

洋河股份 (002304)

公司研究/深度报告

回顾洋河过去的辉煌与当下的奋进

深度研究报告/食品饮料行业

2020年09月15日

报告摘要:

● 何以铸就洋河过去的辉煌?

洋河立足的根基在于产品, 洋河发展的原动力是强大的学习能力, 洋河发展的催化剂是公司体制的灵活性。这些特质是我们坚定看好洋河能够走出当下低谷的根本原因。

● 从三个角度回顾洋河的辉煌历程

从品牌角度: 作为老名酒的洋河大曲未能撑起洋河新世纪的发展, 公司旋即推出“蓝色经典”系列, 跳出香型之辨首创绵柔, 在产品发展迭代的过程中, 洋河注重内部产品结构的构建, 注重产品的文化内涵, 内部产品不断裂变发展至今, 品牌价值业内第三。

从渠道角度: 公司过去用“1+1”厂商共建模式把握渠道主动权, 在不同时期准确把握主要矛盾, 早年“盘中盘”与“4x3”积极把握终端, 随后发力团购, 再转为深度分销。

从体制角度: 公司两次改制释放体制活力, 通过员工与经销商持股深度绑定各方利益。

● 从四个角看洋河当下的奋进

从行业赛道的角度: 不同于早年昙花一现, 当下次高端再次兴起后, 价格带扩容具备确定性, 洋河作为次高端白酒的代表性企业, 通过打造次高端大单品坐享发展红利。

从产品角度: 洋河适时推出梦之蓝 M6+, 实现了: 1) 率先布局 600 元价格带; 2) 延续“蓝色经典”系列产品的生命周期; 3) 打通未来高端化的发展道路。

从渠道角度: 公司重视经销商的能动性, 从原先厂家直控全部终端的深度分销模式, 转变为“一商为主, 多商为辅”的新渠道模式, 构建新型厂商关系。

从人事和体制角度: 老将刘化霜回归, 刘总利用自身丰富的一线经验主导公司转型; 公司回购股份拟用于新股权激励, 充分激励现任管理层及骨干人员有利于尽快走出调整。

● 估值解析

通过复盘对比洋河的估值变化, 我们发现洋河的估值核心在于其成长性, 未来洋河转型完成走出低谷, 在公司成长性与业绩确定性的加持下, 洋河将有望迎来估值修复。

● 投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入 237.3/268.8/299 亿元, 同比+2.6%/13.3%/11.2%; 预计 20-22 年公司归属母公司净利润为 77.8/90.2/102.5 亿元, 同比+5.4%/15.9%/13.7%, 对应 EPS 为 5.16/5.98/6.80 元, 对应 PE 为 27/23/20 倍。公司估值水平低于白酒板块 2020 年 44 倍 PE (wind 一致预期, 算数平均法), 考虑到公司主动清理渠道库存初见成效, 中长期成长性仍然乐观, 维持“推荐”评级。

● 风险提示

行业动销恢复不及预期、公司改革进度及效果不及预期、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	23,126	23,728	26,884	29,895
增长率 (%)	-4.3%	2.6%	13.3%	11.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,383	7,779	9,016	10,247
增长率 (%)	-9.0%	5.4%	15.9%	13.7%
每股收益 (元)	4.90	5.16	5.98	6.80
PE (现价)	27.9	26.5	22.8	20.1
PB	5.6	4.6	4.2	3.8

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

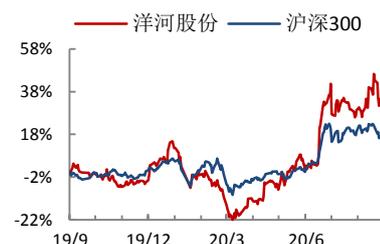
推荐 维持评级

当前价格: 136.65 元

交易数据 2020-9-14

近 12 个月最高/最低 (元)	148.06/79.96
总股本 (百万股)	1506.99
流通股本 (百万股)	1248.94
流通股比例 (%)	83%
总市值 (亿元)	2059.3
流通市值 (亿元)	1706.68

