

江苏洋河集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5230号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏洋河集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏洋河集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 洋河 02”“17 洋河 01”和“16 洋河 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月二十八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受江苏洋河集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

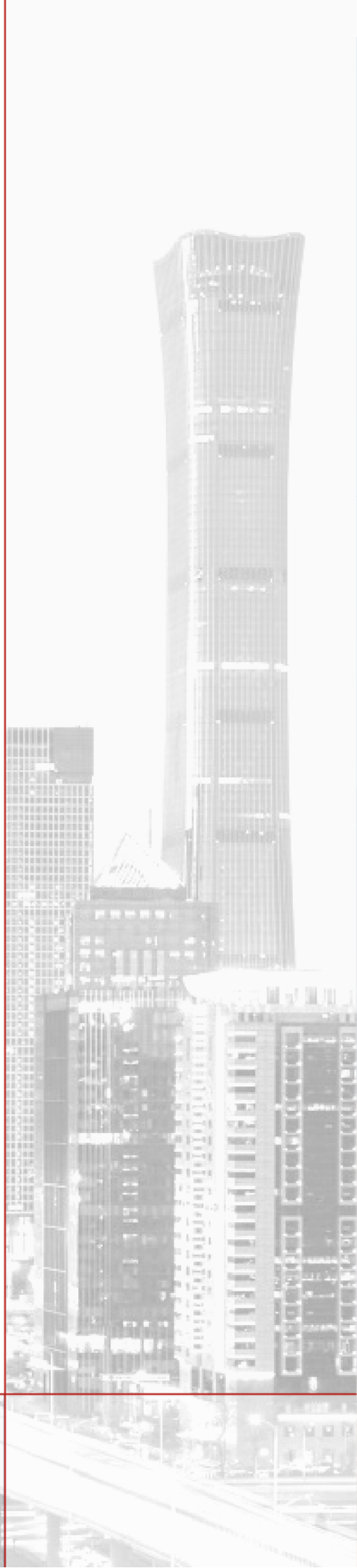
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



江苏洋河集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
江苏洋河集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/28
17 洋河 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
17 洋河 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
16 洋河 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，江苏洋河集团有限公司（以下简称“公司”）的收入仍主要来自控股子公司江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”）的白酒业务。作为国内知名白酒酿造企业，洋河股份在行业内仍保持了综合竞争优势。2023 年，受益于白酒产品结构优化和价格提升，公司营业总收入和利润总额同比均有所增长，但期间费用对利润仍有一定侵蚀。截至 2023 年底，公司货币资金充裕，资产受限比例很低，资产质量良好；债务结构仍以长期债务为主，债务负担仍较轻。2023 年，公司收入实现质量仍较好，长短期债务偿债指标表现非常好。公司在建项目尚需一定资金投入，但整体资金压力可控。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到白酒行业竞争激烈，公司权益稳定性较弱、公司本部债务负担重且利润来源依赖投资收益等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2023 年，公司现金类资产和经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的保障程度很高。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司进一步拓展省外销售渠道，以及中高端白酒产销量占比提升，公司白酒业务综合实力有望提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：中高端白酒竞争日益激烈，公司市场份额被挤占，营业收入及利润总额大幅下降；出现严重的食品安全风险事件，对公司经营业绩产生严重不利影响；公司因资产划转等因素，丧失对主要子公司的控制权；子公司的现金分红不及预期；公司本部债务压力大幅加大；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- 公司竞争优势强，发展受到外部支持。**公司下属子公司洋河股份拥有六个中国驰名商标，品牌优势显著，酿造工艺水平高，生产规模大，截至 2023 年底，公司白酒产品销售已渗透到全国各个地市级区域。宿迁市政府重视当地酿酒产业的发展，公司外部发展环境良好。2023 年，公司获得股东增资 5.00 亿元。
- 公司经营业绩进一步提升。**2023 年，受益于白酒产品结构优化和价格提升，公司实现营业总收入 336.76 亿元，同比增长 10.26%；实现利润总额 135.42 亿元，同比增长 6.88%。
- 公司资产质量良好，债务负担较轻，经营活动现金净流入规模扩大。**截至 2023 年底，公司货币资金 268.09 亿元，占流动资产的 43.47%；受限资产占比很低。截至 2023 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 34.59%和 16.19%。2023 年，公司经营活动现金净流入规模同比扩大至 17.51 亿元。

关注

- 白酒行业竞争激烈。**公司在全国范围内面临“五粮液”“贵州茅台”“泸州老窖”等品牌竞争，区域范围内面临“国缘”“皖酒”等白酒企业品牌竞争。此外，随着人们消费习惯转向啤酒、红酒市场，白酒市场竞争将更趋激烈。
- 期间费用对利润形成侵蚀。**2023 年，公司费用总额为 69.11 亿元，占营业总收入的 20.52%，对利润形成一定侵蚀。

- **公司权益稳定性较弱；公司本部债务负担重,利润来源依赖投资收益。**截至 2023 年底，公司未分配利润及少数股东权益合计占所有者权益总额的 93.81%；公司本部经营性业务规模小，全部债务 94.87 亿元，公司本部债务负担重。公司本部自身经营性业务规模小，利润主要来自下属子公司洋河股份的分红

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
		指示评级		
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

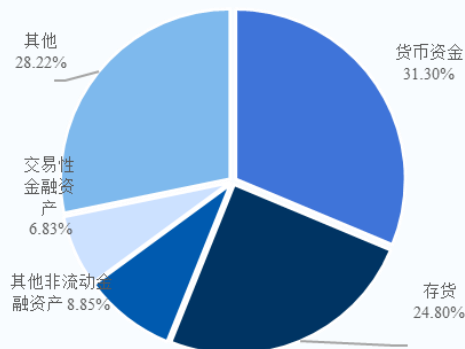
合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	348.64	334.48	406.87
资产总额（亿元）	801.05	856.63	919.68
所有者权益（亿元）	499.50	560.29	622.52
短期债务（亿元）	51.89	44.25	74.56
长期债务（亿元）	44.26	64.00	78.79
全部债务（亿元）	96.15	108.25	153.35
营业总收入（亿元）	305.43	336.76	164.03
利润总额（亿元）	126.70	135.42	82.68
EBITDA（亿元）	137.13	146.13	--
经营性净现金流（亿元）	17.43	17.51	46.20
营业利润率（%）	59.97	59.55	60.23
净资产收益率（%）	19.06	18.33	--
资产负债率（%）	37.64	34.59	32.31
全部债务资本化比率（%）	16.14	16.19	19.77
流动比率（%）	237.19	271.54	312.48
经营现金流动负债比（%）	6.92	7.71	--
现金短期债务比（倍）	6.72	7.56	5.46
EBITDA 利息倍数（倍）	48.99	44.00	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.70	0.74	--

