

洋河股份 (002304)

证券研究报告
2019年05月29日

优秀的管理层叠加稳定的业绩增速，白酒行业的标杆

三个层次看洋河优异稳定的管理能力：

管理层拥有深入的市场分析能力和超前的企业经营管理战略制定能力

复盘洋河的发展历史，从2003年不足2亿，到2018年的241亿元，梦之蓝品系跻身百亿俱乐部，这种发展速度是空前的。从中国白酒行业发展轨迹来看，洋河的成长中的每一步，都能够根据品牌现状，紧扣消费趋势与行业趋势，保持持续的高增长。

这种成功离不开洋河优秀的企业管理方式，在02、06年经历两次国改之后，洋河形成了管理层、经销商、员工共同持股的股权结构，大大激发了管理层的创造力和想象力。之后管理层规划了绵柔酒体、蓝色包装等经典战略，借力21世纪初我国白酒行业发展的黄金十年以及15年后的消费升级大趋势，实现了规模和效益的不断优化，走出来属于洋河的高端化道路。

洋河企业内部强有力的执行力是洋河优良管理及战略执行的中间环节

从公司内部来看，洋河通过推进“智能制造工程”建设、实行企业轮岗制度、优化企业培训体系等手段积极提高公司内部的信息传导机制，改善公司管理层战略和意图的向下传导以及向上反馈。

洋河外部的渠道把控制对市场和消费者的信息输出能力是洋河优良管理及战略执行的最终落脚点

从公司外部来看，洋河积极加强管理理念和公司战略的输出能力，加强渠道管控，加快品牌建设，提高消费者服务质量，持续向消费者进行洋河“新国酒”文化输出，为公司的进一步发展打下坚实的基础。

最新更新：18年年报和19年一季报显示财务数据表现稳定，总体收入提速，费用率稳步下降，具有可持续性

2018年，公司实现营业收入241.6亿元，同比增长21.3%。归母扣非净利润为73.69亿元，同比增长20.09%。年报显示，管理费用为17.04亿元，同比增幅为13.13%。管理费用/营业总收入为7.05%，同比去年同期下降0.64pct。管理能力的提高不仅能使洋河的管理费用率降低，未来洋河将充分受益企业管理能力的提升，销售收入、毛利率、销售费用率和管理费用率有望进一步得到优化。

盈利预测与估值

预计19年整体收入将同比增长15%，净利增长17.36%：预计公司19-21年营收277.8/319.5/364.2亿，净利润为95.2/112.8/131.2亿，EPS6.32/7.49/8.71元，综合考虑到洋河产品升级及低端酒重新布局加速增长，以及预收款和现金流的影响，给予洋河19年24倍估值，目标价为152元，29%以上空间！

风险提示：宏观经济不确定风险 市场竞争加剧风险 新型渠道冲击风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,917.94	24,159.80	27,783.77	31,951.34	36,424.53
增长率(%)	15.92	21.30	15.00	15.00	14.00
EBITDA(百万元)	9,456.21	11,445.42	12,930.60	15,050.65	17,270.12
净利润(百万元)	6,627.17	8,115.19	9,523.82	11,282.72	13,119.84
增长率(%)	13.73	22.45	17.36	18.47	16.28
EPS(元/股)	4.40	5.39	6.32	7.49	8.71
市盈率(P/E)	26.12	21.33	18.17	15.34	13.19
市净率(P/B)	5.86	5.14	4.35	3.65	3.01
市销率(P/S)	8.69	7.16	6.23	5.42	4.75
EV/EBITDA	17.62	11.74	11.97	9.79	7.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	117.5元
目标价格	152元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,506.99
流通A股股本(百万股)	1,248.49
A股总市值(百万元)	177,071.09
流通A股市值(百万元)	146,697.08
每股净资产(元)	25.10
资产负债率(%)	23.91
一年内最高/最低(元)	149.80/81.88

作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
何长天	联系人
hechangtian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《洋河股份-公司研究简报:消费升级差异化下再论洋河的竞争优势》2018-08-04
- 《洋河股份-年报点评报告:一季报增长超预期,优秀管理占据消费升级先机》2018-05-18
- 《洋河股份-公司点评:春节动销量价齐升验证增长逻辑》2018-02-09

内容目录

1. 洋河管理层一直以来都拥有优秀的市场分析能力和企业经营管理战略制定能力	4
1.1. 02-08 年，股权改革，蓝色基调，绵柔特质	4
1.2. 09-12 年，黄金年代，大胆布局，绵柔王者	6
1.3. 13-14 年，行业调整，升级战略，扩充品类	6
1.4. 15 年后，白酒复苏，高端战略，全新国酒	6
2. 管理层持续加快信息传导机制的建立，增强洋河内部执行力	7
2.1. 公司持续推进“智能制造工程”，提高公司效益的同时提高对行业、产业和公司信息的获取能力，为公司管理层决策提高更多信息支撑	7
2.2. 做好企业内部信息整合方能知己知彼百战不殆	7
2.2.1. 企业内部轮岗是洋河进行内部信息共享的重要手段	7
2.2.2. 不断升级的培训课程是保障企业内部信息传输的主要方式	8
3. 洋河具有强有力的渠道控制能力，有效的消费者服务质量提升和品牌推广能力，持续的文化输出能力	8
3.1. 洋河通过和经销商紧密结合来实现洋河管理层战略的顺畅传导	8
3.2. 提升企业服务质量和品牌力是洋河一贯的追求	8
3.2.1. 白酒企业的产品力是服务质量体现的第一要义	8
3.2.2. 品牌推广和产品营销历来是洋河的强项	9
3.3. 文化输出是洋河走向高端化的必经之路	9
4. 最新更新：18 年年报和 19 年一季报显示财务数据表现稳定，总体收入提速，费用率稳步下降，具有可持续性	10
4.1. 2018 年报数据、2019 年一季报数据以及经营展望	10
4.2. 白酒毛利率稳步提升	11
4.3. 销售费用率处于下行通道之中	12
4.4. 内部管理的进步是管理费用率降低的主要因素	12
5. 盈利预测与估值	13
6. 风险提示	13

图表目录

图 1：2002 年股改后股权结构	4
图 2：2006 年股改后股权结构	4
图 3：“4×3”模式	5
图 4：06-18 年公司省内外营收情况（亿元）	7
图 5：营业总收入（亿元）	10
图 6：归母净利润（亿元）	11
图 7：销售毛利率（%）	12
图 8：销售费用情况	12
图 9：管理费用情况	13