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 于杰

执业证号: S0100519010004

电话: 010-85127513

邮箱: yujie@mszq.com

相关研究

1. 洋河股份 (002304) 2020 年半年报点评: 调整已近尾声, 看好下半年迎来拐点
2. 洋河股份 (002304) 2019 年报及 2020 年一季报点评: 主动去库存动作接近尾声, 疫情后有望迎来复苏
3. 洋河股份 (002304) 2019 年业绩快报点评: 主动去渠道库存见成效, 长期成长性仍然乐观

目录

一、洋河曾经的辉煌：好酒好渠道，美名天下知	3
(一) 从品牌及产品角度看洋河的辉煌历程	3
(二) 从渠道及营销角度看洋河的辉煌历程	6
(三) 从公司治理结构角度看洋河的辉煌历程	11
二、洋河当下的奋进：站稳次高端风口，重视过去问题	13
(一) 次高端风口正盛，未来大有作为	13
(二) 梦 6+ 布局下一个十年，双沟锦上添花提振名酒	15
(三) 正视自身问题，壮士断腕谋求转变	17
(四) 老将回归价新激励，有望推动洋河更上层楼	19
三、财务分析：洋河速度见证辉煌，估值压制有望改善	20
(一) 收入端：“蓝色经典”缔造洋河速度	20
(二) 经营端：经销效率极高，未来仍存看点	22
(三) 估值对比：成长性为洋河估值核心，静待转型后估值回升	23
四、盈利预测与估值	26
五、风险提示	27
插图目录	29
表格目录	30

一、洋河曾经的辉煌：好酒好渠道，美名天下知

洋河立足的根基在于产品，强大的品牌与独特的酒香风味使得洋河从白酒行业脱颖而出；洋河发展的推动力是强大的学习能力，洋河可以快速学习、接受并推广市场最先进的营销理念和渠道模式，选择最合适的模式并走在正确的方向上；洋河发展的催化剂是公司体制的灵活性，灵活的体制帮助公司在发展过程中及时纠错，给予员工适当的激励，推动公司向好发展。

（一）从品牌及产品角度看洋河的辉煌历程

1、好山好水酿好酒，好酒美名天下知

洋河酿酒始于隋唐而隆盛于明清。明朝时期，洋河当地的高粱酒被加以改进，以大米、糯米和高粱为原料，大麦、小麦制曲，辅以当地“美人泉”之甘甜泉水，清乾隆帝南巡盛赞洋河美酒“酒味香醇，真佳酒也”。

酒香独特，声名远扬。不同于以“窖香”为主川派浓香，洋河所属的江淮浓香突出“味”，洋河大曲的酒体风味与江浙偏甜的饮食习惯不谋而合，早年间洋河大曲声名在外，一瓶难求。

新中国成立后，洋河拥抱新机会。政府拨款整合当地数家私人酿酒作坊，洋河前身国营洋河酒厂正式成立，公司生产经营活动走上正轨，期间扩产技改的投入为洋河的长远发展奠定基础。1972年以来洋河大曲蝉联历届江苏名酒评选，在1979年规模、标准和历史意义均空前的第三届全国评酒会上，洋河以总分第一跃居中国八大名酒之列，之后实现“三连冠”，接踵而至的产品荣誉使得洋河大曲“入口甜、落口绵、酒性软、尾爽净、回味香”的独特风格也从省内扩展到举国皆知。

表1:洋河产品荣誉

时间	产品	产品获得奖项
1910	双沟大曲	南洋劝业会金质奖章，国际名酒第一
1915	洋河大曲	“全国名酒展览会”一等奖
1923	洋河大曲	南洋国际名酒赛会“国际名酒”称号
1955	双沟大曲	全国第一届酿酒工业会议甲等佳酒第一名
1963	双沟大曲	全国第二届评酒会中国优质酒第一名
1979	洋河大曲	全国第三届评酒会“中国名酒”称号，名列全国八大名酒
1979	53度双沟大曲、39度双沟特液	国家优质酒
1984	55度洋河大曲	全国第四届评酒会“中国名酒”称号，荣获国家质量奖金牌
1984	38度洋河大曲	全国第四届评酒会国家质量奖银牌
1984	53度双沟大曲	“中国名酒”称号，全国第四届评酒会金奖
1984	39度双沟特液	全国第四届评酒会银奖
1989	洋河大曲	全国第五届评酒会“中国名酒”，实现三连冠
1989	55度、48度、38度洋河大曲	国家质量奖金牌
1989	28度洋河大曲	国家质量奖银牌
1989	53度、46度双沟大曲、39度双沟特液	“国家名酒”称号，金质奖章
1989	33度双沟特液	国家优质酒称号，获得银质奖章
1990	洋河大曲	轻工部举办的全国浓香型白酒评比中的标杆酒