公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	111.66	136.85	162.53
所有者权益（亿元）	18.95	31.33	32.49
全部债务（亿元）	82.07	94.87	109.33
营业总收入（亿元）	1.10	1.27	0.05
利润总额（亿元）	15.52	19.88	1.17
资产负债率（%）	83.03	77.11	80.01
全部债务资本化比率（%）	81.24	75.18	77.09
流动比率（%）	157.25	212.46	210.97
经营现金流动负债比（%）	-46.49	-77.16	--

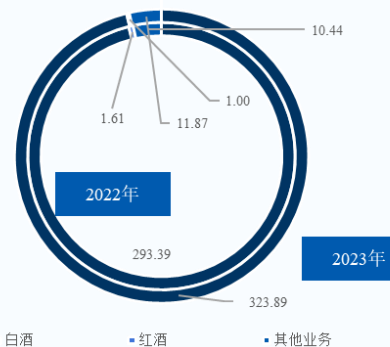
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “-”表示指标不适用，“/”表示数据未获取；4. 本报告将公司合并口径中其他流动负债中的短期融资券计入有息债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

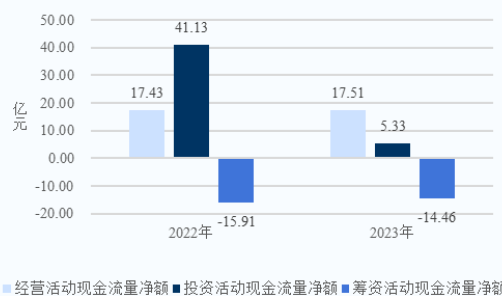
2023 年底公司资产构成



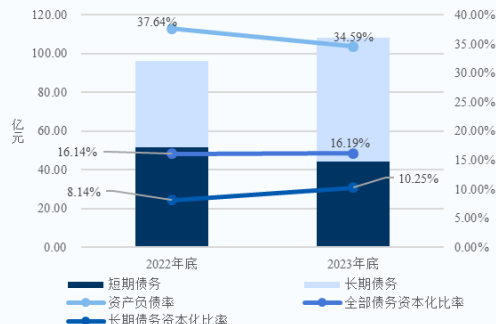
2022—2023 年公司收入构成（单位：亿元）



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	截至 2024 年 3 月底债券余额	到期兑付日	特殊条款
17 洋河 02	6 亿元	2.4178 亿元	2026-08-21	回售条款；调整票面利率
17 洋河 01	5 亿元	5 亿元	2027-04-28	回售条款；调整票面利率
16 洋河 01	10 亿元	1.5550 亿元	2026-03-24	回售条款；调整票面利率

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 洋河 01 17 洋河 01 17 洋河 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/27	李敬云 王兴龙	一般工商企业信用评级方法（V3.1.202204） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202204）	阅读全文
17 洋河 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2017/08/10	高鹏 孙林林	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文
17 洋河 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2017/04/20	冯磊 王安娜	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文
16 洋河 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2015/11/02	周旭 冯磊	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李敬云 lijingyun@lhratings.com

项目组成员：华艾嘉 huaaj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏洋河集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于1949年7月，原名淮海贸易公司三分公司洋河槽坊，后改称苏北淮阴区酒类专卖事业公司洋河制酒厂，1986年8月经江苏省工商局批准更名为江苏洋河酒厂。1997年5月，经江苏省人民政府批准，江苏洋河酒厂整体改制为现名。截至2024年3月底，公司注册资本为15.00亿元，唯一股东为宿迁产业发展集团有限公司（以下简称“产发集团”），实际控制人为宿迁市人民政府，宿迁市国有资产监督管理委员会（以下简称“宿迁市国资委”）代行出资人职权，实际控制人所持有的公司股份未质押。

截至2024年3月底，公司主营业务未变化，仍主要从事白酒的生产和销售；按照联合资信行业分类标准划分为食品饮料行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至2024年3月底，公司本部组织架构较上年底无变化（组织架构图见附件1-2），合并范围内拥有子公司76家，其中上市公司1家，为江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”，股票代码“002304.SZ”），公司持有洋河股份34.18%的股份（无质押）。

截至2023年底，公司合并资产总额856.63亿元，所有者权益560.29亿元（含少数股东权益349.20亿元）；2023年，公司实现营业总收入336.76亿元，利润总额135.42亿元。截至2024年3月底，公司合并资产总额919.68亿元，所有者权益622.52亿元（含少数股东权益389.14亿元）；2024年1-3月，公司实现营业总收入164.03亿元，利润总额82.68亿元。

公司注册地址：江苏省宿迁市宿城区发展大道2480号国丰办公楼；法定代表人：杨卫国。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2024年3月底，公司由联合资信评级的存续债券为“17洋河02”“17洋河01”和“16洋河01”（债券概况见下表），募集资金均已按指定用途使用，并在付息日正常付息。

图表1·截至2024年3月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
17洋河02	6.00	2.4178	2017-08-21	9（3+3+3）
17洋河01	5.00	5.00	2017-04-28	10（5+5）
16洋河01	10.00	1.5550	2016-03-24	10（5+5）
合计	21.00	8.9728	--	--

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》。

五、行业分析

2023年，白酒行业竞争激烈，在经历深度调整期的同时，也呈现出产量下降、利润增长的趋势。未来，随着市场结构的进一步优化和消费升级的推动，白酒行业有望保持可持续的发展。

2023年，全国白酒行业经历了深度调整期，呈现出产量下降、利润增长的趋势。根据中国酒业协会的数据，全国白酒行业实现总产量629万千升，同比下降5.1%；但完成销售收入7563亿元，同比增加9.7%；实现利润总额2328亿元，同比增长7.5%。其中，高端白酒市场增长尤为显著，如贵州茅台、五粮液等头部企业的营收和利润均实现了双增长。2023年，规模以上白酒企业的酿酒总产量为449.2万千升，同比下降2.8%，规模以上白酒企业产量已连续第七年下降。高端白酒市场增长尤为显著，如贵州茅台、五粮液等头部企业的营收和利润均实现了双增长，白酒行业集中度有所提升。