表 1: 横向可比公司 13

本文逻辑：我们将管理力自上而下分为三层次进行讨论。

- 第一层次是管理层的战略分析和制定能力；
- 第二层次是企业内部对管理层战略的执行力和反馈力；
- 第三层次是企业管理战略对外部经销商以及市场的输出能力。

基于这个逻辑，我们将洋河的发展历史进行了复盘，同时分析了洋河内部管理的信息传导机制，分析了洋河对外部经销商的掌控能力和对市场消费者服务教育和文化输出能力的情况，结合洋河 18、19 年财务数据的表现，总结出洋河优质的管理能力是企业在白酒行业赖以生存的重要基础，同时也是洋河未来进一步发展的一项重要核心竞争力。



1. 洋河管理层一直以来都拥有优秀的市场分析能力和企业经营战略制定能力

近年来，随着我国市场化程度的进一步提高，外部的市场竞争也变得越来越激烈。与此同时，很多企业开始将视角集中到内部，探索新的管理模式，来提高公司的内部竞争力，实现公司的进一步发展。可以说，企业之间的竞争已经慢慢转变成经营管理方式、技术及管理模式的竞争。

复盘洋河的发展历史，从 2003 年不足 2 亿，到 2018 年的 241 亿元，梦之蓝品系亦跻身百亿俱乐部，这种发展速度是空前的。从中国白酒行业发展轨迹来看，洋河的成长中的每一步，都能够根据品牌现状，紧扣消费趋势与行业趋势，保持持续的高增长。这种成功离不开洋河优秀的企业管理方式，在 02、06 年经历两次国改之后，洋河形成了管理层、经销商、员工共同持股的股权结构，大大激发了管理层的创造力和想象力，从而给公司的管理升级和品牌未来发展战略的制定创造了有利条件。与此同时，从公司内部来看，洋河积极完善公司内部的信息传导机制，改善公司管理层战略和意图的向下传导以及向上反馈；从公司外部来看，洋河积极加强管理理念和公司战略的输出能力，加强渠道管控，加快品牌建设，提高消费者服务质量，为公司的进一步发展打下坚实的基础。

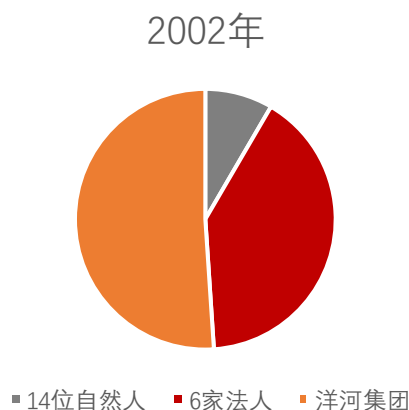
下面我们对洋河本世纪至今的发展历史进行复盘，由此分析出白酒行业中洋河管理层决策能力的优势。

1.1. 02-08 年，股权改革，蓝色基调，绵柔特质

02 年的洋河，问题一点都不少。公司虽贵为老八大名酒，但多年以来国有体制的僵化，导致公司内外部管理懒散，加之省内江苏市场被川酒、徽酒所霸占，品牌认知度低，企业陷入困境。然而事物的发展往往有否极泰来的时候，洋河的崛起也是如此。2003 年，中国白酒在经历世纪之交的低谷期后，进入了新一轮快速发展期。洋河也是趁此机会，在 2002 以及 2006 年进行了两次股份制改革，成为了股份制公司。

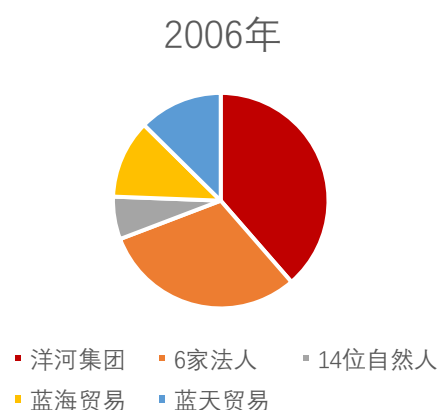
经过两次的改制之后，管理层以及管理层控制下的蓝天贸易、蓝海贸易公司控股比例增至 30.8%，国资控股比例下降至 38.61%。公司形成了较为合理的股权结构，公司的股东中既有作为公司控股股东的国有独资公司，也有公司中层以上管理人员以及业务和技术骨干共同持股的公司、投资公司、流通企业、科研机构和公司核心管理、技术人员，该等股东之间已构成了良好的协同关系，保证了公司能制定并实施长期稳定的发展战略。管理层、经销商、员工共同持股的崭新思路将各方利益绑定到了一起，极大地释放了洋河管理层的激情和才能，提高了各方工作的积极性，为接下来洋河的发展奠定了良好的基础。

图 1：2002 年股改后股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2006 年股改后股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

与此同时，洋河管理层借助自身对于白酒行业的充分理解，充分发挥自身的创造力和想象

力，从公司战略的高度出发，再次优化了自身建设发展的道路。

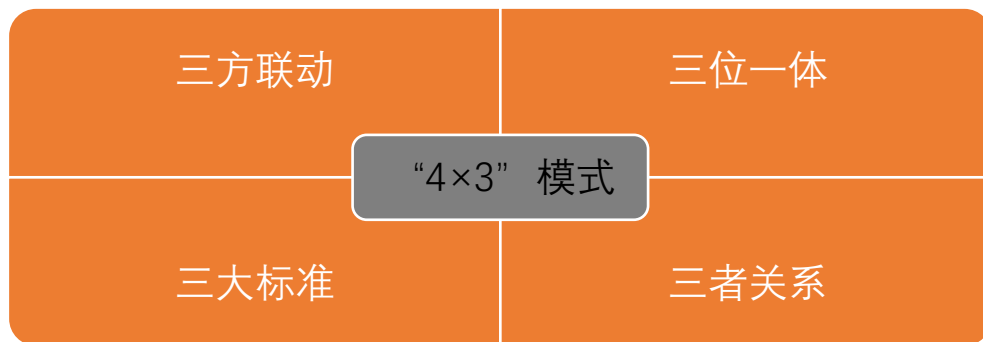
首先是对当时白酒市场和消费群体的把握。2003 年，中国白酒市场进入了新一轮快速发展期。但是白酒消费市场中还是以味重、香浓为主要特点的川酒产品为主，代表品牌有五粮液和茅台等等，江苏市场更是被川酒和徽酒所控制。但这种供给端的特点和需求端的发展是不完全匹配的。洋河敏锐的意识到，中国加入 WTO 之后经济将迅速腾飞，这将极大的催生出商务接待对白酒的需求，消费者急需一种能够解决饮酒后不适感的产品，这就是市场和消费者的痛点。

