

公司研究/首次覆盖

2020年07月17日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 129.06
合理价格区间(元): 173.40~183.60

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

张墨
联系人 zhangmo@htsc.com

深度变革, 积聚势能, 改善可期

洋河股份(002304)

深度变革, 积聚势能, 改善可期

洋河作为次高端龙头, 坐享次高端扩容红利, 公司 19 年深度调整, 目前组织变革、渠道调整持续落地, 完善内部激励机制, M6+精准卡位, 站上次高端价格顶部, 给腰部产品留足空间; 海天调整基本到位, 看好 21 年企稳恢复增长, 我们看好公司 20 年实现营收保平目标, 21 年重回增长通道, 我们预计 20-22 年 EPS 为 5.10/5.79/6.49 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

次高端龙头, 绵柔鼻祖底蕴深厚, 调整蓄势再出发

洋河是绵柔型白酒鼻祖, 八大名酒之一。公司 03 年推出蓝色经典取代洋河大曲, 02-12 年营收增速领跑行业, 期间经历两次改制 (02 年股权改制, 从国有独资变为国有控股; 06 年管理层和核心员工持股), 13-14 年伴随行业进入调整期, 15-18 年行业次高端扩容, 洋河主导产品从海天升级为梦之蓝, 公司自 18H2 进入调整期, 主要系深度分销模式导致厂商关系不协调、渠道利润低、库存高企。19Q2 开始在人事/渠道/激励/产品升级方面做出调整: 老将回归主管销售, 主动控货稳价、渠道模式改为“一商为主, 多商辅助”, 同时回购股份用于股权激励, 推出新品 M6+拉升品牌力。

次高端扩容, M6+精准卡位, 海天调整基本到位

15 年来消费升级和消费群体变化助力次高端持续扩容, 江苏省内消费也迎来结构性繁荣, 17 年后省内核心价格带实现从 200-300 至 300-600 元的跃升, 洋河作为苏酒龙头 (19 年市占率 36%) 有望更好抓住扩容机遇, 实现自身产品结构升级。梦之蓝引领次高端发展, 公司 19 年中推出的 M6+精准卡位 600-800 元价格带, 意在抢占高端白酒价格带逐步上移后的空间, 目标打造百亿级大单品, 同时拉升自身品牌力, 给公司腰部产品留足空间。海天系列调整基本到位, 渠道持续改善省内批价逐步企稳回升, 库存趋于合理, 20 年受疫情影响营收可能出现一定下滑, 看好 21 年企稳恢复增长。

内部激励足, 渠道持续改善, 品牌势能有望提升

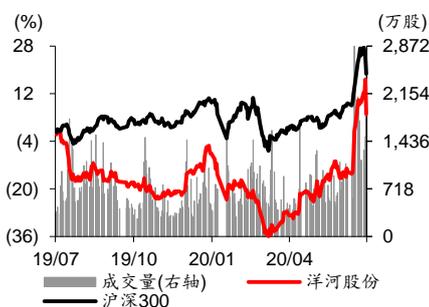
公司曾作为名酒复兴代表, 通过机制改革解决内部激励问题, 独创深度分销模式, 实现了在 02-12 年领跑行业的壮举, 同时积累了强大的品牌力。站在新的复兴起点, 公司拟回购 10-15 亿用于股权激励或员工持股, 同时在组织架构和人力、资源分配上重新规划; 渠道变革持续推进 (协调厂商关系, 提升经销商积极性); 通过主推梦之蓝完成结构升级和抬升品牌势能, 这些都将有助于公司不同层次产品价格体系的重建, 进一步抬升省内份额并完成省外众多成长型市场的扩张。

变革积蓄势能, 改善尤可期

公司 19 年主动变革, 在渠道/品牌势能/产品结构/价格体系方面均有改善, 中长期向好。我们预计 20-22 年 EPS 5.10/5.79/6.49 元, 参考可比公司 20 年平均 PE 43x, 公司业绩增速略低于可比, 给予公司 2020 年 34-36x PE, 目标价 173.40-183.60 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 食品安全, 经济下行, 疫情影响超预期, 产品调整不及预期。

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,507
流通 A 股 (百万股)	1,249
52 周内股价区间 (元)	80.91-143.40
总市值 (百万元)	194,492
总资产 (百万元)	52,096
每股净资产 (元)	26.55

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	24,160	23,126	23,228	26,154	29,040
+/-%	21.30	(4.28)	0.44	12.60	11.04
归属母公司净利润 (百万元)	8,115	7,383	7,679	8,726	9,787
+/-%	22.45	(9.02)	4.02	13.63	12.16
EPS (元, 最新摊薄)	5.39	4.90	5.10	5.79	6.49
PE (倍)	23.97	26.34	25.33	22.29	19.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心逻辑及投资要点	4
公司亮点	4
有别于市场观点	4
次高端龙头，绵柔鼻祖底蕴深厚	5
看历史：名酒基因，历经辉煌	5
观架构：两次改制，架构日臻完善	7
析变化：激励充分，元老回归推进战略转型	8
辨业绩：短期承压，静待拐点	9
为什么当前时点坚定看好洋河	11
看点一：次高端扩容，省内白酒消费市场广阔	11
看点二：M6+精准卡位，海天调整基本到位	14
看点三：渠道力是洋河核心竞争力之一，终端掌控力强	16
看点四：品牌力持续提升，蓝色经典实现高端扩容	17
盈利预测与估值	19
盈利预测	19
估值	21
风险提示	21
PE/PB - Bands	21

图表目录

图表 1：历史名酒榜单	5
图表 2：洋河股份历史资本动作	5
图表 3：洋河历史复盘	6
图表 4：2017 年梦之蓝销售占比首次超过天之蓝	7
图表 5：2015-2019 年省外营收占比逐步提升	7
图表 6：洋河股权结构图	7
图表 7：洋河股权结构图（截至 2020Q1 末）	8
图表 8：洋河管理层持股与薪酬	8
图表 9：2011-2019 年洋河股份人均薪酬	9
图表 10：洋河股份组织框架结构	9
图表 11：洋河 2014-2019 主营业务收入变化	10
图表 12：洋河 2014-2019 归母净利润变化	10
图表 13：洋河股份 2010-2019 年毛利及净利水平	10
图表 14：2009-2019 年次高端白酒品牌净利率对比	10
图表 15：主要白酒品牌 15-19 年平均 ROE (%)	10
图表 16：主要白酒品牌 15-19 年平均净利率 (%)	10
图表 17：江苏省和全国居民人均可支配收入 (元)	11

图表 18: 江苏省和全国居民人均消费支出 (元)	11
图表 19: 华东地区 2018 年白酒产量 (万千升)	11
图表 20: 2018 年各省居民人均食品烟酒消费支出 (元)	11
图表 21: 2018 地级市白酒订单量 Top10	12
图表 22: 江苏各区域白酒消费价格层级及特点	12
图表 23: 江苏各区域白酒消费价格层级及特点	13
图表 24: 19 年江苏省白酒竞争格局	13
图表 25: 19 年江苏与全国白酒市场结构对比	13
图表 26: 洋河 2019 年分产品营收占比	14
图表 27: 洋河细分产品营收增速	14
图表 28: 今世缘 2019 年细分产品营收占比	14
图表 29: 2015-2019 年今世缘细分产品营收增速	14
图表 30: 洋河系列产品全对比 (截至 2020 年 7 月)	15
图表 31: 洋河销售模式与传统大经销商模式对比	16
图表 32: 2003-2019 年洋河渠道模式变革	17
图表 33: 19 年主要白酒企业销售人员数量 (人)	17
图表 34: 洋河 2011-2019 年销售人员数量 (人)	17
图表 35: 2019 年全球烈酒品牌价值前 10 强	18
图表 36: 洋河产品矩阵 (2020/7/15)	18
图表 37: 洋河股份收入预测 (单位: 亿元)	19
图表 38: 洋河股份毛利预测 (单位: 亿元)	20
图表 39: 洋河股份费用率预测明细	20
图表 40: 可比公司估值表	21
图表 41: 洋河股份历史 PE-Bands	21
图表 42: 洋河股份历史 PB-Bands	21

核心逻辑及投资要点

公司亮点

- 1) **次高端扩容持续，苏酒结构性繁荣。**江苏省经济实力较强，人均收入和支出均处于全国领先地位，宴席、商务消费需求旺盛，消费升级显著，省内主流消费价格带持续提升，17年之后，伴随白酒行业触底反弹，省内核心价格带实现从200-300至300-600元的跃升，主线产品也由天之蓝、国缘老开逐步转向M3/M6、今世国缘系列。洋河稳居江苏白酒市场份额之首，次高端扩容释放增长空间。
- 2) **梦之蓝系列M6+精准卡位次高端价格带顶部。**洋河作为苏酒龙头(19年市占率36%)有望更好抓住次高端扩容机遇，实现自身产品结构升级。梦之蓝系列引领次高端发展，公司19年中推出的M6+精准卡位600-800元价格带，意在抢占高端白酒价格带逐步上移后的空间，目标打造百亿级大单品，同时拉升自身品牌力，给公司腰部产品留足空间。
- 3) **自身调整持续落地，改善可期。**公司曾作为名酒复兴代表，通过机制改革解决内部激励问题，独创深度分销模式，实现了在02-12年领跑行业的壮举，同时积累了强大的品牌力。站在新的复兴起点，公司拟回购10-15亿用于股权激励或员工持股，同时在组织架构和人力、资源分配上重新规划；渠道变革持续推进（协调厂商关系，提升经销商积极性），渠道库存趋于良性；通过主推梦之蓝完成结构升级和重新抬升品牌势能，这些都将有助于公司不同层次产品价格体系的重建，进一步抬升省内份额并完成省外众多成长型市场的扩张。

有别于市场观点

市场对于洋河本轮变革调整后的成效仍有分歧。我们认为，洋河此轮的改革是精准且有成效的，1) 公司的变革聚焦于渠道，旨在优化厂商关系，建立“一商为主、多商辅助”的新型厂商关系，经销商议价权提升，减少渠道压力。2) 在稳定市场秩序上，洋河践行“控货稳价”策略，自19年6月起对渠道库存进行清理，但考虑到长期品牌力的构筑及对股东利益的保护，公司并未采取降价促销策略，而是进行全面控货，取消了“一刀切”的销量硬性考核方式，带动终端价格提升。3) 公司的内部人事及激励调整所带来的效果值得期待，19年5月洋河任命曾经参与蓝色经典品牌打造的元老级高管刘化霜担任公司销售主管，同时在19年10月公告拟回购10-15亿用于股权激励或员工持股，同时在组织架构和人力、资源分配上重新规划。