从竞争格局看，白酒行业已全面进入挤压式竞争时代，名酒企业在产品、品牌、渠道和市场等方面不断强化优势，无论是高端、次高端产品，还是中低端和小酒等，都逐步形成了各个主流消费价位段的代表性品牌，白酒行业的竞争格局逐渐稳定，并将在今后的市场竞争中进一步强化。随着行业集中度的不断提升，具备资本优势、管理优势、品牌优势、人才优势、渠道优势的名优白酒企业，有望在未来的白酒市场竞争中胜出，抢占更多的市场份额；而部分固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。公司在全国范围内面临“五粮液”“贵州茅台”“泸州老窖”等品牌竞争，区域范围内面临“国缘”“皖酒”等白酒企业品牌竞争。此外，随着人们消费习惯转向啤酒、红酒市场，白酒市场竞争将更趋激烈。

行业政策方面，根据《产业结构调整指导目录(2019年本)》，国家将白酒生产从限制性产业目录内剔除，标志着白酒行业进入充分市场化竞争的阶段。此外，相关标准的发布也进一步提升了白酒的品质和生产标准。近年来，白酒行业政策致力于控制白酒总量、提高白酒质量、优化白酒产品结构、减少污染、改善生产，通过税收政策、行业准入等政策调整供需和优化行业秩序，有利于白酒行业集中度进一步提升。未来，随着市场结构的优化和消费升级的推动，白酒行业有望实现可持续的发展。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司主营业务仍依托下属上市公司洋河股份开展。洋河股份作为国内著名白酒生产企业，品牌优势显著，生产规模大，酿造工艺领先，产品质量优异，营销网络覆盖面广，在行业中竞争优势强。公司历史信用记录良好。

产权方面，见“二、企业基本情况”。

企业规模和竞争力方面，公司白酒的生产经营主要依托下属子公司洋河股份开展。2023年，洋河股份的营业收入和利润规模继续保持行业前列。洋河股份自2009年上市以来，已实施现金分红14次。

品牌优势方面，洋河股份旗下拥有“洋河”“双沟”两个中国名酒品牌，以及“洋河”“蓝色经典”“梦之蓝”“双沟”“珍宝坊”和“苏”6个中国驰名商标。2023年，洋河股份以68.48亿美元入选世界知名品牌价值研究机构Brand Finance发布的“2023全球最具价值烈酒品牌价值50强”，排名全球第五；在World Brand Lab发布的“中国500最具价值品牌”中，洋河股份以857.61亿元的品牌价值位居第102位。

生产方面，公司位于中国白酒之都—宿迁市，坐拥“三河两湖一湿地”，是与苏格兰威士忌产区、法国干邑产区齐名的世界三大湿地名酒产区之一，为酿酒提供了良好的水源、土壤、空气。公司生产厂区总占地面积70余万平方米，是江苏省最大的白酒生产基地。公司现拥有多条国内先进的白酒自动化灌装生产线，原酒年生产能力约32万吨。

公司建立了完整的产品质量保证体系，通过了包括ISO9002质量体系、ISO14001环境体系、OHSAS18001职业健康安全管理体系和HACCP食品卫生安全控制体系在内的整合型体系认证。公司成立了省级企业技术中心，被江苏省经贸委授予博士后技术创新中心称号，并被表彰为省“九五”产学研合作先进单位。公司参与起草浓香型白酒国家新标准，下设江苏省酿酒工程技术研究中心于2004年通过了项目建设省级验收。

公司洋河蓝色经典系列白酒主要销往湖北、安徽、江苏、广东、浙江、湖南等多个省、自治区、直辖市。截至 2023 年底，公司产品销售已渗透到中国各个地级县市。公司核心产品是洋河经典系列白酒，主要度数有 38 度、42 度、46 度和 52 度等，并根据不同区域的消费者需求做出调整；产品在风格上突出绵柔、淡雅的特点，实现产品差异化。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》(统一社会信用代码: 91321300142334989Y)，截至 2024 年 5 月 30 日，公司本部无未结清不良或关注类信贷信息记录；已结清信贷信息中有 1 笔关注类垫款、6 笔关注类贷款、1 笔关注类贴现和 1 笔不良类贴现信息记录；2016 年以来无新增关注/不良类记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。联合资信未发现公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上存在重大不利记录。

(二) 管理水平

跟踪期内，公司董事、监事产生变动；管理制度连续，经营管理正常。

2023 年，公司董事、监事和高级管理人员无变化。2024 年 3 月，公司董事陈军同志卸任；2024 年 4 月，原监事许有恒辞任，被聘任为外部董事，卓静波任职监事。公司管理制度连续，经营管理正常。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

2023 年，受益于公司销售白酒产品价格提升，公司营业总收入和利润总额同比增长，毛利率仍维持在很高水平。

2023 年，公司主营业务未发生变化，仍为白酒的生产和销售。白酒业务占营业总收入的比重超过 96%，占酒类业务的比重超过 99%，非常突出；其他业务包括粮食销售、融资租赁、保理等，规模很小。受益于公司销售白酒产品价格提升，2023 年，公司实现营业总收入 336.76 亿元，同比增长 10.26%；营业成本 83.49 亿元，同比增长 6.55%；营业利润率为 59.55%，同比下降 0.42 个百分点；利润总额 135.42 亿元，同比增长 6.88%。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 164.03 亿元，同比增长 8.30%；营业利润率为 60.23%，同比下降 0.74 个百分点；利润总额 82.68 亿元，同比增长 5.30%

公司酒类业务经营主体为子公司洋河股份及其子公司江苏双沟酒业股份有限公司（以下简称“双沟酒业”）。截至 2023 年底，洋河股份合并资产总额 697.92 亿元，所有者权益 520.50 亿元（含少数股东权益 1.11 亿元）；2023 年，洋河股份实现营业总收入 331.26 亿元，利润总额 132.18 亿元。以下分析将主要围绕洋河股份展开。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2022 年			2023 年			2023 年同比变动（%、个百分点）		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒	293.39	96.06	75.71	323.89	96.18	76.23	10.40	0.12	0.52
红酒	1.61	0.53	45.34	1.00	0.30	37.64	-37.89	-0.23	-7.70
其他	10.44	3.42	40.49	11.87	3.52	50.50	13.72	0.11	10.01
合计	305.43	100.00	74.35	336.76	100.00	75.21	10.26	0.00	0.86