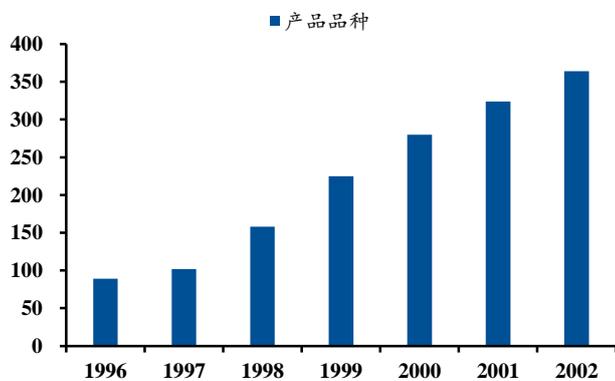
资料来源：公司公告，酒说，佳酿网，民生证券研究院

2、19 世纪 90 年代-20 世纪初期：行业动荡遇冷，战略失误贻误发展先机

上世纪 90 年代中期后，多因素巨变带动行业发展遇冷。1) 宏观经济：1998 年亚洲金融危机波及国内，白酒消费遇冷；2) 财政政策：1994 年起粮食类白酒消费税税率为 25%，1998 年规定白酒广告宣传费不得在税前抵扣；3) 行业政策：1989 年国家禁止公款购买烟酒，1996 年规定公务宴请不喝白酒，98 年财政部要求严格控制业务招待费支出，1999 年规定黄金时间白酒广告不得超过 4 条；4) 食品安全：1998 年山西朔州假酒案引发消费者对白酒产品品质的担忧；5) 行业渠道：1988 年后国家放开价格管制，过去统购统销的国营糖酒公司逐渐淡化，行业发展模式剧变。

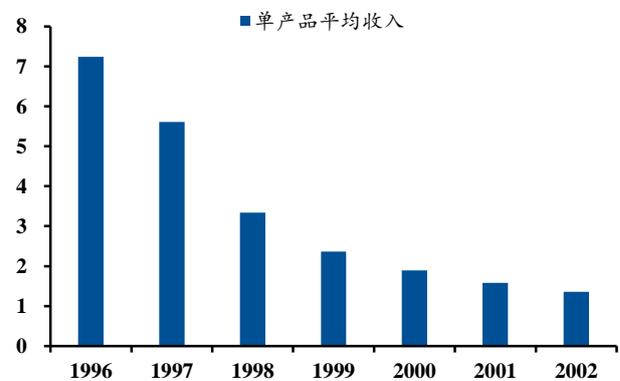
期间洋河在品牌及产品战略方面有所疏忽，根本原因是公司未能从之前统购统销的“卖方市场”思维转变为市场导向的“买方市场”思维。洋河在战略层面犯了以下几个错误：1) 一段时期内忽视品牌在公司长期发展中的作用。彼时受行业内“做好县长，开好酒厂”的思想影响，公司关注利税收入，但没有充分认识到维护“老八大名酒”品牌影响力的重要性；2) 价格战略失误。在国家放开价格管制后，老八大名酒中的茅台和五粮液纷纷涨价，洋河则按兵不动担心涨价影响产品销量，对长期发展产生影响。1998 年五粮液售价已高达 200 余元，而洋河大曲仅售价 20 余元，品牌力高下立判；3) 将销量等同于品牌。公司为了追求销量及城乡市场的广泛覆盖，过度开发产品线，从 1996 年的 89 个产品扩张到 2002 年的 364 个，冗杂产品线冲淡了洋河大曲的产品力，单品盈利能力也每况愈下。

图1:1996-2002 年洋河产品品种 (单位: 个)



资料来源：《洋河白酒市场营销方案》，民生证券研究院

图2:1996-2002 年洋河单产品以平均收入 (单位: 万元)