同时我们认为，梦之蓝系列M6+精准卡位次高端价格带顶部的战略和实际意义显著，且在此价格带上具备较强的竞争力。当前时点，茅五泸涨价带动次高端各白酒品牌价格上行，释放600-800元价格段白酒空间，M6+在M6基础上升级，具备“更多陈酒，醇厚有加；更大容量，尽享有加；精奢设计，典雅有加；科技防伪，保真有加”的品质特征，卡位600-800元价位。600-800元价格带竞争较小，省内与今世缘也能拉开价差。借鉴五粮液控盘分利的模式，目标三年时间将M6+打造成百亿大单品（根据公司股东大会交流）。M6+目前核心工作围绕招商和培育核心消费者展开：不同于以往全面铺开经销商队伍，M6+拔高经销商选拔要求，我们看好M6+换代升级成功以及未来的增长潜力。

次高端龙头，绵柔鼻祖底蕴深厚

看历史：名酒基因，历经辉煌

八大名酒之一，洋河股份是绵柔型系列白酒鼻祖，拥有洋河、双沟两大“中国名酒”。洋河位于中国白酒之都-江苏省宿迁市，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。公司是白酒行业拥有洋河、双沟两大中国名酒，两个中华老字号，六枚中国驰名商标的唯一企业，下辖洋河、双沟、泗阳三大酿酒生产基地。主导产品洋河蓝色经典、双沟珍宝坊、苏酒、洋河大曲、双沟大曲等绵柔型系列白酒，在全国享有较高的品牌知名度和美誉度。

图表1：历史名酒榜单

白酒类	评选时间	入选品牌
四大名酒	1952年第一届评酒会	茅台酒、汾酒、泸州大曲、西凤酒。
老八大名酒	1963年第二届评酒会	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲、西凤酒、五粮液、古井贡酒、全兴大曲、董酒。
新八大名酒	1979年第三届评酒会	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲。
十三大名酒	1984年第四届评酒会	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒。
十七大名酒	1989年第五届评酒会	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒。

资料来源：中国酒业协会，华泰证券研究所

从品牌维度看，洋河构建“双名酒、双品牌”格局。2010年4月，洋河股份成为双沟酒业的控股股东，控股比例40.6%；2011年3月，洋河股份以11.75亿元收购双沟酒业59.4%的股权，将其纳为全资控股子公司。为了构造双名酒、双品牌的战略格局，洋河股份于2020年初将双沟品牌事业部升级为“双沟酒业销售公司”，抽调原资深产品总监张学谦负责双沟酒的销售工作，意图推进双品牌战略，实现双轮驱动，开启名酒复兴“四变革”，即名酒化、全国化、模式化、组织化。

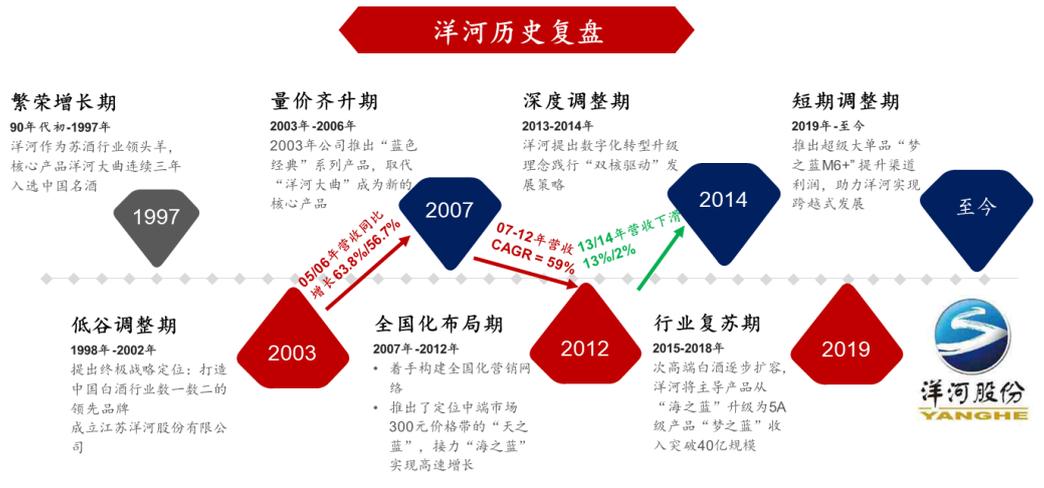
图表2：洋河股份历史资本动作

时间	资本动作
2002	由江苏洋河集团作为主要发起人，与6家公司14位自然人共同设立江苏洋河酒厂股份有限公司
2006	完成国企改革，实现高管间接持股
2009	在深圳证券交易所上市交易
2010	收购宿迁国丰所持有的江苏双沟酒业股份有限公司（简称“双沟酒业”）40.59%的股权
2011	双沟酒业成为洋河股份公司的全资控股子公司
2012	全资收购湖北梨花村酒厂，拓展全国市场
2014	全资收购哈尔滨宾州酿酒厂，生产罐装白酒
2016	全资收购贵州贵酒，获得酱香型系列产品

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

历史沿革：洋河自改革开放以来经历了多次不同幅度、跨度的行业调整期，体现出了显著的抗周期能力，其背后是洋河长期以来积累的品牌实力、品质实力及规模实力的有力支撑，我们将洋河的历史发展分为七个阶段：

图表3：洋河历史复盘



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

1) 快速增长期（90年代初-1997年）：根据中国酒业协会，白酒行业总产量自90年的470万吨快速增长至97年的709万吨，洋河作为苏酒行业领头羊，核心产品洋河大曲连续三年入选中国名酒。

2) 低谷调整期（1998年-2002年）：受供给端放开价格管制、金融危机下需求紧缩影响，白酒市场供大于求，原本洋河占据的江苏市场更是被川酒、徽酒、鲁酒等其他酒类侵占，叠加公司内部竞争意识缺乏，洋河业绩表现不佳。面对行业调整期，洋河当机立断开启第一次改制，管理层在战略会议上提出终极战略定位——打造中国白酒行业数一数二的领先品牌，并于2002年作为发起人联合其他投资者成立江苏洋河股份有限公司，其中洋河集团持股51.1%。

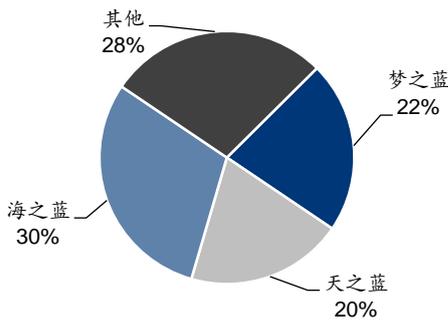
3) 量价齐升期（2003年-2006年）：受经济发展及地产投资双重驱动，行业呈量价齐升趋势。洋河迎来高速增长期，其中05/06年公司营收同比增长63.8%/56.7%。03年公司推出以绵柔型著称的“蓝色经典”系列产品，取代“洋河大曲”成为新的核心产品。其中定位中端市场百元价格带的“海之蓝”成功抓住口子窖和五粮春之间的价格空隙。06年公司推行第二次改制，向管理层控制下的蓝天贸易和蓝海贸易定增2200万股，改制完成时，高管及核心技术人员持股达30.8%，国资控股比例降至38.6%。

4) 全国化布局期（2007年-2012年）：2007年在成功布局华东市场后，洋河着手构建全国化营销网络，2013年公司上线“洋河1号”酒类电商APP，依托线下渠道商资源实现O2O跑马圈地，进行全国化市场布局。其定位中端市场150-300元价格带的“天之蓝”在此时接力“海之蓝”实现了高速增长，推动2007-2012年公司整体营收CAGR达到59%。

5) 深度调整期（2013-2014年）：受政府限制三公消费、酒类负面新闻频现影响，白酒行业自2013年进入深度调整期，市场需求断崖式下降，五粮液、泸州老窖等行业龙头业绩下滑显著。行业回调背景下，洋河提出数字化转型升级理念，践行“双核驱动”发展策略，成立互联网创新中心，自建电商平台及微信服务号，搭建大数据管理平台，基于用户画像实现精准营销。行业深度调整期间洋河“天之蓝”产品销量小幅下滑。2013、2014年公司整体营收同比分别下滑13.0%、2.3%，同期泸州老窖营收同比分别下降9.7%、48.7%，同期五粮液同比分别下降9.1%、15.0%。

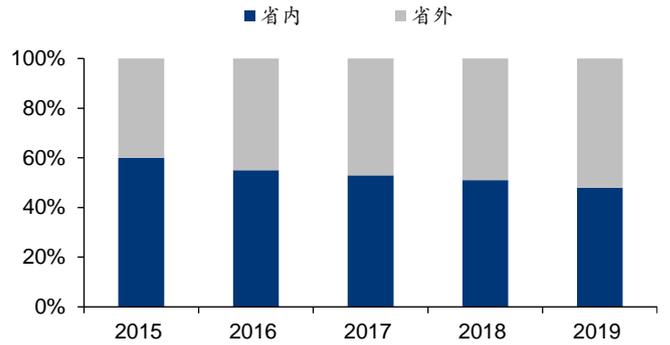
6) 行业复苏期（2015-2018年）：伴随着高端白酒逐步提价，次高端白酒逐步扩容，洋河将主导产品从“海之蓝”升级为5A级产品“梦之蓝”，实现产品结构升级。2017年“梦之蓝”销售收入突破40亿规模，占比达22%，首次超过“天之蓝”。同期，洋河积极拓展省外市场，2015-2018年洋河省外营收增速维持在20%以上，显著高于省内增速。省外市场营收占比自2015年的40%提升至2018年的49%。

图表4：2017年梦之蓝销售占比首次超过天之蓝



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：2015-2019年省外营收占比逐步提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

7) 短期调整期 (2019年-至今)：受渠道价格透明下利润空间收窄影响，洋河收入增速逐步放缓，着手进行渠道、产品结构、市场策略、组织架构等多方位调整。自19年6月起公司推行全面内控，助力经销商消化库存，19年受自身主动调整影响，根据公司年报，省外营收增速放缓至2%，省内营收增速为-11%。经历调整后公司目前渠道库存逐步恢复良性水平，核心产品价格稳定上扬，我们预计2020年下半年有望走出低谷重新步入增通道。在策略上，洋河坚持高端化及全国化，推出大单品“梦之蓝 M6+”，实现产品结构持续升级。