注：尾差系四舍五入及计算单位不同所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023 年，公司酒类业务采购、生产、销售模式均无重大变化。直接材料成本和直接人工成本仍为营业成本的主要构成部分，采购集中度仍较低；白酒产能保持稳定，产量和销量均同比下降，产销率同比上升；受益于产品结构优化，销售价格同比上升；前五大客户销售集中度仍很低，但区域集中度仍较高。

洋河股份的供应部结合库存情况制定物资采购计划，并对各种原辅材料进行集中统一采购。对于适宜招标的大宗物资，如粮食、包装材料（箱、盒、标、瓶、盖）及煤炭等，由供应部通知并协助管理部按照洋河股份《招标管理办法》组织招标确定供应商、供货量以及供应价格。供应部根据招标结果向供应商发出订单或签订采购合同。新产品包装物由供应部组织督查室、财务部、产品开发部等部门，参照已经使用的同类包装物的价格，集体确定采购价格。其他物资由供应部采取比价、议价相结合的办法确定供应商、供货量以及供应价格，

报督查室审核后实施采购。供应商根据订单或合同交货，物资经质量部检验合格后，进入仓库保管。

为保障原材料供应及价格稳定，洋河股份与主要供应商保持长期稳定的合作关系。由于白酒生产所需的糯米、高粱、黏米、小麦、大麦、玉米等粮食作物的产量和质量对自然环境、气候条件等因素较为敏感，导致供给量和价格波动性较大，洋河股份采用与规模大、实力雄厚的供应商合作的方式，在保证供应稳定性的同时降低了采购成本。包装材料方面，洋河股份的包装材料主要包括酒瓶、纸盒、纸箱、瓶盖、标签纸等，属于定制和专有材料，对材质、工艺和质量有着严格的要求，故此类材料的供应商主要为长期合作伙伴；对于新引进的包装材料供应商，洋河股份通过控制其订单规模的形式确保白酒包装的质量稳定性。

图表 3 公司酒类业务成本构成（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2022 年		2023 年		2023 年同比变动	
	金额	占营业成本的比重	金额	占营业成本的比重	金额	占比
直接材料	54.02	68.94	58.02	69.49	7.40	0.56
直接人工	12.4	15.82	13.91	16.66	12.18	0.84
燃料动力	2.89	3.69	2.85	3.41	-1.38	-0.27
制造费用	2.84	3.62	2.84	3.40	0.00	-0.22
合计	72.15	92.08	77.62	92.97	7.58	0.89

资料来源：洋河股份年报和公司财务报告，联合资信整理

2023 年，直接材料成本和直接人工成本仍为酒类业务成本的主要构成部分，合计占公司营业成本的比例同比变化不大。燃料动力和制造费用占比较小，对酒类业务成本影响不大。

在采购结算方面，洋河股份仍采用定期付款和银行承兑汇票等方式结算。洋河股份通常在订货时先交付部分定金，交货验收时再支付部分货款，剩余货款根据合同或招标要求的规定支付。如采取现金结算方式，一般在货物检验合格入库后 3 个月内支付款项；如采取银行承兑汇票方式结算，则一般在货物检验合格入库后 3 个月内支付 6 个月期银行承兑汇票。

从采购集中度来看，2023 年，洋河股份向前五大供应商采购金额占当期采购总额的比重同比下降 1.13 个百分点至 16.40%，采购集中度仍较低。

生产方面，洋河股份在白酒生产过程中建立了严格的质量管理体系和安全生产标准管理体系，按照严于国家食品安全管理标准的要求进行产品的全生命周期管控。基酒生产采用滚动计划管理，以便于勾储、生产部门衔接。每年年底勾储部根据销售部门提供的下一年预计销售数量及产品结构，制定下一年基酒总量及结构需求计划。生产部根据该项计划，参考当年基酒产量、结构情况，编制全年生产计划，分发到各酿酒车间及公司财务部、供应部、勾储部。各酿酒车间根据生产部的计划组织全年生产，所产基酒按不同等级送勾储部品评后分等储存；成品酒方面，公司成品酒生产模式是先计划、后备料、再组织生产。

2023 年，洋河股份产能保持稳定，有三处生产基地，主要位于江苏省宿迁市来安镇、洋河镇和双沟镇；产量下降导致产能利用率下降。

图表 4 洋河股份白酒成品酒产销情况

指标	2022 年	2023 年	2023 年同比变动（%、个百分点）
产能（万吨/年）	31.96	31.96	--
产量（万吨）	19.76	15.88	-19.64
产能利用率（%）	61.83	49.69	-12.14
销量（万吨）	19.53	16.62	-14.90
产销率（%）	98.84	104.66	5.82
销售收入（亿元）	293.39	323.89	10.40
销售均价（万元/吨）	15.02	19.49	29.75

资料来源：洋河股份年报，联合资信整理

销售方面，洋河股份销售模式分为批发经销和线上直销两种，其中批发经销是公司主要的销售模式。从 2011 年开始洋河股份本部及其子公司生产的白酒统一销售给苏酒集团贸易股份有限公司（洋河股份之子公司，以下简称“苏酒集团”），由苏酒集团对外销售。为满足区域市场竞争差别化的需要，结合实际营销进度，苏酒集团将全国市场按地域划分为江苏、南部、中部和北部等若干区域，并进一步按地域设立营销网点。近年来，洋河股份进行营销调整转型，围绕“一商为主、多商配称”的互补协调发展指导思想进行经销商体系构建。截

至 2023 年底，洋河股份在江苏省内经销商较上年底减少 17 家至 2960 家，省外增加 568 家至 5829 家，合计 8789 家，较上年底净增加 551 家，主要系洋河股份优化经销商结构和深入全国化布局，对经销商体系作进一步调整所致。