其次，洋河加大了对自身品牌的建设力度。洋河管理层基于对外部宏观环境、行业现状以及消费者、竞争对手的认知，打出了一套漂亮的组合拳。第一步，洋河基于市场上白酒味重、刺激大的痛点，开发了绵柔型为特征的洋河蓝色经典系列。其次，洋河将消费价格带定位在主流大众商务价格带，采取品牌错位竞争原则，以 128 元的终端价格定位，紧紧抓住了徽酒主导产品 100 元口子窖与 158 元五粮春两者之间的价格空隙。第二步，洋河针对特定消费群体特点，在产品设计还是广告画面、视频等方面都采用蓝色主色调，同时打出了“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，赢得了许多消费者的深度认同，并引发了消费者的情感共鸣。第三步，洋河蓝色经典上市初期，就把目标人群瞄准到企事业单位、商业成功人士为核心意见领袖消费群体，进行公关培育。洋河利用一切可以利用的力量，尤其意见领袖级人物进行公关营销，利用一切可以利用社会大事件进行社会舆论造势。通过终端盘中盘模式、“1+1”营销模式以及洋河“4×3”模式，进行精准有力的渠道运营。对于普通白酒产品，公司主要实施“深度分销”营销模式，与经销商合作，直接开发商超等零售终端，以争取销售较多数量的白酒产品。

其中，“1+1”营销模式是指公司对营销网点实行预算管理和指标管理，并以指标来引导整体销售目标的实施。公司在各营销网点覆盖的区域市场中发展经销商，密度为每个县或市区。营销网点按照“1+1”营销模式与经销商合作开发终端市场，即直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转。“1+1”模式简化了经销商的盈利模式，降低了其经营风险，使双方能够专注于市场增长而实现双赢。同时，这也加强了洋河对终端的管控能力，提高了管理层战略对基层的输出效率。

盘中盘是指以核心酒店为营销起点，动员其力量将产品推荐给核心消费者，并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好。“4×3”模式是保持目标消费群不变，但在核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域的核心企事业单位，具体措施包括三方（集团消费、核心酒店、媒体）联动、三位（重点客户部、酒店部、品牌推广部）一体、三大标准（选择经销商的标准，指品牌理念、社会背景、资金实力）和三者关系（公司与经销商责任、权利、义务关系）。

图 3：“4×3”模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

最后，正是有上面的一系列铺垫，加之白酒行业量价齐升的黄金十年，行业景气驱动公司加速成长，洋河蓝色经典系列的销量一飞冲天，同时完成了以华东板块为中心，快速全国化布局的市场战略。03-06年海之蓝收入复合增长率达到198.6%，成为当时百元价格单首屈一指的大单品。

1.2. 09-12年，黄金年代，大胆布局，绵柔王者

洋河的管理层基于对外界行业趋势、竞争环境、消费需求的正确把握，制定了一系列的经营目标规划。从结果来看，洋河战略最终的效果是比较显著的。

从外部环境来看，在05到12年国内经济保持高速增长，同时叠加房地产的高速增长期，商业活动频繁，白酒行业引来了一轮牛市。加之08年金融危机后政府的4万亿投资刺激计划，地产投资和房价快速回升，地产酒迎来高速增长期，加速了中国白酒的发展。洋河幸运地乘上了这次东风，中高端产品快速放量，同时叠加提价，中高档白酒营收占比从2009年85%提升至2012年92%，其中梦之蓝、天之蓝在09、10、11年增速均在100%以上。

从产品特性来看。洋河是中国绵柔品类的开创者，中国白酒市场在洋河的引领下刮起了一阵绵柔之风，洋河自然成为了最大的受益者。同时中端白酒市场缺乏全国性品牌，没有强大的品牌的竞争，让海之蓝快速成为中国白酒百元价格带的王者。据统计，海之蓝2004年的全年销售达7600万元，而2011年则为50亿元，7年CAGR达182%。

同时，为配合实施全国化营销战略，公司加大广告促销力度，与专业媒体公司签订合同，自2008年初起在中央电视台等全国性主流媒体投放大批量广告。2008年包含了春节联欢晚会、春节期间、奥运赛事、定点新闻等重点投放时段，因此当年广告促销费为9,859.66万元，同比增加233.30%。广告促销费的合理支出有利于公司开拓市场、实施相关营销战略并最终实现利润。从具体营收数据来看，公司省外营收由2008年的6.77亿元增长到2012年的61.47亿元，4年复合增长率为55%。

1.3. 13-14年，行业调整，升级战略，扩充品类

2013年后行业进入断崖式下滑期，直到2015年才逐渐反弹复苏，但白酒整体容量已经失去了黄金10年间的高速增长与扩容的机会，白酒竞争进入了挤压式竞争时代。

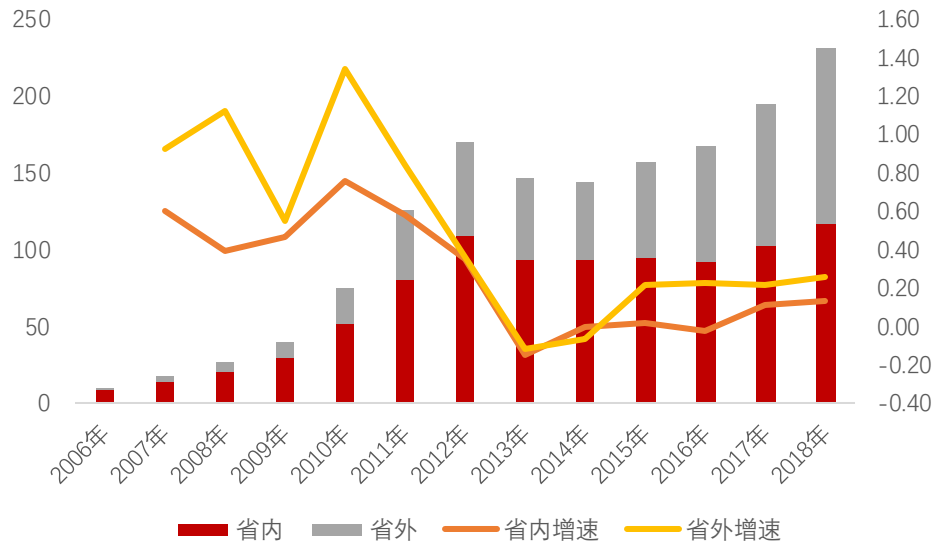
基于这种较为困难的环境，洋河的管理层主动调整公司战略，积极追求转型，化被动为主动，积极面对行业调整期的新形势。洋河对自身的行业地位以及行业优势进行了反思，作为一个已经取得一定品类领导地位的品牌来说，洋河意识到开发多品类的重要性。因此，洋河开发了多款适应大众消费的新品，同时积极布局互联网渠道，丰富了产品矩阵，降低了公司面对行业调整期所面临的风险。