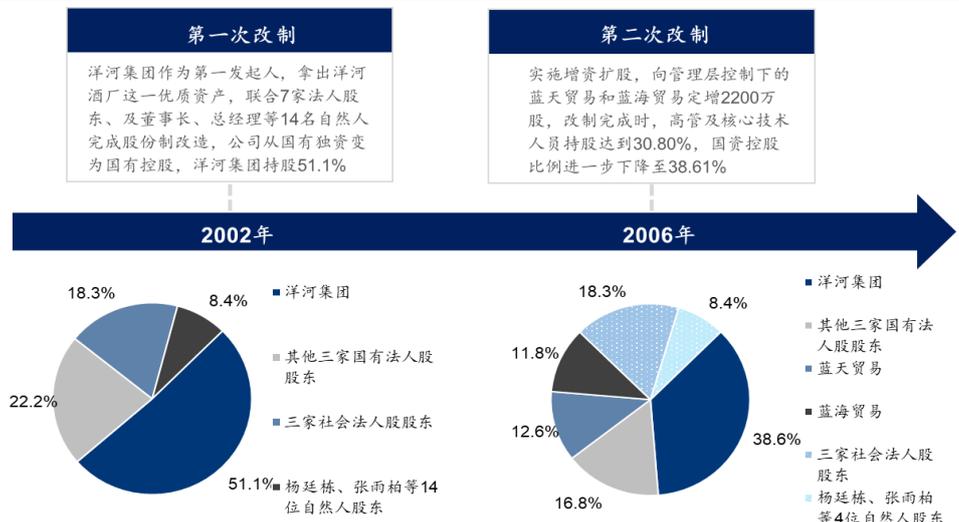
观架构：两次改制，架构日臻完善

公司历史上经历了两次改制，目前管理层持股比例高，治理架构良好。公司在白酒行业高速发展的2002-2012年期间完成两次改制：

第一次改制 (2002年)：股权改制、引入投资人，解决了国有独资、体制僵硬的问题。洋河集团作为第一发起人，拿出洋河酒厂这一优质资产，联合7家法人股东、及董事长、总经理等14名自然人（其中包括杨廷栋、张雨柏等人）完成股份制改造，公司从国有独资变为国有控股，洋河集团持股51.1%。

第二次改制 (2006年)：进行管理层、核心技术人员持股，解决了内部激励问题。实施增资扩股，向管理层控制下的蓝天贸易和蓝海贸易定增2200万股（蓝天商贸和蓝海商贸也有部分经销商参与持股），改制完成时，高管及核心技术人员持股达到30.80%，国资控股比例进一步下降至38.61%。

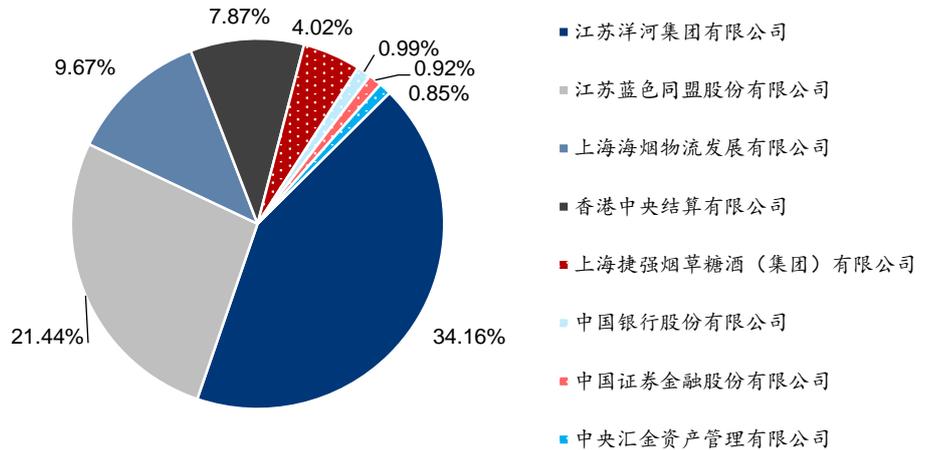
图表6：洋河股权结构图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司股权由政府、管理层、经销商共同持有，充分激发了管理层与经销商的积极性。截至2020Q1末，洋河股份控股股东为江苏洋河集团有限公司，实际控制人为江苏宿迁市国资委，间接持有洋河股份34.16%股权。公司第二大股东为江苏蓝色同盟股份有限公司，持股比例21.44%，持股人包括公司管理层、业务及技术骨干。公司的股改也使得部分经销商参与持股，上海海烟集团旗下的上海海烟物流发展有限公司和上海捷强烟草糖酒(集团)有限公司分别持股9.67%和4.02%，分别位列第三、第五大股东。陆股通持股占总股本比例9.67%，相比2019年年报的7.87%有所提升，反映了外资对洋河未来前景的看好。

图表7：洋河股权结构图（截至2020Q1末）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

析变化：激励充分，元老回归推进战略转型

良好股权激励制度，管理层经销商共筑利益共同体。截至2020Q1末，公司董事长、总裁、董秘等大多数高管持有公司股票，较为充分的激励制度使得管理层与公司利益保持一致，增强了团队的稳定性。此外，两次混改也很大程度上调动了经销商积极性，引入部分经销商持股的蓝天商贸和蓝海商贸作为社会法人股东，促进管理层、经销商成为利益共同体，有利于公司长期稳定发展。

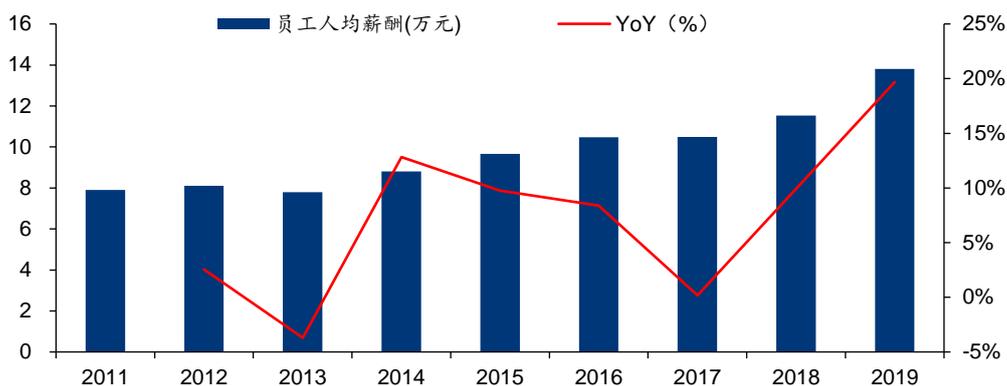
图表8：洋河管理层持股与薪酬

序号	姓名	职务	直接持股数(万)	持有蓝色同盟股比	间接持有洋河股比	薪资(百万)
1	冯攀台	监事会主席	567.8	4.09%	0.88%	98.2
2	周新虎	董事、副总裁、总工程师	287.8	1.45%	0.31%	101.1
3	丛学年	董事、副总裁、董事会秘书、财务负责人	277.8	4.99%	1.07%	100.9
4	郑步军	副总裁	6.0	0.00%	-	100.4
5	王耀	董事长	3.0	0.36%	0.08%	145.6
6	刘化霜	董事	-	0.91%	0.20%	101.7
7	陈太清	监事	-	0.91%	0.20%	100.7

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

回购股份用于股权激励，进一步完善激励机制。2019年10月30日，公司发布公告称，公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购资金总额不低于人民币10亿元且不超过人民币15亿元，回购价格不超过人民币135.0元/股，回购股份用于对公司核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。公司在新老领导班子交接的阶段，将员工激励方案提上日程，我们认为这次激励将更能有效调动公司管理层及骨干员工的积极性，增加销售人员粘性，有助于公司的长期健康稳定发展。

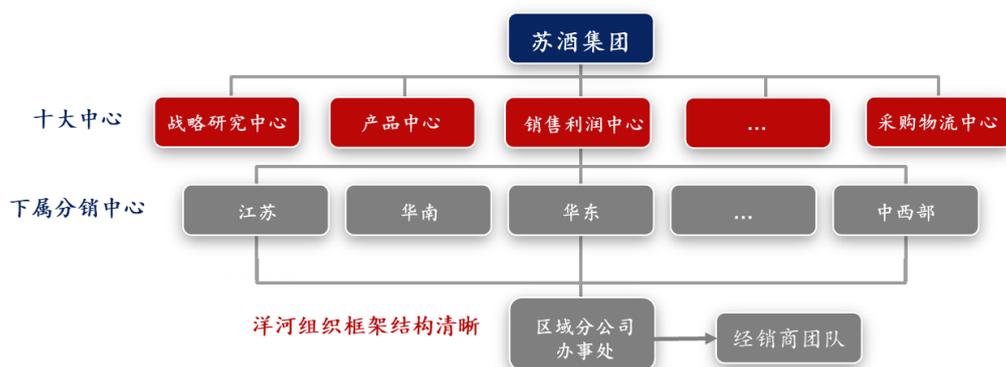
图表9： 2011-2019年洋河股份人均薪酬



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

元老级人物回归，推进多项战略转型。2019年5月洋河进行了公司管理层调整，任命曾经参与蓝色经典品牌打造的元老级高管刘化霜担任公司销售主管。刘化霜是公司蓝色经典黄金十年时期的重要幕后操盘手，具有丰富的品牌实操经验和渠道掌控能力，上任以来推出了包括“一商为主，多商为辅”在内的多项战略转型措施等，且卓有成效。

图表10： 洋河股份组织框架结构

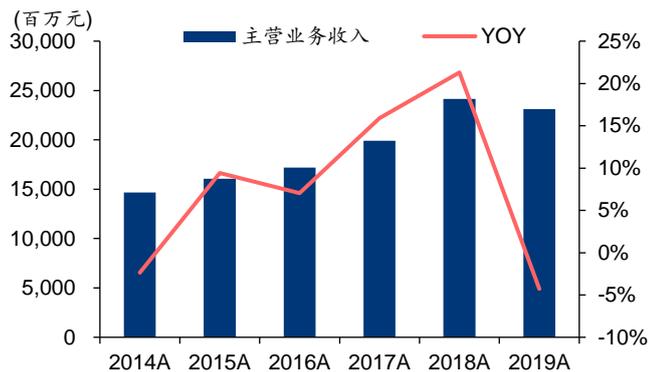


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

辨业绩：短期承压，静待拐点

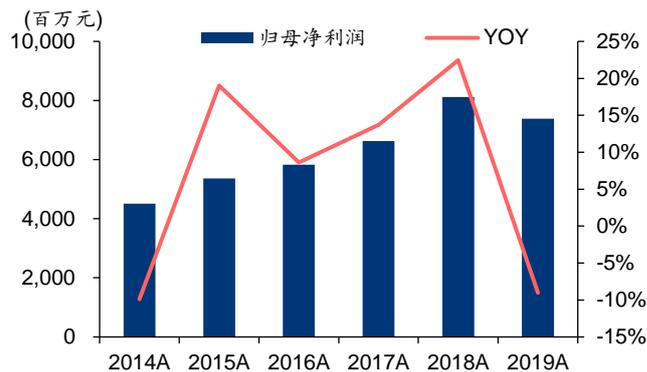
19Q3 首现 15 年来业绩下滑，旨在控货稳价，解决历史遗留问题，蓄力长期发展。2015年白酒行业进入全面复苏阶段，洋河业绩也实现了较为稳步的增长，公司 15-18 年营收 CAGR 达 13.28%，净利润 CAGR 达 15.84%，销售规模稳居行业第三。2019Q3 公司业绩自 15 年来首次出现下滑，主要系公司 19Q2 开始主动“刮骨疗伤”，新任销售领导志在解决前期存在的诸如渠道库存偏高、厂商关系不和谐、部分地区压货等问题，公司自 19 年 6 月开始主动对海梦天核心产品实施控货，意在恢复渠道库存和批价至正常水平。故公司 19 年业绩经历小幅调整，19 年实现营收 231.26 亿元，同比下降 4.28%，归母净利润 73.83 亿元，同比下降 9.02%，五年以来首次出现营收净利双下滑。

