感、后味三方面全面升级，规格上也由原来的 500ml 增加到 550ml，形象上酒液晶莹剔透、瓶体梦幻多彩。M3 水晶版定位符合家宴、婚宴市场需求，在春节迎来第一波旺销，渠道调研反馈有望经过一段时间培育后在中秋有所放量。

据渠道调研数据，M3 水晶版当前批价为 440 元，较换代前 M3 批价 420 元上涨 4.8%。2020 年 M3 的收入规模约为 30-40 亿元，未来 M3 水晶版将采取跟随策略，由于白酒新品的推出需要一段孕育期，我们预期在 M3 水晶版成熟后量

价均还有提升空间。我们预期未来 5 年 M3 水晶版销量复合增速为 10%，价格复合增速为 3%，2025 年营收规模将达到 56.0-74.7 亿元。

表 7：2025 年梦之蓝 M3 水晶版规模测算

收入规模	销量 5 年复合增速	价格 5 年复合增速	5 年复合增速	2025E
30-40 亿元 (2020 年)	8%	1%	9%	46.3-61.8 亿元
		3%	11%	51.1-68.1 亿元
		5%	13%	56.3-75.0 亿元
	10%	1%	11%	50.8-67.7 亿元
		3%	13%	56.0-74.7 亿元
		5%	16%	61.7-82.2 亿元
		1%	13%	55.6-74.1 亿元
	12%	3%	15%	61.3-81.7 亿元
		5%	18%	67.5-90.0 亿元

资料来源：渠道调研，德邦研究所

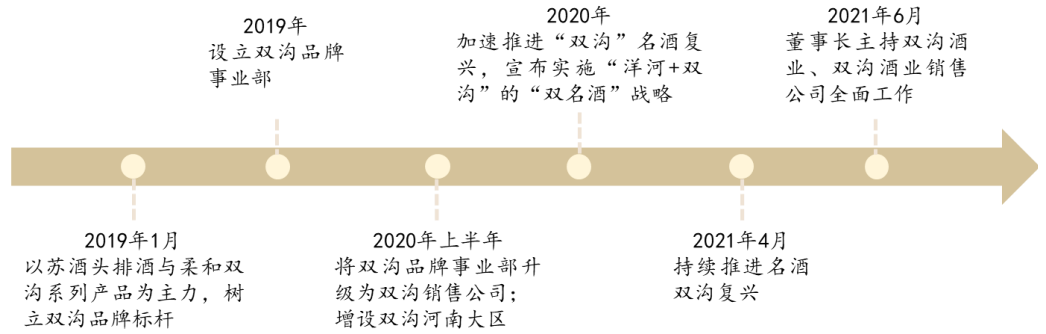
天之蓝即将焕新，产品线换代有序推进。2020 年股东大会上公司指出正在围绕梦之蓝产品体系进行深度研究分析，未来将进一步打造有梯次的品牌结构，重点之一就是打造高端品牌。目前公司也正在以洋河手工班为基本面作深入研究，围绕高端品牌的打造进行资源储备。在梦 6、梦 3 相继升级后，公司宣布天之蓝即将迎来升级换代，将从品质和包装等方面进行革新，海之蓝也将在天之蓝升级后随之调整，进而完成蓝色经典系列主要产品的全部换代。