1.4. 15年后，白酒复苏，高端战略，全新国酒

2015年后，中国白酒复苏，这轮复苏或增长，来自消费升级、中产阶级消费的崛起。洋河的管理层敏锐的意识到中国高端白酒未来的增长空间。

将梦之蓝打造成高端化产品的战略，是洋河管理层又一次智慧的结晶。首先洋河显著拔高了梦之蓝在自身产品体系中的定位，洋河梦之蓝将茅台作为自身的目标，把自己定位为新中国酒。同时，在对外宣传的广告上，洋河立意高端，将梦之蓝手工班和洋河梦之蓝M3、M6、M9单独进行宣传，取得了良好的效果。

图 4：06-18 年公司省内外营收情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 管理层持续加快信息传导机制的建立，增强洋河内部执行力

优秀的管理层只是洋河领先业界的原因之一，如果只有好的战略，但是公司内部没有强有力的执行力，一切战略就只能空中楼阁。洋河作为行业内的营销大师，内部具有很强的执行力和反应力，避免了公司战略落实过程中纸上谈兵的情况发生。洋河内部拥有较好的信息获取方式和信息整合方式，这有利于洋河管理层对现有管理战略的执行运作情况进行持续有效的跟踪，同时有利于快速的对市场变化做出反应，调整管理战略布局。

2.1. 公司持续推进“智能制造工程”，提高公司效益的同时提高对行业、产业和公司信息的获取能力，为公司管理层决策提高更多信息支撑

企业是否将新技术、新产品的开发放在头等重要的地位往往会成为竞争的关键，特别是加快开发高附加值的产品成为企业寻求出路的突破口。以白酒行业为例，原材料的采购管理、产品的生产、工艺及成本管理、产品的仓储以及物流管理都是高新技术运用的桥头堡。同时，增加技术投入和应用能够快速增加短期收益，打造企业品牌、塑造形象。

公司在 2018 年正式启动实施了“智能制造工程”，是贯穿制曲、酿酒到成品包装，协同上下游供应链的自动化、数字化、网络化、智能化的新一代智能工厂。公司还成立了江苏冠梦信息技术有限公司作为企业的信息技术研发机构。

公司 2018 年年报披露，2019 年公司将全面实施“1246 工程”，其中在“6”即指锲而不舍精铸六大力量中提到：产品力，在品质上谋提升，在技术上谋突破，在形象上谋特色，在布局上谋覆盖，推进绵柔机理应用，实现绵柔品质持续攀升；创新力，坚持高度的危机感和超前的谋划术，重点做好数字运营、战略研究、资本经营、供应链管理工作，打造企业发展的新动力。

2.2. 做好企业内部信息整合方能知己知彼百战不殆

2.2.1. 企业内部轮岗是洋河进行内部信息共享的重要手段

信息化时代要想赢得胜利必然需要掌握最前沿的经济信息、行业信息和企业信息等等，这样才能在最少的时间内提高效率。企业整合利用各方面信息，能够在最短的时间内实现零库存，将企业效益最大化。

轮岗制度，如今已成为培养人才的一种有效方式，也是洋河进行内部信息交流的重要手段。

很多成功的公司如 IBM、西门子、爱立信等都在公司内部或跨国分公司之间建立了岗位轮换制度。轮岗制度也是重要的公司治理制度，作用在于减少高管的权力寻租，同时也能帮助企业摆脱固步自封、缺乏活力的发展瓶颈。

我们以华为的轮岗制度为例，华为的 CEO 由八名高管轮值出任。CEO 作为企业最高行政首长，以高层管理团队轮流坐庄的方式产生，对企业战略策划和制度建设短期负责；而企业的日常经营管理工作，由高层管理团队的成员分头负责。这样的管理方式能够有效的提高各个高管的主观能动性，防止权力的滥用，减少代理成本，同时对高管自身也是一个很好的锻炼机会。

从公司公告中我们发现，洋河同样强调企业轮岗的重要性，通过建立《员工轮岗交流管理办法》、开展专项培训课程、启动移动学习平台项目等方式来实现多维度的培养人才、激励人才和留住人才。

2.2.2. 不断升级的培训课程是保障企业内部信息传输的主要方式

2018 年年报显示，洋河围绕讲师、课程、教务三个方面夯实培训基础工作。讲师方面实现动态化管理，在原有讲师队伍基础上，通过考核选拔、淘汰、晋升等方式共聘用各级讲师 365 名；课程方面通过课程开发和案例萃取的方式，全年开发基础课程 24 门、游学课程 10 门、专业技术课程 14 门，评选优秀案例 80 个，其中获奖案例 24 个；教务方面积极推进双师制教学，促进培训效果落地。

一年来，成功搭建格局商学全景沉浸式直播教学平台，丰富了公司的培训资源，并通过该平台和外聘讲师的方式，落实战略预备人才、个十百人才、经销商培训等培训项目。各分子公司根据年度培训计划，围绕市场营销、生产技术、职能管理等方面组织培训，提升员工的业务技能和综合素质。业务部门围绕部门业务需求开展专业化培训。全年共组织培训 766 场，培训员工 38939 人次。

3. 洋河具有强有力的渠道控制能力，有效的消费者服务质量提升和品牌推广能力，持续的文化输出能力

洋河管理层深知做白酒离不开渠道和市场的支撑。洋河拥有业内人数最多，执行力最强的地推团队，同时还积极贯彻管理层对于提高消费者服务质量和提高品牌形象的理念，持续的对外界输出自身的文化属性，进一步加快公司的高端化步伐。