图表11: 洋河 2014-2019 主营业务收入变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

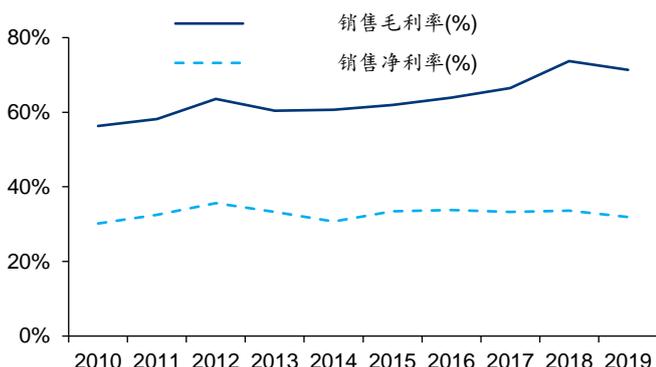
图表12: 洋河 2014-2019 归母净利润变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

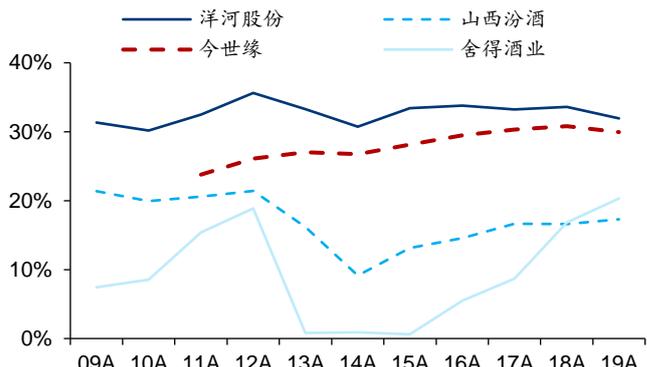
横向对比, 公司盈利能力高于其它次高端白酒企业。公司 2019 年的销售毛利率为 71.35%, 销售净利率达 31.94%, 2010 年以来, 公司销售毛利率维持在 50% 以上并呈上升趋势, 销售净利率则维持在 30% 左右。横向对比来看, 在同样定位次高端的汾酒、今世缘、舍得酒业 4 家企业中, 洋河的净利率在 2009-2019 年一直位居首位, 总体来看, 公司盈利能力较强且较为稳定, 具备长期核心竞争力。

图表13: 洋河股份 2010-2019 年毛利及净利水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

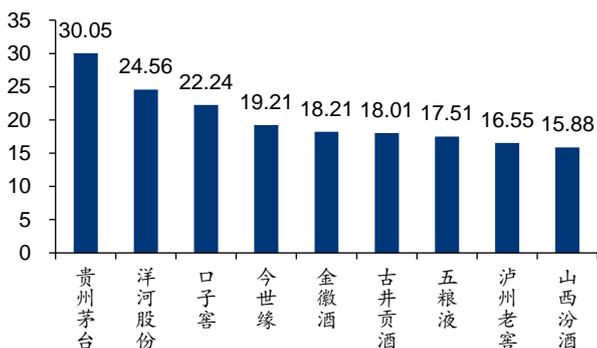
图表14: 2009-2019 年次高端白酒品牌净利率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

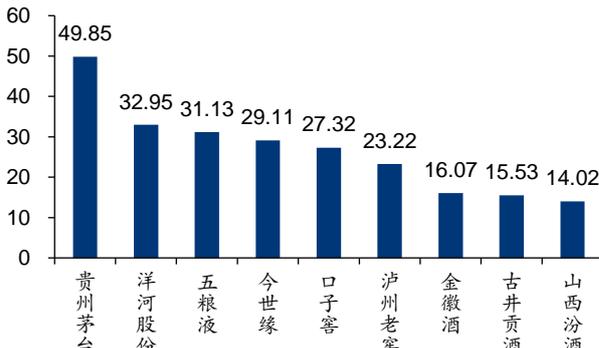
经营效率较优, ROE 水平行业领先。基于合理的股权结构及激励机制, 洋河的经营管理效率在行业内长期处于领先地位。近五年 (15-19 年), 洋河平均 ROE 及平均净利率位居行业第二, 仅次于贵州茅台。公司在经历了两次体制改革后, 经营活力被充分激发, 盈利能力明显提升, 洋河 ROE 由 04 年的 11.48% 提升至 19 年的 20.22%。

图表15: 主要白酒品牌 15-19 年平均 ROE (%)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表16: 主要白酒品牌 15-19 年平均净利率 (%)



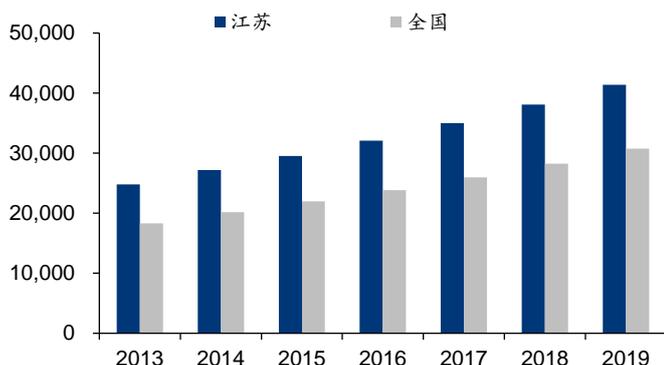
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

为什么当前时点坚定看好洋河

看点一：次高端扩容，省内白酒消费市场广阔

江苏省经济实力较强，人均收入和支出均高于全国平均水平。洋河立足江苏，省内贡献收入近半，而江苏是中国东部经济发达省份，在目前白酒公务消费受到抑制的情况下，个人消费将成为推动白酒增长的新动力，同时也是洋河增长的助推器。2019年江苏省人均可支配收入41400元，远高于全国人均可支配收入30733元的水平，比全国水平高出34.7%；2019年江苏人均消费支出26697元，而全国人均消费支出为21559元，比全国水平高出23.8%。

图表17：江苏省和全国居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

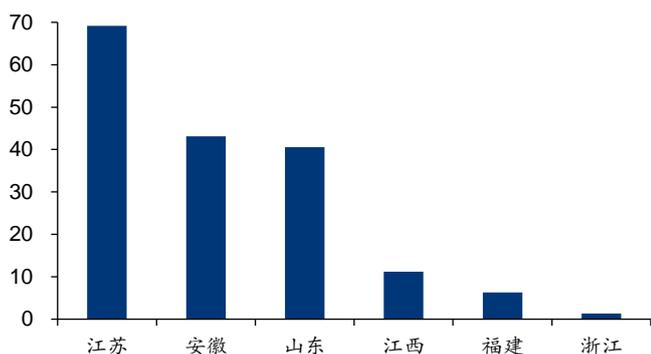
图表18：江苏省和全国居民人均消费支出（元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

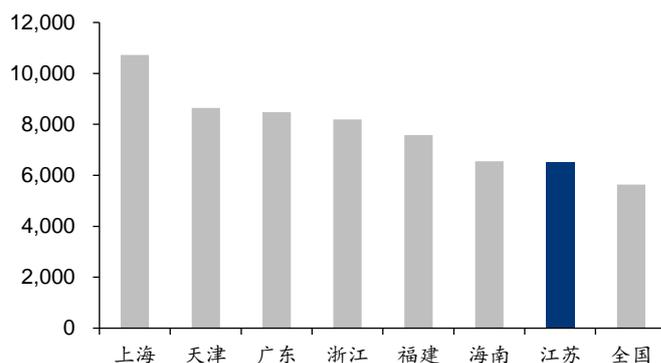
江苏白酒市场潜力较大，产销量均位居全国前列。江苏省一直是我国白酒主产地之一，苏酒凭借其绵柔的特点，省内淮安、宿迁、涟水的“三沟一河”得以威名远扬，2018年苏酒产量达69.2万千升，贡献全国7.9%的白酒产量，位列全国第二。另一方面，江苏自古饮酒文化盛行，丰富的酒文化流传至今。2018年江苏省居民人均食品烟酒消费支出达6,530元，全国人均食品烟酒消费支出仅为5,631元，高出全国水平16.0%。

图表19：华东地区2018年白酒产量（万千升）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

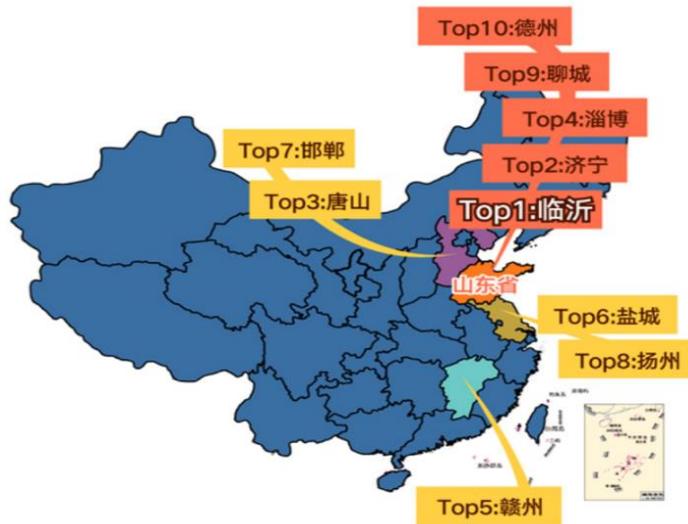
图表20：2018年各省居民人均食品烟酒消费支出（元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