4.4. 重塑双沟，推动双名酒战略

双沟镇地理位置优越，双沟大曲也是“国家名酒”之一。双沟酒业坐落在双沟镇，双沟镇紧邻洪泽湖湿地，洪泽湖湿地天然的地理优势是双沟酒品质的物质基础。洪泽湖湿地微生物基因数组达到 16000 多个，菌数约有 2125 万种，是其他地区微生物基因数组的 16 倍之多。优质的地下矿水水质微甜爽口，酸碱度适中，含有 20 多种微量元素。土壤呈微酸性、较黏、多为细沙，有利于水质渗透过滤和溶解黏土层中有益成分，土壤中还含有一类微生物——梭状芽孢杆菌，它利用土壤中的营养物质可代谢产生窖香的前驱物质。双沟地区酿酒历史起于殷商，繁于隋唐，盛于宋明。双沟酒业的前身起于明朝洪武十八年，明太祖朱元璋命皇太子朱标率文武群臣到距双沟近 20 公里处杨家墩建造明祖陵，后在双沟镇朱家祠堂内酿造明祖陵贡酒。抗战时期，陈毅元帅在饮双沟酒后豪情万丈，为双沟酒业留下了“不愧天下第一流”的赞誉。老名酒双沟大曲曾在 1984 年、1989 年第四届、第五届全国评酒会上获得国家名酒金质奖章。

提出双名酒战略，双沟生产、营销、财务等工作独立运作。鉴于双沟的历史名酒底蕴、优良的酒质基础，公司推出复兴双沟战略，2020 年正式宣布“洋河+双沟”的双名酒战略，在战略上将复兴双沟摆在重要位置，并提出将“双沟”打造成为洋河股份持续增长的第二极。组织架构上 2019 年新设立双沟品牌事业部，2020 年进一步升级为双沟销售公司，当前已组建独立的市场部、销售部和综合部，在生产、营销及财务等工作上独立运作，加速推进双名酒战略。双沟销售公司的区域化组织也从洋河体系剥离，新成立 40 多个分公司、办事处，遍布全国 33 个省市自治区、333 个地级市。2021 年 6 月公司新发布的管理层分工安排中由董事长主持双沟酒业、双沟酒业销售公司全面工作。

图 31：双沟战略调整，加速推进复兴



资料来源: 公司资料, 德邦研究所

发力高端布局, 换老品、推新品迎复苏。2019年3月, 苏酒头排酒推出, 弥补了双沟在超高端酒价位的空缺, 将品牌拉向新高度。苏酒头排酒由双沟的明代老窖池出产, 全部采用20年的头排酒作基酒, 30年头排酒作调味, 经由国家级品酒大师匠心打造。经过两年多的培育, 苏酒头排酒已经成为高端酒系列的又一重要增长极。在原有的高端产品方面, 公司2020年12月推出第3代绿苏, 对内在品质和外在形象进行同步升级, 同时运用数字化技术实现“一物、一码、一链”的全程追溯。根据渠道调研反馈, 2021年上半年头排苏酒增长223%, 绿苏增长74%, 双沟高端产品增势迅猛, 品牌加速向高端升级。

复刻金奖双沟大曲, 进军高线光瓶酒。公司2021年5月推出“金奖双沟大曲”, 在品质上继承了双沟大曲的十三大、十七大名酒基因, 设计上采用双沟大曲获奖瓶型并加上金奖烫金印泥标志, 复刻了老名酒双沟大曲的品质口感与瓶型设计。“金奖双沟大曲”的推出顺应行业高线光瓶酒的发展浪潮, 后续将通过先餐饮后流通的培育建立高线光瓶、高线餐饮、高线流通的三高壁垒。