3.1. 洋河通过和经销商紧密结合来实现洋河管理层战略的顺畅传导

洋河拥有一支行业内人员最多、理念最新、执行力最强的营销团队，与近 1 万家经销商合作，拥有 3 万多名地面推广人员，同时不断加大深度分销模式。公司目前拥有中国白酒行业最强大的营销网络平台，已经渗透到全国各个地级县市，渠道的高速通路已经基本搭建完毕，为未来的市场拓展和品类延伸奠定坚实的基础。

3.2. 提升企业服务质量和品牌力是洋河一贯的追求

3.2.1. 白酒企业的产品力是服务质量体现的第一要义

服务第一，是每个成功企业的核心服务理念，将客户的需求视为首要目标，提高口碑，再开发更广阔的消费空间。作为处在快消行业的白酒企业而言，产品质量和产品的服务更是缺一不可。具体而言，针对中国白酒消费中的文化社交属性，除了应有的顾客服务以外，地面广告以及高空广告是提高顾客满意度的重要手段。

针对消费需求多元化和个性化，公司率先突破白酒香型分类传统，创新推出了绵柔型白酒质量新风格，深层次满足了目标消费者的核心需求，并成功构建起适应市场消费口味的绵柔白酒生产新工艺和绵柔机理体系框架。

2018 年，洋河建立了“梦想汇”这个消费者体验互动平台，平台的主要特点是以经销商为

主体，以消费者为核心，深入开展品牌与消费者的体验、互动，实现品牌与消费者的零距离。

在 2019 年的经营计划中，公司提出要顺应消费升级的发展趋势，深入思考和研究消费者的消费心理方面，精准把握消费升级的方向。围绕绵柔机理深度应用，全面提升产品个性化、特色化和饮后舒适度，引领白酒市场消费趋势，创造消费者的感动和愉悦。

3.2.2. 品牌推广和产品营销历来是洋河的强项

针对中国白酒消费中的文化社交属性，除了应有的顾客服务以外，产品营销和品牌推广是提高顾客满意度的重要手段。公司作为老八大名酒，是中国白酒行业拥有洋河、双沟两个中国名酒，两个中华老字号，洋河、双沟、蓝色经典、珍宝坊、梦之蓝、苏等六枚中国驰名商标的唯一企业。公司以 77.95 亿美元入选世界知名品牌价值研究机构 Brand Finance 发布的“2018 全球烈酒品牌价值 50 强”排名全球第三。2018 年，在 World Brand Lab 发布的《中国 500 最具价值品牌》中以 456.15 亿元的品牌价值位居第 86。

据不完全统计，洋河近期进行的产品推广和品牌营销事件有：

一、19 年 4 月 19 日，洋河股份与全球知名酒企帝亚吉欧发布首款中式威士忌——中仕忌。中仕忌汲取了苏格兰威士忌与中国白酒的风味特点，融合中西特色制酒工艺。这满足了中国市场对于烈酒的需求，同时为中国人饮酒带来别具一格的全新体验。

二、19 年春糖会中发布了“苏酒头牌酒”，这款产品定位高端；同时还发布了高端分子酒“盛时”，代表了未来健康饮酒的方向，有望成为公司一个新兴增长引擎。

三、19 年 3 月 2 日，“2019 洋河小曲新营销模式河北区域经销商发展高峰论坛”石家庄美东国际酒店成功举行。会上，中国光瓶白酒实战派营销管理专家、洋河小曲全国运营中心总经理卢安军表示，洋河小曲 2019 将全面实施“1239”新营销模式，即：一个中心：以动销为核心；两个基本点：线上线下相结合；三个目的：销量最大，粉丝最多，复购最好以及九个动作。一个中心：以动销为核心；两个基本点：线上线下相结合；三个目的：销量最大，粉丝最多，复购最好以及九个动作。

3.3. 文化输出是洋河走向高端化的必经之路

2018 年年报披露，在公司 2019 年经营计划中，提到了精铸昂扬向上的文化力。强化政治站位的高度，坚持科学务实的态度，激发克难争先的锐气，为职工谋幸福，为股东谋利益，为企业谋发展，为社会做贡献，全面升华共荣共享的文化力。

社会公益方面，公司以精准扶贫、加快脱贫为己任，围绕帮扶任务精心制定帮扶计划，为洋河新区邱庄村创办村集体项目养牛厂，每季度深入走访太平村、大沟村共 200 名农户，采集阳光扶贫 APP 有关信息，确保“挂村包户”工作高质高效推进，为推动农村发展、促进农民增收、密切干群关系、实现“两聚一高”作出企业应有的贡献。

公司不仅注重企业内部文化培养工作，同时强调企业文化对社会的输出工作：

2018 年，公司全面推进落实“万人品牌计划”战略，围绕热点事件、主题活动，深化品牌故事内容打造，创新品牌传播形式，品牌故事深入人心，并实现裂变式传播，品牌占位进一步拔高；梦之蓝品牌亮相“上合青岛峰会”、走进冬奥会场、飘香英国白金汉宫，助力第三届“读懂中国”国际会议，用绵柔架起了一座友谊之桥。

18 年 12 月 16 日，《梦之蓝·国家宝藏》第二季第二集在 CCTV 综艺频道正式播出。梦之蓝独家支持《国家宝藏》，‘中国梦’和‘中国宝藏’完美契合，是一次国家品牌层面的碰撞，这将极大的提升梦之蓝的国家品牌形象。

从 2018 年初联手央视打造《梦之蓝·经典咏流传》，以“再造经典”的理念，做时代文化的“酿造师”；将中国酒文化推向国际舞台，与文学名家跨界合作，推出文化艺术酒，花样演绎传统文化，一次次让充满历史底蕴的传统文化融入了现代生活。

4. 最新更新：18 年年报和 19 年一季报显示财务数据表现稳定，总体收入提速，费用率稳步下降，具有可持续性

洋河股份在 19 年 4 月 30 日公布了公司 2018 年年报以及 2019 年一季度报告。总体来看，洋河发展提速，同时收入增速利润增速持续加快，费用率稳步下降。公司未来的业绩增速具有较好的可持续性。