根据《2019 淘宝吃货大数据报告》，2018年全国地级市白酒订单量前十城市中，江苏占两席，五席位于洋河省外成熟型市场山东省，洋河布局的主要市场白酒需求旺盛。

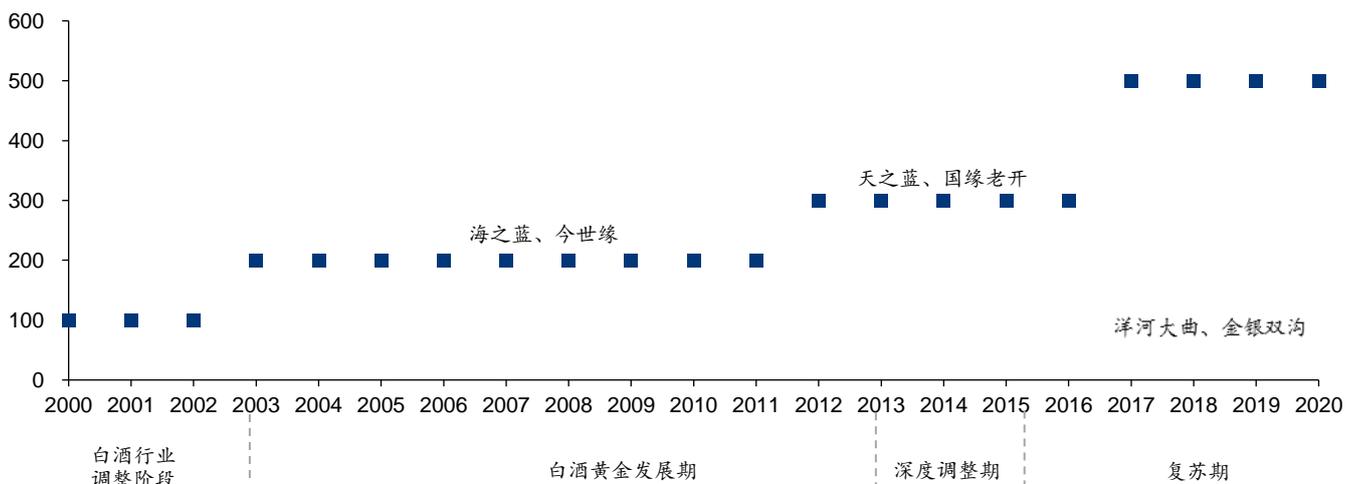
图表21： 2018地級市白酒订单量 10



资料来源：《2019 淘宝吃货大数据报告》、华泰证券研究所

苏酒结构性繁荣，省内白酒主流价格带上移。得益于江苏省整体的收入水平及白酒消费水平较高、白酒文化盛行，宴席、商务消费需求旺盛，消费升级显著，省内主流消费价格带持续提升。至今江苏省内白酒消费升级（对应白酒消费主流价格）经历了四个阶段：第一个阶段是 2000-2002 年，白酒行业处于调整阶段，江苏白酒消费主流价格带在 50-100 元，主流产品为洋河大曲、金银双沟等低端白酒；第二阶段是 2003-2012 年，白酒行业进入黄金发展期，省内主流消费价格段提升至 100-200 元，主流产品转向海之蓝、今世缘等；第三阶段是 2013-2016 年，13-14 年为白酒行业深度调整期，15-16 年行业经历调整后处于复苏态势，次高端扩容趋势明显，江苏省内主流消费价格段提升至天之蓝、国缘老开等 200-300 元中端白酒价位；2017 年之后，伴随白酒行业触底反弹，江苏省内消费升级持续，省内核心价格带实现从 200-300 至 300-600 元的跃升，主线产品也由天之蓝、国缘老开逐步转向 M3/M6、今世国缘系列。

图表22： 江苏各区域白酒消费价格层级及特点



资料来源：华泰证券研究所

江苏省内各区域差异较大，从北向南消费水平逐步提升。省内经济发展水平相对不均衡，白酒市场以区域竞争为主，从北到南消费水平提升、市场开放程度增加。得益于良好的经济发展，苏南白酒消费场景以商务消费及宴请为主，市场核心价格带超出江苏平均水平。苏北在江苏内部发展较为滞后，同时白酒个人消费占据较重要地位，人均饮酒量大，海之蓝/天之蓝、今世缘的中档白酒仍是市场主流产品，核心价格带在 100-300 元之间，消费层次较低。苏酒企业主要集中在苏北，洋河等本土酒企在苏北市场竞争力相对较强，苏北市场以地产酒消费为主。苏中情况介于二者之间，未来随着省内消费升级进一步推进，苏中地区核心价格带将向苏南靠拢。

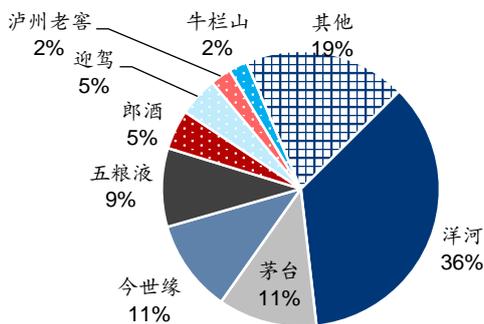
图表23：江苏各区域白酒消费价格层级及特点



资料来源：华泰证券研究所

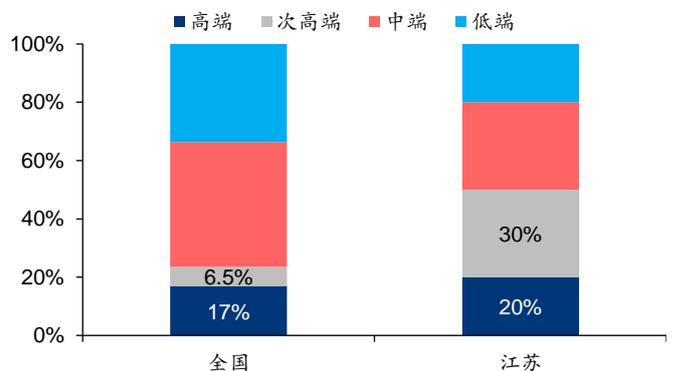
洋河稳居江苏白酒市场份额之首，次高端扩容释放增长空间。根据草根调研数据，洋河作为江苏白酒龙头，19年省内市占率高达36%，今世缘与茅台紧随其后，CR3=58%；其他主流白酒品牌如五粮液等在省内市占率均低于10%，其中苏酒主要销售地为苏北、苏中，外来酒集中在消费水平较高且较开放的苏南市场。相较于全国平均水平，江苏地区白酒消费结构更优，根据酒业家数据，2019年江苏省内次高端白酒销售额占全省白酒销售额30%左右，远高于全国平均6.5%的水平。江苏省内次高端白酒扩容为洋河提档升级创造机遇，M3/M6等次高端系列在江苏认可度高、销量较大，未来次高端系列贡献收入占比有望持续增长。

图表24：19年江苏省白酒竞争格局



资料来源：酒业家，华泰证券研究所

图表25：19年江苏与全国白酒市场结构对比

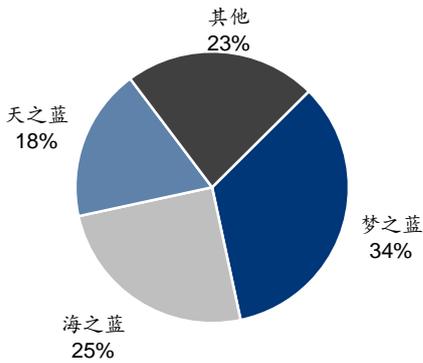


资料来源：酒业家，华泰证券研究所

从产品端看，洋河和今世缘次高端产品收入增速均高于其他产品。根据公司年报，洋河次高端产品梦之蓝2014年以来营收增速与天之蓝、海之蓝系列拉开差距，15-19年梦之蓝营收CAGR为33%，天之蓝和海之蓝营收CAGR分别为9%、7%。今世缘特A类同样贡献了绝大部分营收，2019年特A+营收占比达88%，特A类收入增速远高于其他品类（15-19年特A类营收CAGR为23%，A类营收CAGR为3%，B类营收CAGR为-16%），总的来看，苏酒的次高端品类的营收增速表现十分亮眼。

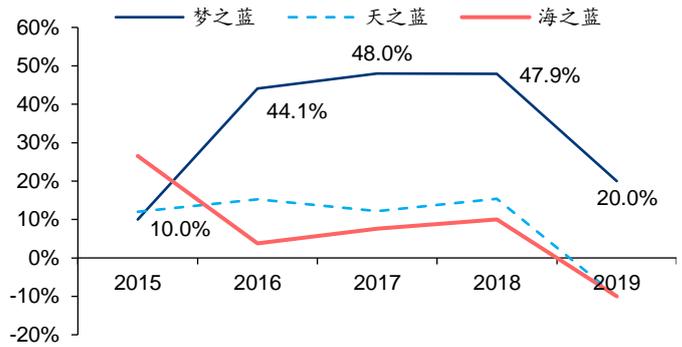
次高端市场扩容背景下，江苏省内洋河、今世缘竞合发展。省内市场洋河、今世缘将处于竞合发展阶段，主要系苏酒次高端市场仍处于扩容阶段，双方可共享增量市场，且两者在渠道和品牌存在一定的错位竞争，产品价位存在一定的错位分布（根据公司公告及酒业家产品价格信息，比如国缘四开和M6同样定位次高端价位带，国缘四开定位500元价位带，与定位600元价位带的M6形成错位；国缘对开定位300元价位带，价格略低于洋河M3），二者作为苏酒标杆在省内品牌影响力强，在各价位均拥有较强定价权，可以对竞品形成一定的竞争壁垒。

图表26：洋河2019年分产品营收占比



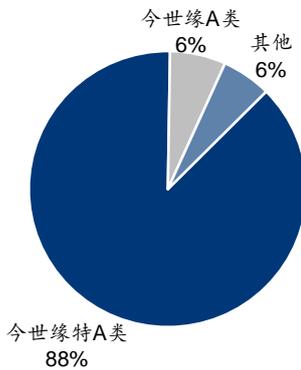
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27：洋河细分产品营收增速



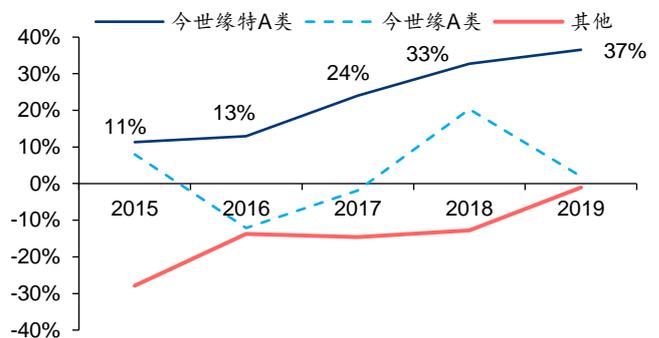
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表28：今世缘2019年细分产品营收占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表29：2015-2019年今世缘细分产品营收增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