资料来源：《洋河白酒市场营销方案》，民生证券研究院

3、2003 年：蓝色经典上市，海天梦助力公司发展

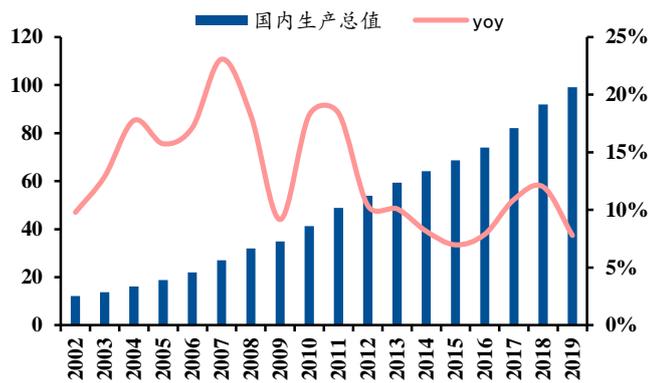
痛定思痛，首创绵柔。公司意识到老产品已错失发展先机后，公司高管亲自带队进行市场调研并组织新品研发。公司在总结洋河大曲产品特色时敏锐洞察到，洋河应跳出浓香、酱香和清香白酒的香型之争，着力在“色香味”中的“味”上做文章。通过对 4325 人次进行口味测试和对 2315 人次进行饮后舒适度试验后，公司从技术层面解决了饮后不适的问题，在味觉上打造“绵柔”之感，“蓝色经典”系列产品于 2003 年正式推出。

洋河十分注重丰富完善“蓝色经典”系列产品的产品内涵。公司清楚意识到，洋河大曲已无法成为新时代公司发展的抓手，潜心研发新产品，搭配经典广告语“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”，将白酒从刻板宣传历史文化的模式转为宣传产品文化内涵，辅以不同于传统白酒红黄颜色的瓶身包装，海之蓝和天之蓝在上市之初便迅速打开市场。

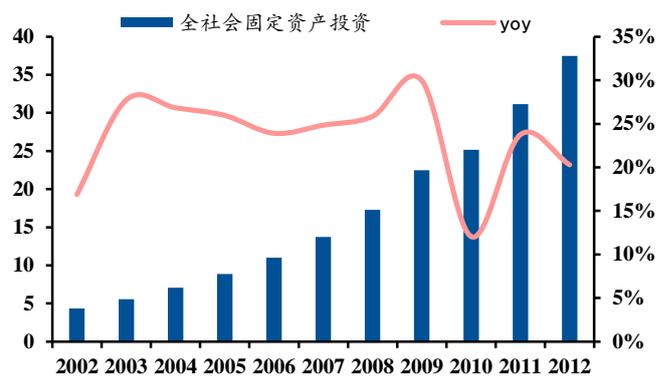
中国经济发展进入投资驱动高速增长模式后，洋河抓住经济发展与市场动向完善产品结构。**2006年**：公司推出梦之蓝，进一步填充“蓝色经典”的高价格带，拔高品牌高度，为未来消费升级布局；**2009年**：在“四万亿”计划落地带动地产酒爆发的过程中，公司进一步丰富梦之蓝的产品内涵，将梦之蓝裂变为 M1、M3、M6 和 M9，多价格带精准狙击消费需求。洋河抓住了“四万亿”投资对地产酒的带动发展机会，天之蓝在 2009-2011 年分别同比增长 113%、138% 和 107%，梦之蓝在 2009-2011 年分别同比增长 145%、214% 和 188%，成功将天、梦系列打造为江苏商务用酒的标杆产品；**2017年**：公司推出使用中央酒区基酒并辅以纯手工制作的新品手工班，跃入高端酒之列，承担 M6 与 M9 消费升级的衔接作用，随后推出手工班回购计划，推高了产品价格并与 M9 齐肩，强化高端酒站位；**2019年**：公司再次加码次高端，对原 M6 产品进行全方位升级，推出 M6+ 强化 600 元价格带，有望成长为这一次高端顶部价位的大单品。

图3:2002-2018年国内生产总值增长情况(单位:万亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4:2002-2012年社会固定资产投资情况(单位:百亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5:洋河“蓝色经典”系列产品发展历程