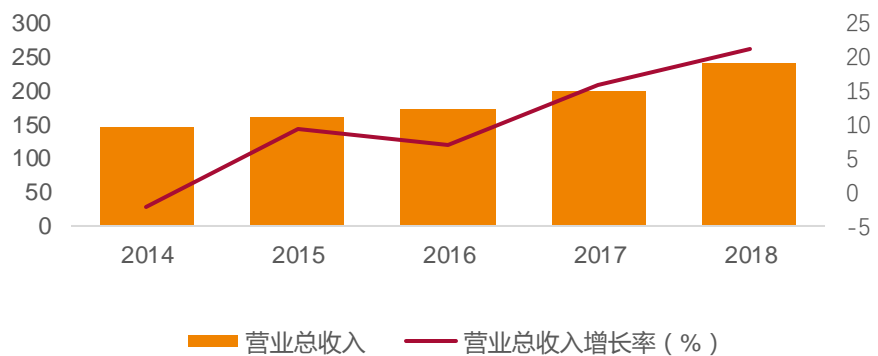
4.1. 2018 年报数据、2019 年一季报数据以及经营展望

2018 年，公司实现营业收入 241.6 亿元，同比增长 21.3%。酒类业务的收入达到 231.9 亿元，同比增长 19.1%。分产品看，白酒收入达 229.1 亿元，增速 19.44%；红酒收入为 2.7 亿元，同比下降 4.07%。省内白酒收入 116.1 亿元，同比增长 13.52%；省外白酒收入为 115.7 亿元，同比增长 25.28%。省外保持高速增长，省内增速保持平稳。归母净利润为 81.15 亿元，同比增长 22.45%。归母扣非净利润为 73.69 亿元，同比增长 20.09%。归母净利润增速进一步提高，公司基本每股收益为 5.38 元，同比增长 22.27%，经营性现金流同比增长 17.2%。

2018 年全年，白酒销售量为 21.4 万吨，同比增减为-0.88%；生产量为 21.2 万吨，同比增减为-3.87%；库存量为 2.5 万吨，同比增减为-8.95%。

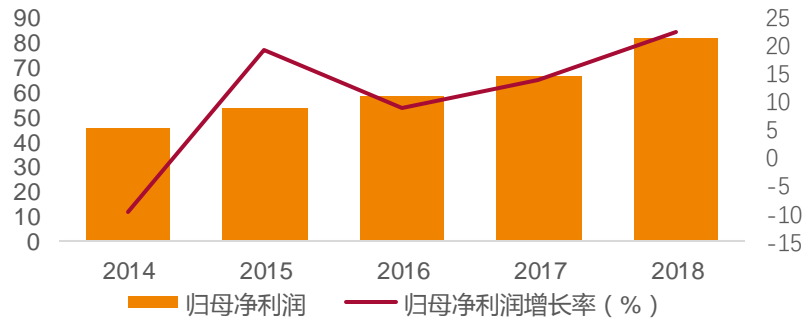
公司年报显示，2018 年，白酒行业马太效应凸显，白酒龙头企业继续保持快速增长，增长速度明显快于行业平均水平。前三家龙头企业合计实现的营业收入、利润总额，分别占规模以上白酒企业营业收入和利润总额的 25.70%、64.22%，同比 2017 年分别提升 2.9 个百分点、0.81 个百分点。而随着白酒行业集中度的不断提高，龙头企业有望在未来的市场竞争中抢占到更多份额。

图 5：营业总收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：归母净利润（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年一季度，公司实现营业收入 108.9 亿元，同比增长 14.18%。归母净利润为 40.21 亿元，同比增长 15.7%，归母扣非净利 38.1 亿元，同比增长 14.28%。

收入的增加离不开渠道的不断拓展。线下渠道来看，国内方面，洋河调整了省外市场的区域规划，“新江苏”战略酝酿而出。该战略是以江苏为大本营，积极地对外扩张，打造包括河南、安徽、山东、浙江、上海为省外重点的新江苏市场。国际方面，洋河的产品已实现出口 40 个国家和地区，出口区域涵盖亚洲、北美洲、南美洲、澳洲、非洲、欧洲六大洲。近达日本、韩国，远至美国、英国，都可以很方便地买到洋河酒。

在发展电商的同时，洋河能够很好的平衡线上线下的关系。一方面是线上电商的蓬勃发展，另一方面是传统渠道是酒企主流消费渠道，重视电商渠道但不能伤害传统渠道成为众多酒企的共识。洋河发展电商，对于线下门店不会有太大的冲击，当线上线下形成一体化，经销商的身份也会有一个转变，会从品牌代理商转化为服务商。”

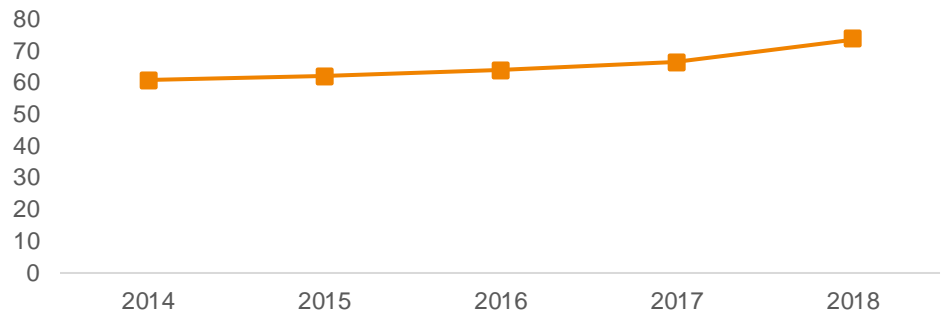
进一步深耕渠道也是洋河 2019 年的重要战略之一。公司坚持以时间换空间、以增量拉存量，积极做好突破高端，推动渠道转型变革，全面打造渠道极致化。

4.2. 白酒毛利率稳步提升

2018 年年报显示，洋河股份酒类行业毛利率达 76.16%，同比增速为 8.45%。毛利率的提升主要有两方面的原因，其一是营业收入提升至 231.9 亿元，同比增长 19.1%；其二是营业成本降低至 55.3 亿元，同比降幅达 12.06%。