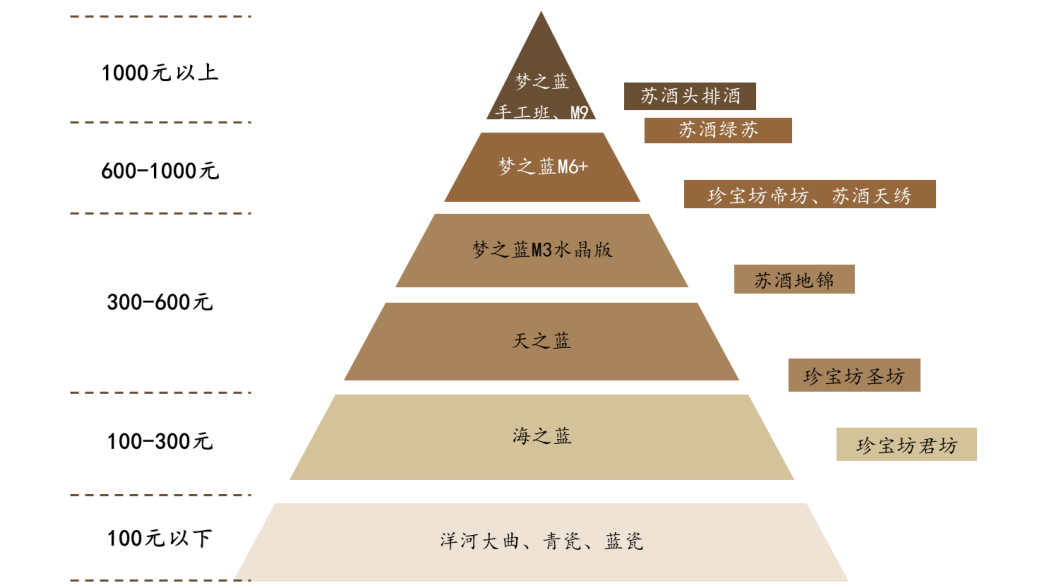
图 32: 双沟推新品、升级老品重塑品牌



资料来源: 公司资料, 德邦研究所

双沟补位洋河空缺价格带, 公司产品价格带布局紧密。在双名酒战略下, 公司对梦之蓝系列进行换代升级, 对双沟进行品牌重塑, 双沟的苏酒头排酒、绿苏、天绣、地锦、珍宝坊系列等对洋河的价格带进行补充, 洋河和双沟的价格带形成互补。

图 33: 双沟和洋河价格带互为补充



资料来源: 公司资料, 德邦研究所

表 8: 洋河、双沟产品矩阵

价格带	品牌	产品	规格	度数	价格(元)
1000元以上	洋河	梦之蓝手工班(2019版)	500ml	52度	2588
		梦之蓝M9	500ml	52度	2099
	双沟	苏酒头排酒	500ml	52度	1818
600-1000	洋河	梦之蓝M6+	550ml	52度/40.8度	899/799
		微分子大V	500ml	33.8度	648
	双沟	苏酒绿苏	480ml	40.8度	980
		苏酒天绣	500ml	40.8度	723.8
		珍宝坊帝坊	500ml	42度	699
		梦之蓝M3水晶版	550ml	52度/40.8度	639/539
300-600	洋河	天之蓝(电商)	500ml	52度/40.8度	459/429
		梦之蓝M1(尊享版)	500ml	52度/45度	434/419
		梦之蓝M1	500ml	52度/45度	429/399
	双沟	微分子小V	500ml	43.8度	389
		天之蓝	520ml	42度	369
		苏酒地锦	500ml	40.8度	536
100-300	洋河	珍宝坊圣坊	500ml	42度	319
		高之蓝(电商)	500ml	52度/42度	309/289
		海之蓝	520ml	42度	166
	双沟	邃之蓝(电商)	500ml	52度/42度	139/129
		珍宝坊君坊	500ml	52度/41.8度	169/159
100以下	洋河	洋河大曲蓝瓷	480ml	42度	85
		洋河大曲青瓷	480ml	42度	69
		洋河大曲	375ml	42度	39
	双沟	珍宝坊红君坊I号/II号	500ml	42度	107/86
		双沟大曲小青花	480ml	42度	78

资料来源: 京东商城, 德邦研究所
注: 数据截止至 2021.7.10

4.5. 加大贵酒投入, 推出新品中高端酱酒

全新推出“贵酒·手工小坛”系列, 进军中高端酱酒市场。2016年公司全资收购贵州贵酒, 贵州贵酒前身是国营贵阳酒厂, 始建于1950年, 旗下“贵酒”、

“黔春酒”、“贵阳大曲”是贵州省老牌名酒，2012年被贵州省商务厅授予“贵州老字号”称号。公司收购贵酒正式进入酱酒领域，先后在贵州贵阳修文和遵义仁怀茅台镇布局了生产基地，扩充公司在区域、香型、品牌上的布局。2021年公司在贵酒的市场营销及内部管理方面加大投入，目前已构建四个销售大区和一个大客户部，并推出全新“贵酒·手工小坛”系列，以最适合制造酱酒的贵州高原原产红缨糯高粱及山泉水为原料，采用手工大曲坤沙工艺，产品定位中高端，焕发老牌名酒活力。