从定价模式来看，洋河股份主要考虑产品生产成本、毛利率水平和消费者预期等因素，灵活定价。主要产品“洋河蓝色经典”系列价格覆盖低、中、高档全系列，蓝色经典主导产品“梦之蓝”切入高端礼品市场，“海之蓝”采取品牌错位竞争原则以较低价格定位，而“天之蓝”的定价使其成为衔接高端礼品与中档主流之间的支柱产品，形成了完整的三级市场价格体系，有效提高公司的市场占有率和价格竞争力。

从销售结算方式来看，洋河股份对客户仍基本采用先款后货的结算方式，主要通过银行转账支付；对于少部分可能采用赊销方式的客户（主要是大型超市），洋河股份严格控制赊销金额，需要经销售经理和信用管理经理书面同意，如果赊销的订货单超过销售经理的权限，需要负责销售的总经理批准。

从白酒销售情况来看，2023 年，洋河股份白酒销量同比下降，受益于产品价格调升，销售均价和收入同比均有所增长。

从销售区域分布看，江苏省是洋河股份酒类产品的重要销售区域，受益于近年来洋河股份在全国范围内拓展销售渠道，2023 年，洋河股份省外销售额和占比同比均有所提升。除江苏省外，公司白酒产品还销往河南、山东、安徽、浙江和河北等省份。公司仍有近五成酒类业务收入来自江苏省内，区域销售集中度较高，如省内市场需求下降，可能对公司白酒生产销售产生不利影响。

图表 5 洋河股份酒类销售情况的区域分布

项目	2022 年		2023 年		2023 年同比变动（%、个百分点）	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额	占比
江苏省内	133.21	45.16	143.93	44.30	8.05	-0.86
江苏省外	161.79	54.84	180.96	55.70	11.85	0.86
合计	295.00	100.00	324.89	100.00	10.13	--

资料来源：洋河股份年报，联合资信整理

2023 年，洋河股份对前五大经销客户的销售收入合计 18.52 亿元，占洋河股份销售总额的比例同比上升 0.47 个百分点至 5.59%，销售集中度仍很低。

经营效率方面，2023 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 33.64 次、0.40 次和 0.41 次，分别同比上升 4.68 个百分点、0.01 个百分点和 0.02 个百分点。

2 未来发展

公司基于现有业务规模与经营情况制定了符合自身定位的发展计划；截至 2023 年底，公司在建项目尚需一定资金投入，但整体资金压力可控。

公司未来将围绕“稳中高质量，进中可持续，好中更健康”目标发展，持续全面提升白酒产品个性化、特色化和饮后舒适度，争取引领白酒市场消费趋势。同时，公司计划顺应消费升级的发展趋势，在思考和研究消费者的消费心理的基础上，把握消费升级的方向，抓住行业分化的机遇，进一步提升市场占有率。在品牌推广方面，公司将针对信息时代媒体特征，研究并提升传播效率，提升品牌力，助力营销稳健发展。在产品品质方面，公司将在技术上寻求突破，产业布局方面持续拓展，实现白酒绵柔品质持续提升。公司本部将拓展多元化业务，以提升盈利能力。

截至 2023 年底，公司在建项目以洋河股份酒类相关项目为主，重要在建项目计划投资总额为 60.43 亿元，主要包括贵酒三期工程（20.00 亿元）、双沟 12 万吨陶坛库项目（10.00 亿元）、南京运营中心大楼工程（8.00 亿元）、泗阳基地新建制曲厂房（6.00 亿元）、四万吨陶坛库工程（3.60 亿元）、拉萨朗热酒村项目工程（2.48 亿元）、8 万吨陶坛库工程（2.40 亿元）、贵酒二期工程（1.40 亿元）和双沟包装生产线（1.20 亿元）等。重要在建项目已投资 18.68 亿元，未来仍需投资 41.75 亿元。考虑到公司货币资金充裕，整体资金压力可控。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2023 年，公司合并范围新设子公司 2 家；2024 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2023 年底，公司合并范围内子公司合计 76 家。公司主营业务未发生重大变化，会计政策连续，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至2023年底，公司资产规模较上年底增长，以流动资产为主，货币资金充裕，资产受限比例很低，资产质量良好；得益于少数股东权益增加和未分配利润累积，公司所有者权益有所增长，其中少数股东权益和未分配利润占比高，公司所有者权益结构稳定性较弱；负债规模较上年底变化不大，以流动负债为主。2023年，公司发行多笔债券，非流动负债占比上升，债务结构仍以长期债务为主，债务负担仍较轻。2023年，公司营业总收入和利润总额同比有所上升。期间费用对利润有所侵蚀；经营活动现金净流入量同比增长，收入实现质量仍较好。投资活动仍主要为购买理财产品，投资活动现金净流入量同比下降；筹资活动现金净流出规模收窄。

截至2023年底，公司合并资产总额较上年底增长，以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2023年底，货币资金主要由银行存款（267.62亿元）构成，受限货币资金6.12亿元，受限比例很低；存货主要由以基酒为主的半成品（占69.40%）、库存商品（14.80%）和开发成本（占10.13%）构成，累计计提跌价准备0.17亿元，计提比例很低；交易性金融资产较上年底下降，主要系子公司洋河股份购买的银行理财和信托产品减少所致。公司交易性金融资产以公允价值计量，全部为一年内到期的银行理财和信托理财产品。

截至2023年底，公司其他非流动金融资产全部为以公允价值计量且其变动计入当期损益的权益工具投资；长期应收款较上年底增长，全部为融资租赁款；固定资产主要由房屋及建筑物（占86.31%）和机器设备（占12.61%）构成，累计计提折旧69.55亿元；固定资产成新率46.29%，成新率较低。截至2023年底，公司其他非流动资产较上年底增长，主要系应收商业保理贷款增长所致。其他非流动资产主要由土地拆迁补偿费（2.04亿元）和应收商业保理贷款（18.56亿元）构成。

图表6·公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2022年底		2023年底		2024年3月底		2023年底较年初 变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	597.92	74.64	616.76	72.00	666.49	72.47	3.15
货币资金	257.16	43.01	268.09	43.47	317.38	47.62	4.25
交易性金融资产	79.98	13.38	58.51	9.49	80.22	12.04	-26.84
存货	200.21	33.48	212.49	34.45	194.79	29.23	6.13
非流动资产	203.12	25.36	239.87	28.00	253.18	27.53	18.09
其他非流动金融资产	81.88	40.31	75.77	31.59	73.54	29.05	-7.46
长期应收款	12.49	6.15	21.77	9.08	30.42	12.01	74.29
固定资产	59.71	29.39	54.79	22.84	54.61	21.57	-8.24
其他非流动资产	1.84	0.91	21.22	8.85	24.82	9.80	1054.45
资产总额	801.05	100.00	856.63	100.00	919.68	100.00	6.94