分析各项营业成本的构成，我们发现材料费用的变化幅度不大，说明了公司在原材料以及相关包材采购方面做出的努力。直接人工和燃料动力的成本增速较大，这是由于市场中相关价格提高的客观因素导致的。消费税及附加的核算方式变化是导致 2018 年营业成本下降的一大重要原因，由于公司白酒消费税的缴纳方式从 2017 年 9 月 1 日起由受托方代扣代缴改为由白酒生产企业直接缴纳，消费税的核算方式由委托加工计入白酒生产成本，改为由白酒生产单位自行生产销售计入税金及附加，致使本报告期酒类营业成本中消费税及附加占比大幅度下降。

图 7：销售毛利率 (%)

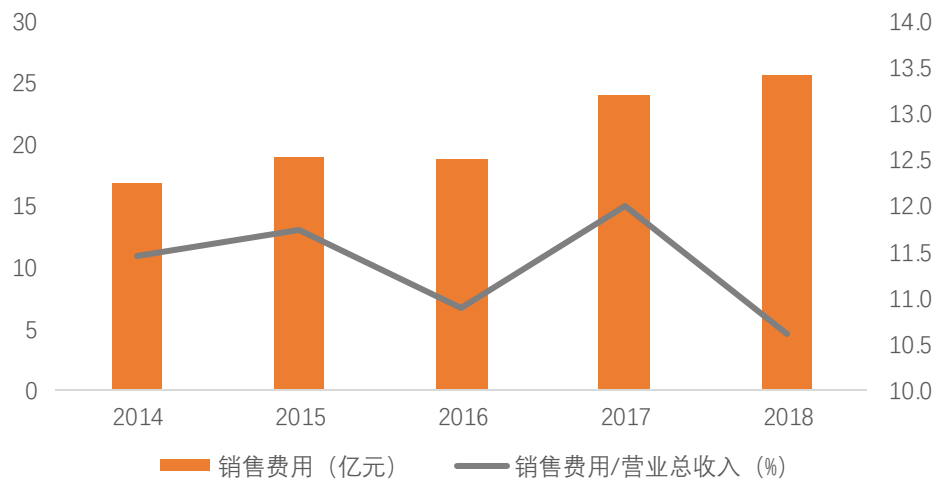


资料来源：wind，天风证券研究所

4.3. 销售费用率处于下行通道之中

2018 年公司销售费用为 25.6 亿元，同比增长 7.29%。销售费用率为 10.6%，同比上个报告期下降 1.39pct。总体来看，公司近五年的销售费用的绝对量有所增加，但是销售费用率则处于稳步下降的通道之中。具体分析销售费用的构成，我们发现公司的广告促销费本期发生额为 14.9 亿元，增速大于 20%。装卸运输费由于成品酒运输费用原由本公司承担，本期变更为由经销商承担的缘故大幅下降。同时，差旅费本期发生额为 3.7 亿元，增速约为 34%。

图 8：销售费用情况

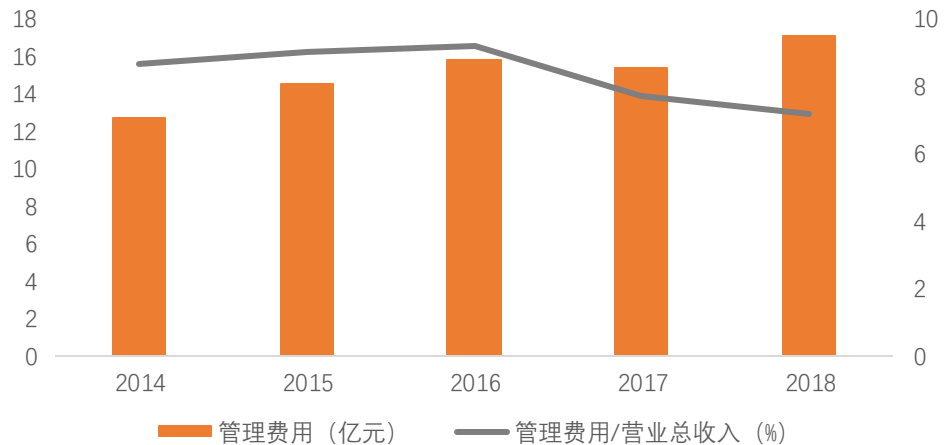


资料来源：wind，天风证券研究所

4.4. 内部管理的进步是管理费用率降低的主要因素

2018 年度，公司管理费用为 17.04 亿元，同比增幅为 13.13%，单独列报的研发费用为 0.28 亿元。管理费用/营业总收入为 7.05%，同比去年同期下降 0.642pct。洋河致力于提高企业管理能力，在企业创新应用、企业内部信息整合、企业外部功能整合、企业服务质量以及企业文化管理等方面都有一定的建树。管理能力的提高不仅能使洋河的管理费用率降低，未来洋河将充分受益企业管理能力的提升，销售收入、毛利率、销售费用率和管理费用率有望进一步得到优化。

图 9：管理费用情况



资料来源：wind，天风证券研究所

同时，2018 年度洋河的研发投入为 3288 万元，其中费用化部分为 2757 万元，研发费用同比增长 7.07%。研发人员数量达 393 人，同比增长 12.93%。

报告期内，公司构建了洋河区域酿造微生态的微生物数据库，推动了绵柔白酒健康物质的深度研究，优化了原酒生产工艺参数，确立了新型接选酒方式，实现了酒体丰满度与绵厚度的极大提升。同时，公司在智慧酿造方面，超前做好顶层设计，建立六大标准工艺模块，推动公司向智能制造转型。2018 年公司荣获省部级科技奖 6 项，获授发明专利 2 项。“梦之蓝·手工班健康效应研究与应用”等两项科技成果通过国家级鉴定，技术水平获院士和专家高度评价，对行业发展和白酒健康研究具有重大意义。

5. 盈利预测与估值

我们选取了五粮液、泸州老窖、古井贡酒和山西汾酒作为洋河估值的横向可比公司进行对比，同时对横向可比公司的各项指标取平均值，形成下表。将洋河与市值接近的泸州老窖进行对比，可以看到洋河的估值显著偏低。

表 1：横向可比公司

代码	证券简称	总市值 (万元)	流通市值 (万元)	市盈率 TTM
002304.SZ	洋河股份	16931010.18	16931010.18	19.55
平均值	平均值	14832827.03	14511977.03	27.595
000858.SZ	五粮液	38750092.71	38750092.71	26.03
000568.SZ	泸州老窖	10333828.72	10333828.72	26.22
000596.SZ	古井贡酒	5386002	4102602	28.38
600809.SH	山西汾酒	4861384.67	4861384.67	29.75