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

4、产品布局紧跟消费趋势，洋河品牌价值稳居行业前三

洋河在产品的价格体系构建上，做到了系列产品内部互为承接，主副品牌发展思路明确。蓝色经典系列产品贡献了公司 75% 以上的营收，销量占比 33% 左右。洋河品牌战略明确，“蓝

色经典”系列在各价格带主打品牌高度，内部海/天/梦系列互为承接，其中梦系列再次细分，细化次高端至高端消费人群，在消费者培育过程中引导消费升级至更高级别产品。2010 年收购双沟后，双沟和洋河大曲共同承担起老名酒的衣钵，双沟定位相对较低，弥补洋河空白价格带及市场。

表2:洋河股份旗下洋河、双沟品牌下的产品及价格

品牌	系列	产品名称	价格(元)	品牌	系列	产品名称	价格(元)
洋河	蓝色经典	梦之蓝 M9 52 度	1799	双沟	苏酒	头排酒	1429
		梦之蓝 M6+ 52 度	828			绿苏	769
		梦之蓝 M3 52 度	554			天绣	-
		梦之蓝 M1	379			地锦	439
		天之蓝 52 度	399			普苏	89
		海之蓝 52 度	186			帝坊	518
	洋河大曲	蓝瓷	94		珍宝坊	圣坊	238
		青瓷	84			君坊	118
		洋河大曲 42 度	38			金精品	128
		洋河蓝优	35			银精品	88
	微分子	盛时	828		柔和	红精品	60
		微客 V6	638				
		无忌	328				

资料来源：公司官网，淘宝官方旗舰店，民生证券研究院

随着洋河“蓝色经典”的成功，洋河品牌价值稳居行业前三。在高速发展的过程中，洋河品牌知名度及品牌价值得到了市场认可，根据 Brand Finance 于 2019 年对世界烈酒品牌价值的评估中，洋河以 90.6 亿美元品牌价值位列全球第三，其他多类白酒品牌价值排行榜中洋河亦稳居第三，维护了公司作为“老八大名酒”的品牌地位。

表3:洋河品牌价值稳居业内前三

品牌	Brand Finance 2019(亿美元)	Brand Finance 世界烈酒排名	2019 胡润品牌榜 (亿元)	19 年第 11 届华樽杯中国酒类品牌价值 (亿元)
茅台	304.7	1	6400	3005.21
五粮液	160.38	2	1450	2264.55
洋河	90.6	3	425	1633.22
泸州老窖	53.71	4	400	862.52
古井贡酒	27.03	10	115	1469.8

资料来源：Brand Finance，胡润百福，中商情报网，民生证券研究院

(二) 从渠道及营销角度看洋河的辉煌历程

1、1989-2001 年：统购统销、大流通和终端制胜时代，洋河积极作为

在计划经济时代，洋河作为老八大名酒通过地方国营糖酒公司统购统销，洋河大曲在市场上供不应求，洋河在此渠道模式下仅承担生产作用，不担负任何渠道开发及维护工作。改革开放以后，市场经济逐渐取代计划经济，地方国营糖酒公司放权解体，此阶段酒厂产品的销售情况完全取决于公司是否能将产品送达终端进入大流通。

洋河在上世纪 90 年代末期积极探索市场化运作模式，逐渐淡化单一的糖酒公司渠道，

开始重视公司向终端消费和终端销售延伸的能力,1999 年公司提出“向两个终端延伸”战略,积极搭建营销网络,注重产品的市场覆盖率和占有率,市场化改革意图明显。

2、2002-2012 年：高效把握核心消费者是“洋河速度”的根本

(1) 渠道合作模式：1+1 厂商共建，风险共担利益共享

洋河“1+1”的厂商共建模式，是市场经济初期大流通背景下地产酒寻求名酒复兴的产物。洋河在彼时无法寻找到能完全复制糖酒公司般独立运作的新经销商及体系，主要原因是：**1) 产品竞争激烈，产品力不足导致渠道信心不足。**洋河大曲由于价格策略失误及过度开发等原因产品力日渐稀释，新产品“蓝色经典”别具一格但仍需培育，在全国各名酒名品的竞争中，渠道缺乏产品推广的信心；**2) 经销商良莠不齐，整体水平低于厂家，洋河不想全权交由经销商管理渠道。**糖酒公司解散后进入白酒大流通阶段，经销商质量良莠不齐无法满足洋河名酒复兴的需求，而洋河自身营销理念和战术更为先进，具备亲自指挥渠道的战术储备；**3) 洋河作为区域名酒具备在省内精耕细作的需求。**洋河作为地方酒企在江苏省内具备较强品牌知名度和影响力，将渠道完全交由经销商会导致洋河与省内政商意见领袖沟通的“软实力”无法发挥。