注：“流动资产”与“非流动资产”的占比，系占资产总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动资产或非流动资产的比重
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年底，公司受限资产合计9.53亿元，占资产总额的比例为1.70%，受限资产由6.12亿元受限货币资金（定期存款应收利息）和质押借款形成的3.42亿元长期应收款构成。

截至2024年3月底，公司资产总额规模与结构较年初变化不大。

截至2023年底，公司所有者权益560.29亿元，较上年底增长12.17%，主要系未分配利润累积叠加少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为37.68%，少数股东权益占比为62.32%。在所有者权益中，未分配利润占31.48%，公司所有者权益结构稳定性较弱。截至2024年3月底，公司所有者权益622.52亿元，较上年底增长11.11%，主要系未分配利润累积叠加少数股东权益增加所致。所有者权益结构较上年底变化不大。

截至2023年底，公司负债总额较上年底变化不大。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。截至2023年底，公司短期借款主要由保证借款（14.07亿元）和信用借款（7.83亿元）构成；其他应付款主要由经销商保证金（占28.39%）、经销商风险抵押金（占32.43%）、预提费用（占20.14%）和质押金、履约保证金（占10.97%）构成。账龄超过1年的重要其他应付款主要为应付经销商风险抵押金和经销商保证金，合计7.46亿元。截至2023年底，公司合同负债较上年底下降，主要系预收货款减少所致。公司合同负债主要为预收货款和应付经销商尚未结算的折扣与折让；其他流动负债主要由待转销项税额（9.28亿元）、短期融资券（10.05亿元）和未终止确认的应

收票据背书（3.44 亿元）构成。截至 2023 年底，公司非流动负债主要由应付债券构成。2023 年，公司发行多笔债券，应付债券规模较上年底增长。截至 2024 年 3 月底，公司负债规模和结构较上年底变化不大。

图表 7 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

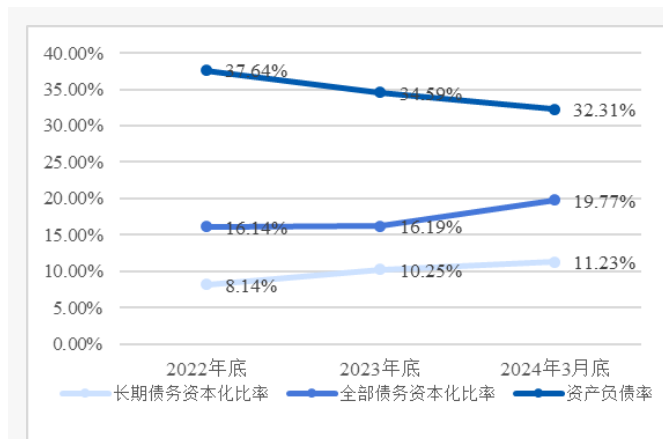
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底		2023 年底较年初变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	252.09	83.60	227.14	76.65	213.29	71.78	-9.90
短期借款	21.02	8.34	23.42	10.31	32.42	15.20	11.43
其他应付款	18.63	7.39	20.32	8.95	20.75	9.73	9.06
合同负债	137.68	54.61	111.29	49.00	58.39	27.37	-19.17
其他流动负债	23.32	9.25	22.76	10.02	25.96	12.17	-2.40
非流动负债	49.46	16.40	69.21	23.35	83.86	28.22	39.94
应付债券	39.92	80.71	57.46	83.03	69.46	82.83	43.95
负债总额	301.55	100.00	296.35	100.00	297.15	100.00	-1.72

注：“流动负债”与“非流动负债”的占比，系占负债总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动负债或非流动负债的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，公司全部债务 108.25 亿元，较上年底增长 12.58%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 40.88%，长期债务占 59.12%，以长期债务为主。截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 34.59%、16.19%和 10.25%，较上年底分别下降 3.05 个百分点、提高 0.05 个百分点和提高 2.11 个百分点。公司债务负担较轻。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 153.35 亿元，较上年底增长 41.67%，主要系长短期债务增加所致，债务结构均衡。从债务指标来看，截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 32.31%、19.77%和 11.23%，较上年底分别下降 2.28 个百分点、提高 3.57 个百分点和提高 0.98 个百分点。

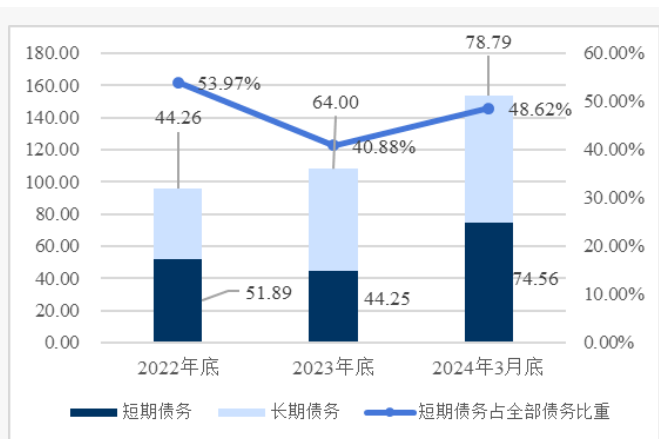
如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司全部债务增至 113.26 亿元。债务结构方面，短期债务 44.25 亿元（占 39.07%），长期债务 69.01 亿元（占 60.93%）。截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 35.18%、16.94%和 11.05%，较调整前分别上升 0.59 个百分点、0.75 个百分点和 0.80 个百分点；截至 2024 年 3 月底，公司全部债务增至 158.41 亿元。债务结构方面，短期债务 74.56 亿元（占 47.07%）、长期债务 83.85 亿元（占 52.93%）。从债务指标看，截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 32.86%、20.42%和 11.96%，较调整前分别上升 0.55 个百分点、0.65 个百分点和 0.72 个百分点。