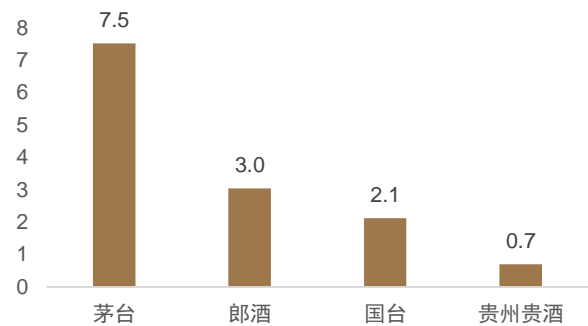
贵酒产能储备充足。酱香酒生产储藏周期长、产能相对有限，业内同行竞相扩张产能。贵酒目前产能上年产大曲酱香7000吨，且储酒能力强，能达到1.8万吨，二期建成后能达2.8万吨，产能上虽与头部酱香型酒企有差距，但非头部酱香型企业的年产能大多不足5000吨，公司有较大的增长及扩张潜力。

图 34：贵酒产品线

定位	品牌	原料及工艺
中高端	贵酒·手工小坛	精选贵州高原原产红缨糯高粱和山泉水原材料，采用坤沙工艺
中端	贵酒5年	
	黔春酒	
	贵阳大曲	

资料来源：公司资料，德邦研究所

图 35：酱香型基酒产能（万吨）



资料来源：公司年报，公司公众号，德邦研究所

5. 推出新一轮股权激励，考核目标进取

新任管理层持股比例低，全新推出股权激励焕发活力。在历史上洋河通过两次股权改制构建了国资委、管理层、经销商及其他股东共同持股的股权结构，对管理层及经销商均起到了显著激励作用，是推动公司高速成长的重要因素之一。但随着洋河组织架构及人事调整，新任管理层持股比例较低。公司于7月15日发布第一期核心骨干持股计划（草案），预计持股规模不超过966.1万股，约占公司总股本的0.64%，购买回购股份的价格为103.73元/股。公司高管中，董事长张联东、副董事长及总裁钟雨、董事及执行总裁刘化霜拟持有份额各占持股计划比例1.00%。股权激励计划发布后管理层持股比例显著提高，且洋河此次股权激励计划涉及共计不超过5100人，激励范围广，有利于从上至下激发更多人员活力。

表 9：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 (股)	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	1.00%	0.0064%
钟雨	副董事长、总裁	0	0	1.00%	0.0064%
刘化霜	董事、执行总裁	0	0	1.00%	0.0064%
周新虎	董事、副总裁、总工程师	2,878,291	0.1910%	0.50%	0.1942%
郑步军	副总裁	45,000	0.0030%	0.50%	0.0062%
陈太清	监事会主席	0	0	0.50%	0.0032%
陈福亚	监事	0	0	0.50%	0.0032%
陈太松	监事	0	0	0.50%	0.0032%
林青	副总裁	0	0	0.50%	0.0032%
傅宏兵	副总裁	0	0	0.50%	0.0032%
尹秋明	副总裁、财务负责人	0	0	0.50%	0.0032%
李玉领	副总裁	0	0	0.50%	0.0032%
张学谦	总裁助理	0	0	0.30%	0.0019%
宋志敏	总裁助理	0	0	0.30%	0.0019%
陆红珍	董事会秘书	0	0	0.20%	0.0013%
其他核心骨干 (不超过 5085 人)		-	-	91.72%	-