对比当时主流的“大商模式”与“1+1 厂商共建模式”，“1+1 厂商共建模式”的优势在于：**1) 发挥厂家管理能动性，在市场化驱动下统筹安排经销商工作；2) 扁平化结构方便深耕市场，发挥洋河大曲作为老八大名酒在江苏省内的影响力；3) 构建强大的渠道把控力，增强渠道信心，加快“蓝色经典”系列产品市场导入进程。**同时，“1+1 厂商共建模式”也节省了经销商对市场营销人员及相应费用开支，经销商仅需以自身资金打款并存储货物，做好配套售后服务，经营风险性较低也带动了渠道商积极性高涨。

表4：“大商模式”与“1+1 厂商共建模式”对比

	大商模式	1+1 厂商共建模式
厂商关系	厂家在营销方面话语权较小，主要由经销商决定市场推广的模式和资源投入力度	厂家话语权较大，负责指挥经销商如何运作产品和进行市场操作
经销商情况	区域内仅有 1 家实力雄厚的经销商	区域内可有多家经销商
渠道结构	多层结构，一批商对接二批商或终端等	扁平结构，厂家直接对话经销商
市场费用	由经销商自主制定计划并承担费用	由厂家制定计划并承担费用
利润来源	分销产品获得的出厂价与一批价/团购价差价 任务完成后厂家返点及奖金	分销产品获得出厂价与团购价/团购价差价 任务完成后厂家返点及奖金
利润水平	销售毛利率较高，经销商根据自身需求调节	销售毛利率较低，由厂家主导销售工作

资料来源：酒业家，民生证券研究院

(2) 2002-2004年：“盘中盘”把握终端中的消费者

随着“蓝色经典”系列的推出，洋河积极借鉴口子窖的“酒店盘中盘”模式，以核心酒店为支点，小盘撬动大盘，引领公司发展。江苏省地处东部沿海享受改革开放红利，自 2000 年起固定资产投资增长迅猛，2000-2003 年间增速快于全国，投资驱动型经济增长势头迅猛，江苏餐饮业在 2000 年后亦迎来快速增长，在 2008 年经济危机前保持年均 20% 左右增速，餐饮业的繁荣将白酒消费集中到了酒店。

攀升，性价比降低；2) 核心终端呈现诸侯割据，经销商能提供的小盘增量不足；3) 消费者因酒店酒水价格过高而开始自带酒水，酒店无法直接转化潜在消费者。

“4x3”模式操作详解：拓展思路由先掌握终端后触及消费者转为先触及消费者后辐射终端。从消费者角度，从企业团购、核心形象店和媒体宣传三方面让消费者“看”到洋河，并相应设立对口销售组织统一运作；从厂家角度，公司选取具备社会资源和资金实力的经销商，社会资源不再是仅关注酒店关系，更关注政企关系为代表的直接触达客户的能力；从经销商角度，“4x3”模式权责分明，明确洋河需求并督促经销商积极对接，共享发展红利。

表5: “4x3”模式核心内容

四大核心内容	三项细分对象	具体内容
销售方式三方联动	集团消费	引导企业和机关单位的消费潮流
	核心酒店	建立形象店，扩大知名度
	媒体公关	媒体宣传及事件营销梳理品牌形象
销售组织三位一体	重点客户部	关注集团消费
	酒店直销部	关注核心酒店
	品牌推广部	关注市场宣传
经销商选择三大标准	理念	与洋河公司理念一致
	社会背景	具备良好的人脉关系和公关能力
	经销商实力	具备资金实力和销售网络
厂商合作三种关系	责任主体	厂家负责市场投入，经销商负责配套服务
	权责分配	权责明晰，明确厂商关系
	利润来源	通过产品销量与市场扩张赚取利润