看点二：M6+精准卡位，海天调整基本到位

蓝色经典创新绵柔口感，差异化产品策略赢下市场份额。2003年，洋河创新推出“绵柔型”白酒蓝色经典系列，在当时国内白酒市场推崇口感浓烈的浓香型白酒背景下，打破香型分类的束缚，创新推出以绵柔型浓香为特点的蓝色经典系列产品，差异化的产品定位迅速打开市场。

消费升级助推产品结构升级，蓝色经典海天梦接力增长。蓝色经典系列初创期间，白酒市场正处于黄金发展期，市场容量扩充为创新绵柔口感的蓝色经典系列创造了绝佳的增长空间，其品质、包装、价位、消费场景相较于洋河大曲很大程度上拔高了档次，海之蓝异军突起迅速抢占市场。随着消费者对品质要求提升，自2012年，天之蓝接力实现高速增长，蓝色经典系列产品结构完成第一轮升级。2015年后，深度调整期带来的阵痛减弱，白酒行业逐步复苏，消费升级红利同步释放，洋河战略定位高端市场主推梦系列，梦之蓝增长迅猛，16-17年保持营收增速超40%，产品结构实现第二轮升级。2019年蓝色经典系列贡献营收超75%，海天梦系列营收占比均进一步提升，梦之蓝占总营收30%以上。

海天调整基本到位稳定，聚焦品质提升。海天系列处于中低端价格带，价格竞争激烈，提价空间较小，省内主要竞品包括今世缘典藏、国缘、对开等。针对海天系列，洋河改变过去提价压货策略，更注重通过提高陈酒比例升级品质，加以延长基酒储存年限，另一方面合并海天事业部独立运营，海天系列相互补充。**海天渠道库存回落至正常水平。**根据渠道调研，目前海天系列渠道库存已恢复良性至约2个月水平。

海之蓝：省内市场调整到位，省外市场卡位消费升级。受益于机制改善、渠道变革，省内经销商信心提振，省内市场促销跟进销售逐步恢复；省外市场，海之蓝品牌形象优于百元地产酒，定价更高，海系列有望受益于渠道下沉至主流消费百元白酒的县城地区。

天之蓝：调整未竟，长期看好。产品方面，天之蓝所处中端产品需求依旧旺盛，且天系列品质、口碑均较为优秀；渠道方面，天之蓝目前处在控货调整期。2020Q1天之蓝收入同比降低10%以上，延续2019年下滑态势。目前的下滑态势主要是由于天之蓝经销商渠道端利润空间不足，叠加产品升级换代导致存货高企，洋河正积极调整制定方案，并逐步加快天之蓝全国化进程。长期来看，M6+价格定位提升将为天之蓝系列预留提价空间，随着未来渠道弊端逐步解决，消费升级动力可期，量价空间仍存。

梦之蓝：M6+价格卡位恰到好处，放量有望。茅五泸涨价带动次高端各白酒品牌价格上行，释放600-800元价格段白酒空间，M6+在M6基础上升级，具备“更多陈酒，醇厚有加；更大容量，尽享有加；精奢设计，典雅有加；科技防伪，保真有加”的品质特征，瞄准次高端定位，卡位600-800元价位。600-800元价格带竞争较小，省内与今世缘也能拉开价差。从2019年起，洋河投入市场费用、品牌资源和营销模式聚焦M6+，借鉴五粮液控盘分利的模式，目标三年内将M6+打造成百亿大单品。M6+目前核心工作围绕招商和培育核心消费者展开：不同于以往全面铺开经销商队伍，M6+拔高经销商选拔要求，从运作理念、价格维稳能力进行为期半年的考核；目标客户针对重视品质品格，看重理想和担当作为的客户，目标消费场景将以商务、政务宴请为主。同时，M6+集中营销投入于央视广告、路面广告等，目标快速打入次高端市场。我们预计2020年内M6+将完成对M6产品的替代升级，明年放量有望。

图表30：洋河系列产品全对比（截至2020年7月）

系列	产品	香型	规格	零售价	消费场景	
蓝色经典系列	梦之蓝	M9	浓香型	500mL	1899-2099	礼品、高端商务接待
		M6+		550mL	760-928	礼品、高端商务接待
		M6		500mL	775-883	礼品、高端商务接待
		M3		500mL	549-599	高端商务接待
		M1		500mL	399-410	高端商务接待
	天之蓝	天之蓝 42度	浓香型	375mL	299	个人消费，婚宴喜酒
		天之蓝 52度		375mL	330	个人消费，婚宴喜酒
		天之蓝 46度		480mL	349	个人消费，婚宴喜酒
		天之蓝 38度		480mL	240	个人消费，婚宴喜酒
	海之蓝	海之蓝 42度	浓香型	375mL	151	个人消费，家宴
海之蓝 42度			480mL	165	个人消费，家宴	
海之蓝 42度			520mL	171	个人消费，家宴	
海之蓝 52度			480mL	195	个人消费，家宴	
海之蓝 52度			520mL	201	个人消费，家宴	
洋河大曲系列	洋河大曲		500mL	36-38	个人消费	
	洋河大曲青瓷	浓香型	500mL	74-79	个人消费	
	洋河大曲蓝瓷		480mL	94-99	个人消费	
	洋河大曲 1949		500mL	13	个人消费	
微分子系列	洋河无忌	浓香型	500mL	358	个人消费	
	微客 V6		500mL	698	个人消费	
	盛时微分子酒		500mL	888	个人消费	

资料来源：酒业协会，华泰证券研究所

看点三：渠道力是洋河核心竞争力之一，终端掌控力强

首创深度分销模式，积极探索营销新模式。洋河作为首个引入快消品理念管理销售渠道的白酒企业，打破了酒企传统的大经销商制，创新性地采用了厂商“1+1”的深度分销模式。该模式使洋河实现了渠道扁平化，规避了经销商操作市场的弊端，增强了企业对终端市场的掌控力。随着白酒周期的更替，洋河历史上多次调整渠道战略，相继推出“盘中盘”模式、“4x3”模式、厂商“1+1”模式、“522”极致化工程、“一商为主，多商辅助”，实现营销模式的深度转型。

盘中盘模式：以核心酒店为营销起点，动员其力量将产品推荐给核心消费者，从而培养目标消费群体的消费习惯，以酒店小盘带动市场大盘。该模式借鉴于口子窖的“酒店盘中盘”模式，主要应用于酒店终端和团购渠道，在市场推广上效果显著，但仍存在可复制性强、获客成本高等不可避免的劣势。

“4x3”模式：即三方联动（核心消费者公关、核心酒店、媒体公关）、三位一体（以厂方指导管理为主导的组织体系，包括重点客户部、酒店直销部、品牌推广部）、三大标准（品牌理念+社会背景+资金实力）和三者关系（厂家主要承担广告、公关等风险投入，经销商负责关系网络的维护，权利是谁执行谁投入谁主管谁负责的原则）。该模式将营销重点由渠道和终端自经销商下沉至消费者环节，并将宣传渠道由单一的酒店拓展至团购及媒体渠道，在实现终端拦截的同时有助于长期品牌力建设及消费者心智培育。

厂商“1+1”模式：由厂商直接向市场投入促销资源，主导市场开发、品牌推广、渠道选择并承担相应风险，经销商仅负责配货、现金流周转，发挥其财务优势及仓储优势。该模式下厂商占据了绝对的主导地位，有利于公司对终端市场的有效管控，促进渠道扁平化，一定程度上避免经销商窜货等其他因短期利益影响公司渠道布局的行为，实现双方共赢。

图表31：洋河销售模式与传统大经销商模式对比



资料来源：华泰证券研究所

“522”工程：即五个极致化目标（氛围营造极致化、商务团购极致化、家宴市场极致化、新江苏打造极致化、消费升级极致化）和两个极致化转型（互联网极致化转型、市场投入转型），两个极致化保障（机制保障、组织保障）。该模式推动了公司营销持续性转型升级，在拓展产品消费场景的同时实现渠道网点的精细化与细致化。

“一商为主，多商辅助”：即一个市场必须有一个主商，保障公司产品在当地市场的主导地位，承担市场秩序和价格稳定维护职责。多商辅助主要指的是多个优质的团购商和特殊渠道商。该模式对区域市场经销商的结构进行了优化，逐步提高经销商在渠道上的地位，并根据经销商的实力给予利益分配。

图表32： 2003-2019年洋河渠道模式变革

年份	渠道模式
2003	“盘中盘”模式，由小盘带动大盘，主要应用于酒店终端和团购渠道
2005	“4x3”模式，即三方联动、三位一体、三大标准和三者关系
2009	厂商“1+1”深度分销模式，厂家在渠道上占据主导地位
2012	全面推进深度分销，将其进化为“天网工程”
2013	积极探索营销新模式，在互联网应用创新方面收获成果
2014	全面推进“天网工程”和“团购工程”，并积极探索营销新模式
2015	“522”极致化工程，即五个极致化目标、两个极致化转型、两个极致化保障
2016	全面深化“522”极致化工程，推动渠道向下扎根，实现营销模式深度转型
2019	“一商为主、多商辅助”的新型厂商关系，经销商议价权提升

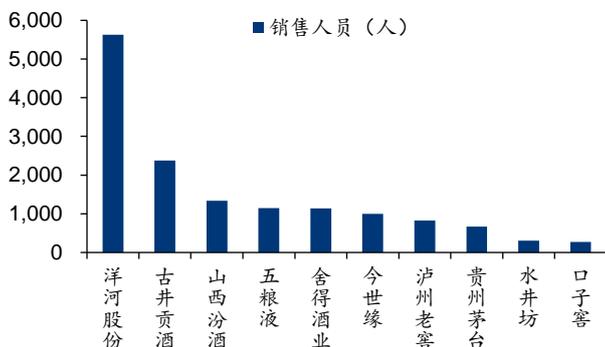
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

稳定市场秩序，构建新型厂商关系。长期以来洋河饱受经销商功能弱化为配送商、渠道价格体系透明、经销商利润不足的诟病。为了充分调动经销商积极性、协调厂商关系避免压价，洋河提出了“一商为主、多商为辅”的新型厂商关系策略，在某一地区选择实力最强的经销商作为主导，当地其余经销商补充服务其他渠道，并剔除其余不符合要求的经销商，实现区域市场经销商的结构优化和盈利模式的调整。此外，公司针对不同类型经销商设置不同的盈利模式，主商靠规模盈利，实现规模效应；多商靠高毛利新品盈利，形成板块效应。最后两者形成和谐的经销商生态圈，互相协作，共同为洋河双沟的品牌打造赋能。