资料来源：公司公告，德邦研究所

股权激励计划考核目标进取，公司进入新一轮发展阶段。本持股计划业绩考核要求为：2021 年营业收入较 2020 年增长不低于 15%且 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15%。此次股权激励计划目标设置较为积极，体现出公司的发展信心，在双品牌驱动下，公司进入新一轮发展阶段。

6. 盈利预测及估值模型

6.1. 盈利预测

公司持续推进“双品牌”战略，在推动洋河品牌升级的同时焕发双沟品牌活力，发挥洋河、双沟双品牌在价格带上的互补作用，同时优化产品矩阵，巩固全价格带布局。

洋河方面，2019年11月公司推出核心大单品梦之蓝 M6+，经过培育期后当前在 600 元左右的次高端空白价格带占位成功，已经进入放量阶段，成为拉动公司营收增长的核心大单品。M3 水晶版在 2020 年 11 月推出，后续将采取跟随策略，有望在中秋国庆有所放量。天之蓝即将换代，海之蓝换代也在战略筹备阶段。公司依次对梦之蓝、天之蓝、海之蓝换代升级，以产品提升带动公司品牌定位的提升，提升公司的利润空间。

双沟方面，作为江苏省老牌名酒“三沟一河”之一，品牌具有深厚的历史底蕴，当前双沟工作由董事长主持，在生产、营销、财务等方面独立运作，有望加速品牌复苏进程。

中高档酒：公司中高档产品指出厂价 ≥ 100 元/500ml的产品，主要产品包括梦之蓝、天之蓝、海之蓝、珍宝坊帝坊、珍宝坊圣坊等。由于 2021 年梦之蓝 M6+ 快速放量，带动整体中高档酒增速提升，M3 水晶版有望逐步放量，天之蓝、海之蓝换代提供后劲。预期中高档酒 2021-2023 年实现收入 206.48/243.64/287.50 亿元，增速为 17.0%/18.0%/18.0%。

普通酒：公司普通产品指出厂价 < 100 元/500ml的产品，主要产品包括洋河大曲、双沟大曲等。洋河大曲、双沟大曲分别获得三届、两届“国家名酒称号”，均是省内老牌名酒，2021 年公司推出“金奖双沟大曲”进军高线光瓶酒，名酒品牌背书下有望抢先占位这一潜力巨大的市场。预期普通酒 2021-2023 年实现收入 29.55/31.92/33.83 亿元，增速为 10.0%/8.0%/6.0%。

我们预期洋河股份 2021~2023 年实现营收 244.46/284.42/330.63 亿元，增速为 15.9%/16.3%/16.2%。

图 36：洋河股份营业收入拆分及预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	241.60	231.26	211.01	244.46	284.42	330.63
YOY	21.3%	-4.3%	-8.8%	15.9%	16.3%	16.2%
酒类 (亿元)	231.87	221.61	203.34	236.03	275.56	321.33
YOY	19.1%	-4.4%	-8.2%	16.1%	16.7%	16.6%
中高档酒			176.48	206.48	243.64	287.50
YOY			-7.2%	17.0%	18.0%	18.0%
普通酒			26.87	29.55	31.92	33.83
YOY			-14.9%	10.0%	8.0%	6.0%
其他 (亿元)	9.73	9.65	7.67	8.43	8.86	9.30
YOY	116.2%	-0.8%	-20.5%	10%	5%	5%

资料来源：wind，德邦研究所

毛利率：一方面，在梦之蓝、天之蓝、海之蓝依次更新换代后产品价格不断提升，利润空间打开后毛利率有望逐步提升。另一方面，核心产品 M6+ 的高速增长将带来次高端产品占比的提升，产品结构不断优化，整体毛利率上升。预期 2021-2023 年毛利率分别为 74.31%、76.26%、78.27%。