资料来源：酒业家，民生证券研究院

(4) 2009-2012年：乘“四万亿”投资计划东风，5382发力团购：

乘东风，洋河发力团购。在国家“四万亿”计划落地过程中，政商交流与商业活动日益活跃，带动白酒消费场景增加，洋河敏锐地发现现阶段渠道重点在于开发企业和党政客户而非追求个人认可，并于2011年推出“5382”工程用以指导团购工作。

“5382”工程中操作详解：1) **渠道重心定义：**在酒店功能弱化的情况下，单位团购是渠道重点；2) **团购执行标准：**加大费用投入，把控一级商团购价，通过抬高酒店、商超价凸显团购性价比；3) **客户开发规范：**明确了洋河销售人员操作规范和权责界限，规定了对经销商客户的开发态度是共赢而非抢占客户，避免渠道不配合。

表6: “5382”工程核心内容

工程内涵	定位	具体内容
5个围绕	总体目标	围绕可能定目标、找问题、排问题、定措施、配资源
3个调整	渠道操作	调整盘中盘启动步骤
		调整渠道重要性排序
		调整市场工作重点
8个要点	团购操作	渠道变革为前提、单位为王是核心 队伍要专兼并举、管控注重多、少玄机 效益遵循先予后取、价格应建立标杆 分工注重厂商联动、力度注重战略导向
2个要求	针对名烟名酒店	将大型烟酒店当做酒店操作，积极投入资源 共赢方式做团购，尊重经销商客户资源

资料来源：酒业家，民生证券研究院

3、2013-2018 年：深度分销力图触及全部消费者阶段

(1) 渠道合作模式：仍以厂家意志为主导，埋下渠道发展隐患

洋河追求酒店资源和政企团购资源的过程，也是白酒行业飞速发展的过程，业外资本疯狂涌入，作为“1+1”模式下对渠道具备较强把控力的洋河，对于各类经销商来者不拒，在厂家人员的管控下充分运用厂家销售人员的积极性，挖掘新经销商客户潜力，帮助洋河持续拓展市场。

新经销商在被纳入团购渠道后，陆续面临 2 大问题：1) 开发既有资源后，没有开发新客户的能力；2) 部分经销商缺乏专业性，对白酒经销知之甚少，对洋河品牌忠诚度较低。过去“1+1”模式下厂家人员积极指导渠道运作，具备较高话语权，由于第 1 个问题导致过去常用的压货手法不起作用，由于第 2 个问题导致经销商追求个人利益低价甩货，甚至出现窜货的情况，这些为洋河未来的渠道困境埋下伏笔。

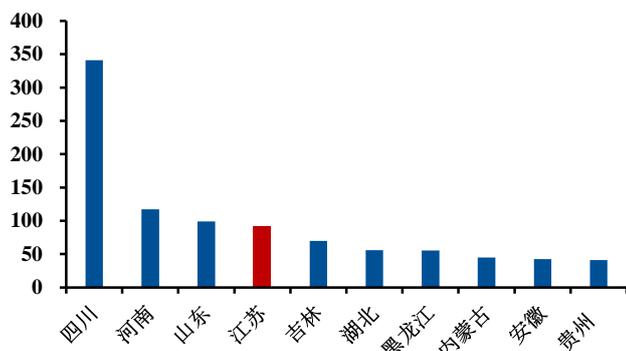
(2) 渠道及营销操作模式：团购与大众消费两手抓

经历了“八项规定”反腐对白酒行业的冲击后，洋河将以往只在低端产品实行的深度分销扩散到全产品线。公司于 2013 年年报中表示，公司未来的增长聚焦为商务团购与深度分销。在保持团购业务发展的前提下，洋河将其重心从政商消费转移到商务消费，同时将原本仅针对低端产品进行的深度分销模式推广到全产品线。

全系列产品的深度分销，“天网工程”正式导入省内市场。2013 年洋河营销团队管理 7000 多家经销商，直接控制 3 万多地面推广人员，强大的渠道把控力使其将“天网工程”持续深化，即推动渠道进一步下沉，实现深度分销。在省内完成对县级市场的下沉，拓展渠道纵深，挖掘江苏省内白酒消费潜力。