图表 8 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

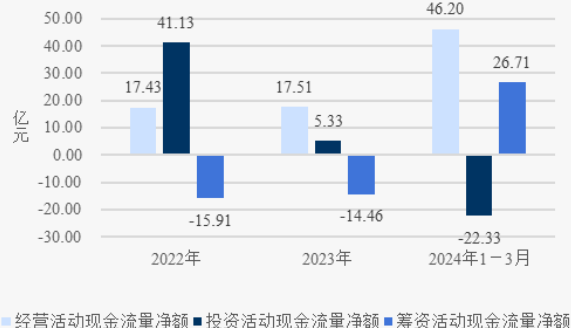
盈利方面，2023 年，公司营业总收入与营业成本均同比增长，分析详见本报告“业务经营分析”章节；公司盈利指标表现同比均略有下降；期间费用总额主要为销售费用和管理费用，期间费用规模大，占营业总收入的 20.52%，对利润存在一定侵蚀。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 164.03 亿元，同比增长 8.30%；营业利润率为 60.23%，同比下降 0.74 个百分点；利润总额 82.68 亿元，同比增长 5.30%。

图表 10 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月	2023 年同比增长率（%、个百分点）
营业总收入	305.43	336.76	164.03	10.26
营业成本	78.36	83.49	39.20	6.55
费用总额	58.90	69.11	17.47	17.33
其中：销售费用	41.83	53.91	13.86	28.87
管理费用	19.60	17.92	4.72	-8.56
研发费用	2.54	2.85	0.19	12.30
财务费用	-5.06	-5.56	-1.30	9.98
投资收益	5.42	4.08	1.76	-24.74
利润总额	126.70	135.42	82.68	6.88
营业利润率	59.97	59.55	60.23	-0.42
总资本收益率	16.45	15.85	--	-0.60
净资产收益率	19.06	18.33	--	-0.73

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年，公司经营活动现金净流入量同比增长，收入实现质量仍较好；投资活动现金净流入量同比下降，主要系银行结构性存款增减变动，收回投资收到的现金减少额大于投资支付的现金减少额所致；筹资活动前现金流量净额为 22.84 亿元。2023 年，公司筹资活动现金净流出规模收窄。2024 年 1—3 月，公司经营活动和筹资活动现金净流入，投资活动现金净流出。

2 偿债指标变化

2023 年，公司短、长期偿债能力指标表现非常好。公司下属上市公司具备直接融资渠道，间接融资渠道畅通，整体偿债指标表现非常好。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率（%）	237.19	271.54
	速动比率（%）	157.76	177.99
	经营现金/流动负债（%）	6.92	7.71
	经营现金/短期债务（倍）	0.34	0.40
	现金类资产/短期债务（倍）	6.72	7.56
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	137.13	146.13
	全部债务/EBITDA（倍）	0.70	0.74
	经营现金/全部债务（倍）	0.18	0.16
	EBITDA/利息支出（倍）	48.99	44.00
	经营现金/利息支出（倍）	6.23	5.27

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

截至 2023 年底，公司流动比率与速动比率均较上年底提升；经营现金和现金类资产对短期债务的保障能力提升。2023 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 92.67%）构成，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度高；经营现金对利息支出的保障能力高。

截至 2024 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2024 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2024 年 3 月底，公司获得各银行授信合计 93.00 亿元，尚未使用授信额度 36.64 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司洋河股份为上市公司，拥有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

截至 2023 年底，公司本部经营性业务规模小，债务负担重；所持上市公司洋河股份的股票为其优质资产，所带来投资收益是公司本部重要的利润来源。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 136.85 亿元，较上年底增长 22.56%。其中，流动资产 97.86 亿元（占 71.51%），非流动资产 38.99 亿元（占 28.49%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 69.48%）和存货（占 21.99%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 52.31%）和长期股权投资（占 44.80%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 8.32 亿元。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 105.52 亿元，较上年底增长 13.82%。其中，流动负债 46.06 亿元（占 43.65%），非流动负债 59.46 亿元（占 56.35%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 43.46%）、一年内到期的非流动负债（占 33.41%）和其他流动负债（占 21.82%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 96.64%）构成。截至 2023 年底，公司本部资产负债率为 77.11%，较上年底下降 5.92 个百分点。

截至 2023 年底，公司本部全部债务 94.87 亿元。其中，短期债务占 37.32%、长期债务占 62.68%。截至 2023 年底，公司本部短期债务为 35.41 亿元。截至 2023 年底，公司本部全部债务资本化比率 75.18%，公司本部债务负担重。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 31.33 亿元，较上年底增长 65.34%。在所有者权益中，实收资本为 15.00 亿元（占 47.88%）、资本公积合计 2.23 亿元（占 7.11%）、未分配利润合计 4.60 亿元（占 14.67%）、盈余公积合计 4.49 亿元（占 14.33%）。

2023 年，公司本部营业总收入为 1.27 亿元，利润总额为 19.88 亿元。同期，公司本部投资收益为 20.78 亿元；公司本部经营活动现金流净额为-35.54 亿元，投资活动现金流净额 14.68 亿元，筹资活动现金流净额 16.92 亿元。

截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 15.98%；负债占合并口径的 35.61%；所有者权益占合并口径的 5.59%；全部债务占合并口径的 87.64%。2023 年，公司本部营业总收入占合并口径的 0.38%；公司本部利润总额占合并口径的 14.68%。

（五）ESG 方面

公司注重环境保护、绿色发展，主动履行作为民生企业的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。

环境责任方面，公司主要经营主体洋河股份及其子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，2023 年未发生重大环保事故，亦不存在因违法违规而受到重大行政处罚的情形。洋河股份重视环境保护工作，2023 年污水运行及环保管理共投入约 6258 万元，缴纳环境保护税 66.31 万元。

社会责任方面，洋河股份注重投资者权益保护、员工权益保护，注重质量控制和食品安全，参与公益事业。2023 年，河北省涿州市遭受洪水灾害后，洋河股份捐赠 1000 万元，用于救灾保障及灾后重建；甘肃地震后，洋河股份捐款 1000 万元用于积石山县地震抗震救灾保障及灾后青少年的帮扶工作。

公司治理方面，公司治理结构和内控制度较为完善，可以满足公司日常经营管理需要。

七、外部支持

宿迁市人民政府计划重点发展酿造（酒）细分产业，外部环境有利于公司发展；公司获得股东支持力度大。

2021 年 2 月，宿迁市人民政府发布《宿迁市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》（以下简称“纲要”）。纲要指出，酿造（酒）作为重点发展的细分产业之一，要围绕打响中国酒都品牌、以白酒、啤酒为重点，以大型酒企为核心，进一步发展宿迁酒产业；以洋河酒厂、双沟酒业为龙头，大力发展高端白酒，进一步做强宿迁酒产业实力。2023 年，公司获得股东增资 5.00 亿元。