图 37：洋河股份毛利率预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	73.7%	71.4%	72.3%	74.31%	76.26%	78.27%
酒类	76.2%	74.0%	74.2%	76.4%	78.2%	80.1%
中高档酒			79.9%	82.0%	83.5%	85.0%
普通酒			37.2%	37.5%	38.0%	38.5%
其他	15.1%	11.6%	20.7%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: wind, 德邦研究所

6.2. 估值及投资建议

我们预期洋河股份 2021~2023 年实现营收 244.46/284.42/330.63 亿元, 实现归母净利润 83.01/101.80/124.57 亿元, 对应 EPS 5.51/6.76/8.27 元, 对应 PE 为 32.13/26.20/21.41 倍。当前主要白酒行业公司 2021 年预期市盈率中位数为 48.63 倍, 均值为 54.09 倍, 洋河估值水平较行业均值偏低。考虑到次高端空间广阔, 且 M6+ 抢先占位 600 元新兴主流次高端价格带, 公司产品未来依次换代, 首次覆盖给予“买入”评级。

图 38: 洋河股份可比公司估值表

股票代码	公司	市值	收盘价	市盈率				EPS				ROE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002304.SZ	洋河股份	2,666.77	176.96	35.50	32.13	26.20	21.41	4.98	5.51	6.76	8.27	19.44%	19.64%	21.51%	23.04%
600519.SH	贵州茅台	21,517.29	1,712.89	46.08	40.02	34.32	29.85	37.17	42.80	49.91	57.39	31.41%	28.40%	27.83%	26.87%
000858.SZ	五粮液	8,972.34	231.15	44.96	36.78	30.86	26.23	5.14	6.29	7.49	8.81	24.94%	24.20%	24.27%	24.03%
000568.SZ	泸州老窖*	2,783.03	190.00	46.34	36.57	27.90	22.20	4.10	5.20	6.81	8.56	26.03%	28.31%	31.30%	32.87%
600809.SH	山西汾酒	3,920.96	321.36	90.51	78.11	57.59	44.22	3.55	4.11	5.58	7.27	35.76%	36.95%	36.22%	34.43%
000596.SZ	古井贡酒	919.53	199.50	54.21	44.86	36.67	30.61	3.68	4.45	5.44	6.52	19.53%	20.03%	20.72%	20.94%
000799.SZ	酒鬼酒*	687.22	211.50	139.79	82.31	57.06	43.73	1.51	2.57	3.71	4.84	17.21%	24.26%	27.09%	27.48%
600702.SH	舍得酒业	709.56	211.18	121.01	61.71	44.47	33.13	1.75	3.42	4.75	6.38	17.56%	24.49%	26.11%	26.73%
600779.SH	水井坊	567.86	116.26	77.65	52.40	40.49	32.81	1.50	2.22	2.87	3.54	34.43%	41.20%	43.36%	42.94%
	中位数				48.63	38.58	31.71								
	均值				54.09	41.17	32.85								

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 标*公司为德邦已发深度覆盖, 采取德邦预测数据, 其他公司采用 wind 一致预期; 收盘价采取 2021 年 7 月 27 日数据

7. 风险提示

次高端行业竞争加剧。近年来白酒主流价格带不断升级, 次高端市场被打开, 白酒企业均认识到这一行业红利, 以老品换代或新品升级的方式进军次高端市场, 可能加剧行业竞争。

新品终端动销表现不及预期。洋河 M3 水晶版目前正在培育期, 天之蓝即将焕新, 若换代后终端动销和提价不及预期, 则会对公司成长造成影响, 也会影响后续的改革进程。