调整费用投放，实行控货稳价。在稳定市场秩序上，洋河践行“控货稳价”策略，自19年6月起对渠道库存进行清理，但考虑到长期品牌力的构筑及对股东利益的维护，公司并未采取降价促销策略，而是进行全面控货，取消了“一刀切”的销量硬性考核方式，带动终端价格提升。同时公司对费用投放结构进行了一系列调整，减少对于经销商的费用投放力度，增加对终端及消费者的费用投放，逐步设立以消费者为核心的新型营销理念。

营销人员数量庞大，对终端掌控力强。洋河的深度分销模式最大的优势在于加强了厂家对终端的掌控力，对经销商的依赖减弱，便于管控价格及窜货。受益于渠道的深度分销模式，洋河的全国化扩张取得了显著成效。由于深度分销模式需要，洋河的销售人员数量远高于水井坊、汾酒等次高端品牌，且呈现逐年增加趋势。根据公司年报，截至2019年末，公司销售人员达5632人，较多的销售人员数量保障了公司省内外的渠道拓展及深耕。公司经销商近9000家，办事处/分公司385家。

图表33： 19年主要白酒企业销售人员数量（人）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表34： 洋河 2011-2019年销售人员数量（人）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

看点四：品牌力持续提升，蓝色经典实现高端扩容

绵柔定位凸显差异性，品牌影响力日益提升。2003年洋河蓝色经典系列问世，公司在“以香定位”的白酒行业首度提炼出“绵柔”，定位“绵柔第一”，走出了差异化定位的关键一步。近年来，公司品牌影响力日益提升，树立了高端国酒形象。在英国品牌评估机构 Brand Finance 发布的“2019全球烈酒品牌价值50强”排行榜中，洋河仅次于茅台和五粮液位列全球第三，品牌价值达90.6亿美元。

图表35： 2019年全球烈酒品牌价值前10强

排名	品牌	原产地	品牌价值(亿美元)
1	茅台	中国	304.70
2	五粮液	中国	160.38
3	洋河	中国	90.60
4	泸州老窖	中国	53.71
5	尊尼获加	英国	46.44
6	杰克丹尼	美国	43.35
7	轩尼诗	法国	38.69
8	百加得	古巴	36.57
9	斯米诺伏特加	俄罗斯	34.97
10	古井贡酒	中国	27.03

资料来源：Brand Finance，华泰证券研究所

相继成立高端品牌事业部，逐步提升品牌地位。近年来公司逐步布局高端品牌，从2019年上半年相继设立“双沟高端品牌事业部”、“高端品牌事业部”，到双沟高端品牌“苏酒头排酒”上市，再到2020年初将双沟品牌事业部升级为双沟销售公司，再到近期设立十多个高端品牌分公司，洋河意在发力高端市场。近年来得益于消费升级趋势，以梦之蓝为代表的次高端产品延续高增长态势，15-19年梦之蓝营收CAGR为33%。而19年春季糖酒会期间，公司发布了旗下双沟品牌的一款高端产品——苏酒头排酒，旨在进一步拉升双沟的品牌形象，构建高中端产品矩阵，实现老名酒复兴重要抓手。

公司产品结构丰富，大单品覆盖各价位段。公司拥有“洋河”与“双沟”两个中国名酒品牌，形成了超高端、次高端、中端、低端的全价位产品覆盖体系。2003年起公司在洋河大曲的基础上推出的“蓝色经典”系列成为公司白酒业务中的主要营业收入来源，其中海之蓝、天之蓝、梦之蓝覆盖了中端、次高端产品价格带。

产品结构战略升级，高端扩容提升渠道利润。公司于2019年底推出了梦之蓝M6的高端升级版产品M6+，定位600-800元价格带，意在抢占高端白酒价格带逐步上移后的空间，定价高于主流中高档酒的300-600元价格带，进一步打开了价格空间。在营销战略上，公司通过“百万航天合伙人计划”实现了增强传播到融合消费场景的转变，让每个消费者都能作为“合伙人”参与其中。在产品策略上，公司的梦系列从仅在省内主推升级为省外的全面推广，省内主推梦6+和梦之蓝手工班，实现产品结构升级及高端市场扩容，有望进一步提升渠道利润水平。

图表36： 洋河产品矩阵 (2020/7/15)

洋河产品矩阵	高端	高端	中端	低端		
	 梦之蓝手工班 ¥2388/500ml	 梦之蓝M9 ¥1899/500ml	 梦之蓝M6+ ¥660/500ml	 梦之蓝M6 ¥600/500ml	 徽分子(大V) ¥688/500ml	600元以上
	 天之蓝 ¥599/500ml	 梦之蓝M3 ¥529/500ml	 梦之蓝M1 ¥399/500ml	 珍宝帝坊 ¥578/500ml	 徽分子(小V) ¥429/500ml	300-600元
	 天之蓝 ¥299/500ml	 海之蓝 ¥199/500ml	 珍宝圣坊 ¥279/500ml	 珍宝君坊 ¥88/500ml	 柔和双沟 ¥129/500ml	100-300元
	 洋河大曲蓝瓷 ¥88/500ml	 洋河大曲青瓷 ¥68/500ml	 洋河大曲天蓝 ¥58/500ml	 洋河大曲新天蓝 ¥59/500ml	 敦煌大曲 ¥30/500ml	100元以下

资料来源：京东商城，华泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

公司19年6月初开始全面控货，消化库存，理顺价格，帮助经销商解决历史遗留问题，期待稳定价格体系、恢复渠道向心力，19年深度调整致使业绩短期承压，最终19Q3/19Q4营收同比-20.6%、-36.5%，归母净利润同比-22.6%、-77.0%。2020Q1公司实现营收92.7亿，同比-14.9%，归母净利润40.0亿，同比-0.5%，疫情对公司经营造成一定冲击，公司春节节前打款正常，春节节后进入去化库存状态，整体业绩环比改善明显，收入同比下滑幅度较19Q4明显缩窄，2020Q1天之蓝继续为下滑态势、但海之蓝销售收入同比转增，梦之蓝M3、M9同比仍然有增长。根据调研，公司20年业绩考核目标较为理性，力争在疫情影响下实现收入保平。我们预计2020年去化库存恢复动能可期，2021-2022年有望重回稳定增长态势。预计20-22年营收增速+0.4%/+12.6%/+11.0%，归母净利润增速+4.0%/+13.6%/+12.2%。

收入预测：

根据公司2019年报披露，2020年是公司调整转型的关键之年，受疫情的叠加影响，公司将全力以赴把疫情的影响降至最低，2020年营业收入力争保平。

梦之蓝：我们认为随着经济发展和消费升级的持续，次高端行业有望持续扩容，同时次高端行业份额向头部企业集中，梦之蓝仍有较大的营收增长空间。公司梦之蓝产品系列19年实现营收20%，20Q1疫情影响下仍实现了正增长，公司于19年11月推出M6+，定位600-800价格带，以实现M6的升级替换，利于提高梦之蓝品牌势能。我们预计20年受疫情及M6+换挡影响，梦之蓝20年营收增速较19年预计有所回落，我们预计20年营收同比增长5%，考虑到目前疫情逐步好转和终端动销逐步恢复，21年M6+有望全部实现对M6的替换(根据调研)，梦之蓝21-22年增速有望回升，预计21-22年营收增速25%/22%。

海之蓝、天之蓝：目前省内市场海天产品已进入成熟期，省内增长主要来源于梦系列，省外仍有较多成长性市场待开拓，19年由于公司自我调整，海之蓝和天之蓝营收增速下滑10%左右，20年海之蓝、天之蓝库存持续消化、趋于良性，但受到疫情影响，主要消费场景在20上半年需求受到一定影响，预计全年营收小幅下滑5%左右。我们预计，随着疫情逐步好转，动销逐步恢复，20-21年增速有望回升，天之蓝20-22年营收增速-5%/5%/2%；海之蓝20-22年营收增速-5%/8%/5%。

考虑到红酒及其他业务非公司重点发展业务，我们预计20-22年营收将与19年呈持平。

图表37： 洋河股份收入预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	199.2	241.6	231.3	232.3	261.5	290.4
YOY	15.9%	21.3%	-4.3%	0.4%	12.6%	11.0%
白酒总计	191.8	229.1	219.7	220.7	249.9	278.8
YOY	16.3%	19.4%	-4.1%	0.5%	13.3%	11.5%
梦之蓝	44.5	65.8	79.0	82.9	103.7	126.5
YOY	48.0%	47.9%	20.0%	5.0%	25.0%	22.0%
天之蓝	40.5	46.7	42.0	39.9	41.9	42.8
YOY	12.2%	15.4%	-10.0%	-5.0%	5.0%	2.0%
海之蓝	58.2	64.1	57.7	54.8	59.2	62.1
YOY	7.6%	10.0%	-10.0%	-5.0%	8.0%	5.0%
白酒其他	48.1	52.5	41.0	43.0	45.2	47.4
YOY	7.6%	8.1%	8.1%	5.0%	5.0%	5.0%
红酒	2.9	2.7	1.9	1.9	1.9	1.9
YOY	0.6%	-4.1%	-29.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	4.5	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
YOY	12.3%	116.4%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

毛利率预测：19年由于自身调整和收入增速放缓带来整体毛利率小幅承压，19年白酒毛利率为74.3%，同比下滑2.2pct，我们预计产品结构优化使得梦之蓝系列成为营收增长主要驱动力，带动白酒毛利率小幅提升，预计20-22年白酒板块毛利率74.8%、74.9%、75.0%，同比分别增加0.5pct、0.1pct、0.1pct，20年毛利率提升较快主要系20年为M6+全面替代升级的第一年，产品结构升级对毛利率推动作用较大（20Q1毛利率同比提升1.4pct）。19年红酒毛利率为33.44%，同比下滑17.3pct，系19年红酒生产量（收购的智利红酒企VSPT集团）同比下降34.48%，库存量同比下降52.65%（根据公司19年报，公司红酒为原瓶进口，18年内提前备货导致18年末库存量较高），红酒为非重点发展业务，在未来营收预计与19年持平情况下，红酒业务毛利率预计20-22年也将与19年持平。

图表38：洋河股份毛利预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利	132.4	178.1	165.0	166.9	189.0	210.9
白酒	130.3	175.2	163.2	165.1	187.2	209.1
红酒	1.5	1.4	0.6	0.6	0.6	0.6
其他业务	0.5	1.5	1.1	1.1	1.1	1.1
毛利率(%)	66.5%	73.7%	71.3%	71.8%	72.3%	72.6%
白酒	67.9%	76.5%	74.3%	74.8%	74.9%	75.0%
红酒	53.2%	50.7%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%
其他业务	12.1%	15.1%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