资料来源：wind，天风证券研究所

预计 19 年整体收入将同比增长 15%，净利增长 17.36%：预计公司 19-21 年营收 277.8/319.5/364.2 亿，净利润为 95.2/112.8/131.2 亿，EPS6.32/7.49/8.71 元，综合考虑洋河产品升级及低端酒重新布局加速增长，以及预收款和现金流的影响，给予洋河 19 年 24 倍估值，目标价为 152 元，29%以上空间！

6. 风险提示

宏观经济不确定风险。国际经济环境变幻莫测，国内经济下行压力仍在，白酒产业政策的调整 and 变化，都可能影响白酒企业的健康成长。

市场竞争加剧的风险。主要竞争企业更加重视营销工作，加大招商力度，加强渠道建设，

进一步深耕终端，市场竞争更加激烈。

新型渠道冲击的风险。目前，以 1919、酒便利等为代表的酒类流通企业发展较快，包括互联网新零售的发展，给白酒企业的渠道建设带来不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,751.45	3,615.35	13,809.33	21,203.96	32,272.48	营业收入	19,917.94	24,159.80	27,783.77	31,951.34	36,424.53
应收票据及应收账款	221.30	247.96	246.27	(586.78)	(668.93)	营业成本	6,681.15	6,353.24	7,223.78	8,051.74	8,960.43
预付账款	86.66	18.98	135.25	29.34	145.15	营业税金及附加	1,151.87	3,769.93	3,889.73	4,473.19	5,099.43
存货	12,861.50	13,892.12	14,349.62	17,521.48	17,597.13	营业费用	2,387.45	2,561.40	2,931.19	3,322.94	3,762.65
其他	13,053.46	16,980.39	13,524.29	14,455.38	15,104.07	管理费用	1,506.35	1,704.27	1,875.40	2,092.81	2,312.96
流动资产合计	27,974.38	34,754.80	42,064.77	52,623.39	64,449.90	研发费用	25.75	27.57	277.84	319.51	364.25
长期股权投资	1.98	9.42	9.42	9.42	9.42	财务费用	(33.91)	(65.14)	(224.46)	(451.03)	(688.87)
固定资产	8,249.56	7,833.67	7,502.71	7,165.26	6,810.90	资产减值损失	22.87	1.10	23.99	28.43	31.12
在建工程	235.22	154.54	128.72	125.23	105.14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,653.55	1,781.96	1,729.97	1,677.98	1,625.99	投资净收益	623.95	918.29	900.00	915.00	900.00
其他	4,591.26	3,909.38	4,105.20	3,952.67	3,988.75	其他	(1,284.00)	(1,924.51)	(1,800.00)	(1,830.00)	(1,800.00)
非流动资产合计	14,731.56	13,688.97	13,476.03	12,930.56	12,540.20	营业利润	8,836.47	10,813.65	12,686.30	15,028.75	17,482.55
资产总计	43,258.14	49,563.77	56,177.83	66,323.69	77,832.36	营业外收入	19.82	37.93	34.54	30.77	34.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	8.34	12.40	10.98	10.57	11.32
应付票据及应付账款	1,119.60	1,261.28	2,529.90	1,034.90	2,974.32	利润总额	8,847.95	10,839.19	12,709.86	15,048.95	17,505.64
其他	12,319.11	14,366.92	13,616.20	17,576.41	17,066.93	所得税	2,229.17	2,723.86	3,202.14	3,777.29	4,397.42
流动负债合计	13,438.71	15,628.20	16,146.10	18,611.32	20,041.26	净利润	6,618.79	8,115.33	9,507.72	11,271.66	13,108.23
长期借款	0.15	0.11	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(8.38)	0.14	(16.10)	(11.06)	(11.61)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	6,627.17	8,115.19	9,523.82	11,282.72	13,119.84
其他	324.41	310.94	321.64	319.00	317.19	每股收益(元)	4.40	5.39	6.32	7.49	8.71
非流动负债合计	324.56	311.05	321.64	319.00	317.19						
负债合计	13,763.27	15,939.25	16,467.74	18,930.31	20,358.45						
少数股东权益	(20.17)	(20.01)	(35.31)	(46.18)	(57.53)	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	成长能力					
资本公积	741.70	741.70	741.70	741.70	741.70	营业收入	15.92%	21.30%	15.00%	15.00%	14.00%
留存收益	28,007.14	32,279.51	38,238.41	45,932.57	56,024.46	营业利润	14.35%	22.38%	17.32%	18.46%	16.33%
其他	(740.79)	(883.67)	(741.70)	(741.70)	(741.70)	归属于母公司净利润	13.73%	22.45%	17.36%	18.47%	16.28%
股东权益合计	29,494.87	33,624.52	39,710.09	47,393.37	57,473.91	获利能力					
负债和股东权益总计	43,258.14	49,563.77	56,177.83	66,323.69	77,832.36	毛利率	66.46%	73.70%	74.00%	74.80%	75.40%
						净利率	33.27%	33.59%	34.28%	35.31%	36.02%
						ROE	22.45%	24.12%	23.96%	23.78%	22.80%
						ROIC	32.42%	35.18%	36.91%	50.94%	57.84%
						偿债能力					
						资产负债率	31.82%	32.16%	29.31%	28.54%	26.16%
						净负债率	-5.94%	-10.75%	-34.78%	-44.74%	-56.15%
						流动比率	2.12	2.30	2.64	2.87	3.26
						速动比率	1.17	1.41	1.76	1.93	2.38
						营运能力					
						应收账款周转率	103.81	102.97	112.43	-187.67	-58.01
						存货周转率	1.59	1.81	1.97	2.01	2.07
						总资产周转率	0.49	0.52	0.53	0.52	0.51
						每股指标(元)					
						每股收益	4.40	5.39	6.32	7.49	8.71
						每股经营现金流	4.57	6.01	8.01	6.52	8.38
						每股净资产	19.59	22.33	26.37	31.48	38.18
						估值比率					
						市盈率	26.12	21.33	18.17	15.34	13.19
						市净率	5.86	5.14	4.35	3.65	3.01
						EV/EBITDA	17.62	11.74	11.97	9.79	7.89
						EV/EBIT	19.01	12.57	12.42	10.11	8.11

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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