双沟复苏不及预期。双沟新品推出后市场表现不及预期, 产品结构优化和升级不及预期。

实际销量增速不及假设预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	4.98	5.51	6.76	8.27
每股净资产	25.54	28.05	31.40	35.87
每股经营现金流	2.64	5.35	6.35	7.74
每股股利	3.00	3.00	3.40	3.80
价值评估(倍)				
P/E	35.50	32.13	26.20	21.41
P/B	6.93	6.31	5.63	4.93
P/S	12.64	10.91	9.38	8.07
EV/EBITDA	31.97	23.70	19.04	15.21
股息率%	1.7%	1.7%	1.9%	2.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	72.3%	74.3%	76.3%	78.3%
净利润率	35.5%	34.0%	35.8%	37.7%
净资产收益率	19.4%	19.6%	21.5%	23.0%
资产回报率	13.9%	14.2%	15.8%	17.1%
投资回报率	14.4%	19.1%	20.8%	22.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-8.8%	15.9%	16.3%	16.2%
EBIT 增长率	-15.4%	45.6%	21.8%	21.6%
净利润增长率	1.3%	10.9%	22.6%	22.4%
偿债能力指标				
资产负债率	28.6%	27.7%	26.7%	25.7%
流动比率	2.5	2.7	2.9	3.1
速动比率	1.5	1.7	2.0	2.2
现金比率	0.5	0.8	1.1	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	926.4	850.0	800.0	780.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	3.1	3.4	3.9	4.4

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,482	8,301	10,180	12,457
少数股东损益	2	2	3	4
非现金支出	789	76	82	79
非经营收益	-2,250	-1,277	-1,479	-1,716
营运资金变动	-2,045	959	790	834
经营活动现金流	3,979	8,061	9,577	11,658
资产	-353	-260	-333	-282
投资	3,623	-10	-10	-8
其他	1,203	1,271	1,479	1,719
投资活动现金流	4,473	1,001	1,136	1,429
债权募资	-0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-5,505	-4,520	-5,120	-5,720
融资活动现金流	-5,505	-4,520	-5,120	-5,720
现金净流量	2,943	4,541	5,593	7,366

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月27日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,101	24,446	28,442	33,063
营业成本	5,852	6,281	6,752	7,184
毛利率%	72.3%	74.3%	76.3%	78.3%
营业税金及附加	3,416	3,667	4,266	4,959
营业税金率%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	2,604	2,934	3,413	3,968
营业费用率%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	1,729	1,956	2,275	2,645
管理费用率%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	260	293	313	331
研发费用率%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
EBIT	7,333	10,681	13,012	15,825
财务费用	-87	-285	-437	-632
财务费用率%	-0.4%	-1.2%	-1.5%	-1.9%
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	1,207	1,271	1,479	1,719
营业利润	9,895	10,962	13,453	16,464
营业外收支	-16	6	-0	-4
利润总额	9,879	10,969	13,452	16,461
EBITDA	8,116	10,757	13,093	15,904
所得税	2,394	2,665	3,269	4,000
有效所得税率%	24.2%	24.3%	24.3%	24.3%
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司所有者净利润	7,482	8,301	10,180	12,457

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,243	11,785	17,377	24,744
应收账款及应收票据	618	676	748	824
存货	14,853	14,626	14,798	15,351
其它流动资产	14,524	14,537	14,544	14,552
流动资产合计	37,238	41,624	47,468	55,471
长期股权投资	30	39	49	57
固定资产	6,883	7,092	7,349	7,582
在建工程	223	239	267	268
无形资产	1,714	1,679	1,645	1,611
非流动资产合计	16,628	16,828	17,089	17,297
资产总计	53,866	58,453	64,557	72,768
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,152	1,248	1,342	1,423
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	13,505	14,212	15,159	16,549
流动负债合计	14,657	15,460	16,501	17,972
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	739	739	739	739
非流动负债合计	739	739	739	739
负债总计	15,397	16,200	17,241	18,711
实收资本	1,507	1,507	1,507	1,507
普通股股东权益	38,485	42,266	47,326	54,062
少数股东权益	-15	-13	-9	-6
负债和所有者权益合计	53,866	58,453	64,557	72,768

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

邓周贵，食品饮料分析师。南京大学应用统计硕士，4 年食品饮料研究经验，2021 年 3 月加入德邦证券研究所，主要覆盖酒类，研究数据详实，产业跟踪紧密。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。