费用率预测：

19年公司销售费用率为11.6%，同比+1.0pct，主要系19年公司主动调整打款价+兑现渠道费用所致，考虑到20年公司调整已经基本完成，渠道费用率有望同比出现下降，预计20年销售费率为10.6%，同比下滑1.0pct，回落至18年水平。考虑到21-22年公司营收重回稳定增长通道，规模效应的显现有望推动销售费率处于持续小幅下降通道，我们预计2021-2022年洋河股份的销售费用率将分别达10.5%和10.4%。

19年管理费用率同降1.0pct至8.0%，费用管控和管理精细化效果显现，我们预计随着规模化效应和管理革新效用逐渐显现，20-22年管理费用率仍将呈现缩减趋势，预计20-22年管理费用率分别为7.9%、7.8%、7.7%。19年洋河研发费用率为0.7%，预计20-22年研发费用率为0.7%、0.7%、0.7%。

图表39：洋河股份费用率预测明细

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	12.0%	10.6%	11.6%	10.6%	10.5%	10.4%
管理费用率	7.7%	7.1%	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%
研发费用率			0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.9%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

估值

19年深度调整致使短期业绩承压，预计20年去化库存恢复动能可期，受疫情冲击公司全年收入目标保平，20-21年重回正常增长态势。2021-2022年有望凭借梦之蓝完成M6升级换挡后恢复高增长、海之蓝和天之蓝恢复正增长带动收入实现12.6%、11.0%的增长，同时公司有望在保持收入增长的同时迎来毛利率提升和费用率缩减，预计20-22年归母净利润为76.79亿、87.26亿、97.87亿。对应20-22年EPS分别为5.10/5.79/6.49元，参考可比公司2020年平均PE估值43x，公司业绩增速略低于可比公司，给予公司2020年34-36x PE，目标价173.40-183.60元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表40：可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(百万元)	评级	目标价(元)	市盈率(X)		市净率(X)		EPS 预测		20-22 净利润 CAGR
					19A	20E	19A	20E	19A	20E	
水井坊	600779 CH	36,226	无评级		44	41	17.2	15.2	1.69	1.80	15%
今世缘	603369 CH	56,390	买入	37.45-38.79	39	34	7.8	6.6	1.16	1.34	20%
山西汾酒	600809 CH	136,464	买入	106.92-109.89	70	53	18.3	14.1	2.22	2.97	23%
平均值		76,360			51	43	14.4	12.0			19%
中间值		56,390			44	41	17.2	14.1			20%
洋河股份	002304 CH	194,492	买入	173.4-183.6	26	25	5.3	4.9	4.90	5.10	10%

注：水井坊盈利预测为Wind一致预期，今世缘、山西汾酒盈利预测为华泰预测

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

食品安全问题。如果白酒出现食品安全问题，公司销售也会受到影响。

宏观经济表现低于预期。如果由于宏观经济增长不达预期等因素导致高端白酒的需求下滑，对公司收入和利润增长将受到有影响。

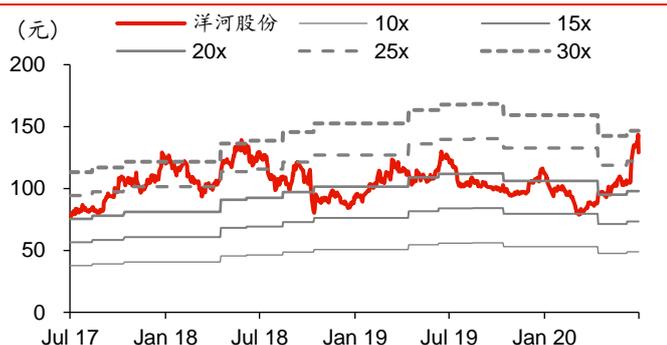
疫情风险。疫情影响及持续时间超预期，疫情导致消费和生产在短期内都受到一定影响，影响范围广泛波及所有地区和多个行业。公司的经销商、零售商等利益相关方均受到不同程度影响，终端需求虽然处于逐步复苏过程中，但仍需密切跟踪和评估疫情对公司经营的影响。

行业竞争加剧。行业竞争加剧将影响公司产品销量，特别是海之蓝、天之蓝等处于中档价位的系列酒产品。

产品调整不及预期。公司推出的梦之蓝系列M6+产品旨在对M6替代升级，可能存在推广替代不及预期的风险。同时海天系列的恢复与公司的内部调整也存在较大关联，弱内部调整效果不及预期，可能存在海天系列恢复增长不及预期的风险。

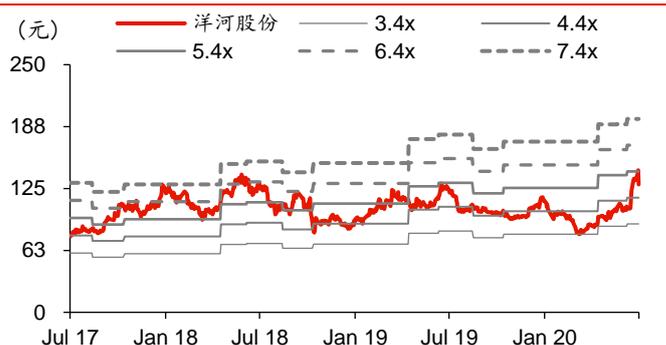
PE/PB - Bands

图表41：洋河股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表42：洋河股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	35,875	37,806	41,487	47,975	54,834
现金	3,615	4,300	8,168	12,989	18,217
应收账款	5.42	16.08	16.15	18.19	20.19
其他应收账款	47.91	37.52	37.69	42.43	47.12
预付账款	18.98	200.12	197.57	219.07	240.10
存货	13,892	14,433	14,246	15,801	17,321
其他流动资产	18,295	18,819	18,822	18,905	18,988
非流动资产	13,689	15,649	15,150	14,679	14,231
长期投资	9.42	25.36	25.36	25.36	25.36
固定投资	7,834	7,257	6,650	6,084	5,550
无形资产	1,782	1,747	1,713	1,681	1,649
其他非流动资产	4,064	6,620	6,761	6,889	7,007
资产总计	49,564	53,455	56,637	62,653	69,065
流动负债	15,628	16,537	16,540	18,510	20,453
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,261	1,331	1,314	1,457	1,597
其他流动负债	14,367	15,206	15,226	17,053	18,857
非流动负债	311.05	426.71	426.64	426.64	426.64
长期借款	0.11	0.07	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	310.94	426.64	426.64	426.64	426.64
负债合计	15,939	16,963	16,966	18,937	20,880
少数股东权益	(20.01)	(17.28)	(14.01)	(10.75)	(7.48)
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
资本公积	741.70	741.53	741.53	741.53	741.53
留存公积	31,538	34,264	37,437	41,479	45,944
归属母公司股东权益	33,645	36,509	39,685	43,727	48,192
负债和股东权益	49,564	53,455	56,637	62,653	69,065

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	9,057	6,798	7,720	8,814	9,801
净利润	8,115	7,383	7,679	8,726	9,787
折旧摊销	757.45	776.10	782.92	791.23	802.56
财务费用	(65.14)	(78.43)	(84.30)	(160.12)	(254.63)
投资损失	(918.29)	(850.55)	(850.55)	(850.55)	(850.55)
营运资金变动	1,123	(359.16)	192.95	307.51	316.64
其他经营现金	44.83	(72.89)	(0.42)	(0.42)	(0.42)
投资活动现金	(3,349)	(1,293)	566.47	530.72	495.47
资本支出	471.05	317.16	283.71	319.45	354.70
长期投资	3,783	1,828	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(904.60)	(852.11)	(850.17)	(850.17)	(850.17)
筹资活动现金	(3,841)	(4,823)	(4,419)	(4,524)	(5,068)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(0.04)	(0.04)	(0.07)	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(0.17)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,841)	(4,823)	(4,419)	(4,524)	(5,068)
现金净增加额	1,866	681.53	3,868	4,821	5,229

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	24,160	23,126	23,228	26,154	29,040
营业成本	6,353	6,626	6,542	7,254	7,950
营业税金及附加	3,770	3,201	3,216	3,621	4,020
营业费用	2,561	2,692	2,471	2,756	3,032
管理费用	1,704	1,856	1,841	2,047	2,244
财务费用	(65.14)	(78.43)	(84.30)	(160.12)	(254.63)
资产减值损失	(1.10)	(2.25)	(2.26)	(2.54)	(2.82)
公允价值变动收益	0.00	(158.68)	(158.68)	(158.68)	(158.68)
投资净收益	918.29	850.55	850.55	850.55	850.55
营业利润	10,814	9,762	10,174	11,559	12,963
营业外收入	37.93	22.25	2.00	2.00	2.00
营业外支出	12.40	13.32	13.32	13.32	13.32
利润总额	10,839	9,771	10,163	11,548	12,952
所得税	2,724	2,385	2,480	2,818	3,161
净利润	8,115	7,386	7,683	8,729	9,791
少数股东损益	0.14	3.27	3.27	3.27	3.27
归属母公司净利润	8,115	7,383	7,679	8,726	9,787
EBITDA	10,528	9,526	9,940	11,266	12,596
EPS (元, 基本)	5.39	4.90	5.10	5.79	6.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	21.30	(4.28)	0.44	12.60	11.04
营业利润	22.38	(9.73)	4.22	13.61	12.15
归属母公司净利润	22.45	(9.02)	4.02	13.63	12.16
获利能力 (%)					
毛利率	73.70	71.35	71.84	72.26	72.62
净利率	33.59	31.92	33.06	33.36	33.70
ROE	25.70	21.05	20.16	20.92	21.30
ROIC	24.40	20.47	20.97	24.61	28.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.16	31.73	29.96	30.22	30.23
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.30	2.29	2.51	2.59	2.68
速动比率	1.41	1.41	1.65	1.74	1.83
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.45	0.42	0.44	0.44
应收账款周转率	3,475	2,151	1,441	1,523	1,513
应付账款周转率	5.36	5.11	4.95	5.24	5.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.39	4.90	5.10	5.79	6.49
每股经营现金流(最新摊薄)	6.01	4.51	5.12	5.85	6.50
每股净资产(最新摊薄)	22.33	24.23	26.33	29.02	31.98
估值比率					
PE (倍)	23.97	26.34	25.33	22.29	19.87
PB (倍)	5.78	5.33	4.90	4.45	4.04
EV_EBITDA (倍)	18.14	20.05	19.21	16.95	15.16

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，张晋溢，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张晋溢本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

免责声明

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司