八、债券偿还能力分析

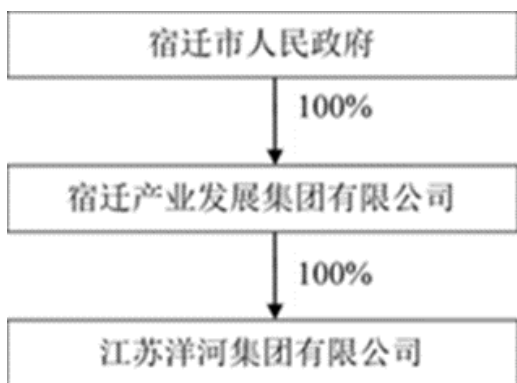
公司现金类资产和经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的保障程度很高。

截至 2023 年底，公司现金类资产为 334.48 亿元，为“17 洋河 02”“17 洋河 01”和“16 洋河 01”待偿余额（8.97 亿元）的 37.28 倍；2023 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 458.35 亿元、17.51 亿元、146.13 亿元，为待偿余额（8.97 亿元）的 51.08 倍、1.95 倍和 16.29 倍。

九、跟踪评级结论

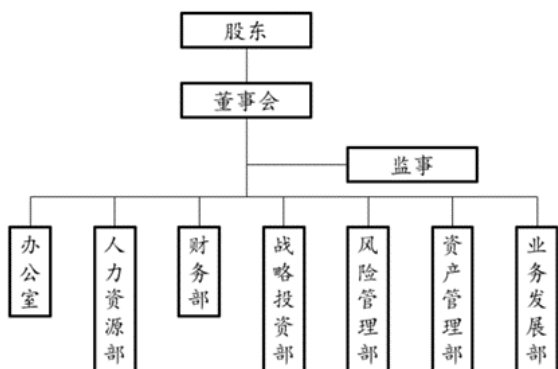
基于对公司经营风险、财务风险、债券条款及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 洋河 02”“17 洋河 01”和“16 洋河 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

序号	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
1	江苏洋河酒厂股份有限公司	酒水生产、销售等	34.18	--	设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	348.64	334.48	406.87
应收账款（亿元）	0.61	0.04	0.07
其他应收款（亿元）	13.17	35.71	39.71
存货（亿元）	200.21	212.49	194.79
长期股权投资（亿元）	1.87	16.62	16.64
固定资产（亿元）	59.71	54.79	54.61
在建工程（亿元）	9.74	14.74	16.58
资产总额（亿元）	801.05	856.63	919.68
实收资本（亿元）	10.00	15.00	15.00
少数股东权益（亿元）	317.60	349.20	389.14
所有者权益（亿元）	499.50	560.29	622.52
短期债务（亿元）	51.89	44.25	74.56
长期债务（亿元）	44.26	64.00	78.79
全部债务（亿元）	96.15	108.25	153.35
营业总收入（亿元）	305.43	336.76	164.03
营业成本（亿元）	78.36	83.49	39.20
其他收益（亿元）	0.75	0.75	0.21
利润总额（亿元）	126.70	135.42	82.68
EBITDA（亿元）	137.13	146.13	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	330.08	372.45	134.12
经营活动现金流入小计（亿元）	345.28	458.35	154.40
经营活动现金流量净额（亿元）	17.43	17.51	46.20
投资活动现金流量净额（亿元）	41.13	5.33	-22.33
筹资活动现金流量净额（亿元）	-15.91	-14.46	26.71
财务指标			
销售债权周转次数（次）	28.96	33.64	--
存货周转次数（次）	0.40	0.40	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.41	--
现金收入比（%）	108.07	110.60	81.76
营业利润率（%）	59.97	59.55	60.23
总资本收益率（%）	16.45	15.85	--
净资产收益率（%）	19.06	18.33	--
长期债务资本化比率（%）	8.14	10.25	11.23
全部债务资本化比率（%）	16.14	16.19	19.77
资产负债率（%）	37.64	34.59	32.31
流动比率（%）	237.19	271.54	312.48
速动比率（%）	157.76	177.99	221.15
经营现金流动负债比（%）	6.92	7.71	--
现金短期债务比（倍）	6.72	7.56	5.46
EBITDA 利息倍数（倍）	48.99	44.00	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.70	0.74	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取；4. 本报告将其他流动负债中的短期融资券计入有息债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.26	8.32	33.10
应收账款（亿元）	0.08	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	32.85	68.00	69.97
存货（亿元）	21.52	21.52	21.55
长期股权投资（亿元）	11.36	17.47	17.50
固定资产（亿元）（合计）	1.01	0.96	0.95
在建工程（亿元）（合计）	2.16	0.16	0.16
资产总额（亿元）	111.66	136.85	162.53
实收资本（亿元）	10.00	15.00	15.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	18.95	31.33	32.49
短期债务（亿元）	38.15	35.41	38.36
长期债务（亿元）	43.92	59.46	70.96
全部债务（亿元）	82.07	94.87	109.33
营业总收入（亿元）	1.10	1.27	0.05
营业成本（亿元）	0.93	1.05	0.02
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	15.52	19.88	1.17
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.08	1.46	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	2.59	129.83	35.88
经营活动现金流量净额（亿元）	-22.68	-35.54	-1.34
投资活动现金流量净额（亿元）	17.27	14.68	2.50
筹资活动现金流量净额（亿元）	15.69	16.92	23.62
财务指标			
销售债权周转次数（次）	27.76	32.09	--
存货周转次数（次）	0.04	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	98.39	115.06	5.79
营业利润率（%）	15.21	16.80	49.45
净资产收益率（%）	81.90	63.46	--
长期债务资本化比率（%）	69.86	65.49	68.59
全部债务资本化比率（%）	81.24	75.18	77.09
资产负债率（%）	83.03	77.11	80.01
流动比率（%）	157.25	212.46	210.97
速动比率（%）	113.14	165.73	174.48
经营现金流动负债比（%）	-46.49	-77.16	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.23	0.86
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持