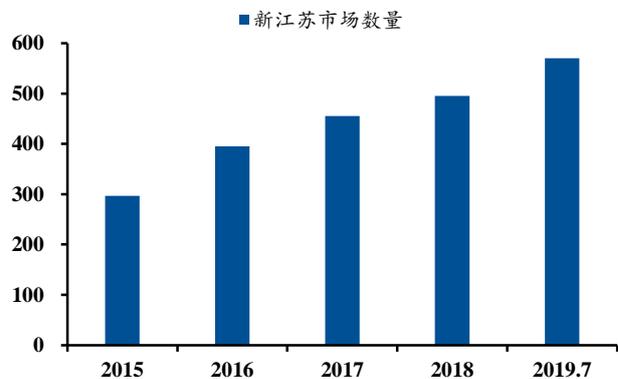
加码省外布局，细致划分深入省外市场。12 年公司着手省外市场发展，重点打造河南、安徽、山东、浙江、上海市场。15 年将深度分销的思路转移到省外市场上，提出在省外打造“新江苏”市场概念，2019 年 7 月公司披露新江苏市场数量高达 570 个，收入占洋河省外收入约 70%，细分市场带动资源投入的精细化，“新江苏”市场的裂变复制和厂家直控渠道的极强可操作性帮助公司加速省外拓展。

图9:2018 年江苏白酒市场规模位列全国第四(单位:亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图10:新江苏市场数量 (单位:个)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2015年洋河在渠道上进一步实施“522”极致化工程。“522极致化”是指5个极致化目标、2个极致化转型和2个极致化保障，其本质是深度分销模式的战术指导，经销商依然呈弱势地位听从厂家战略指挥，厂家在整体战术明确的情况下，一线工作“人人有事做，事事有人管”，围绕5个增长核心持续发力。

表7：“522”极致化工程核心内容

工程内涵	目标	具体内容
5个围绕	明确增长核心	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
2个极致化转型	流程标准化	互联网极致化转型、市场投入极致化转型
2个极致化保障	组织架构标准化	机制极致化保障、组织极致化保障

资料来源：酒业家，民生证券研究院

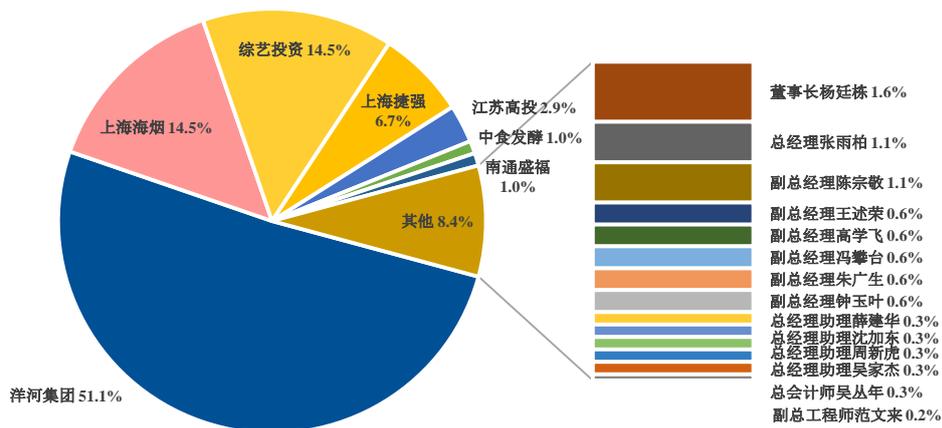
（三）从公司治理结构角度看洋河的辉煌历程

1、2002年：体制改革，释放市场化活力

面临行业遇冷、工厂效益低下等问题，洋河集团于2002年针对洋河酒厂实施混改，由洋河集团作为主要发起人，6名法人和公司14位高管共同出资成立了洋河股份，洋河酒厂从国有独资变为国有控股公司，市场化体制的活力开始逐步释放。

洋河股份设立后，洋河集团持股51.1%，14位公司高管共持股8.41%，14位高管共出资872万元，58%为自有资金，其中多名高管高外举债入股，体现了参股人员对公司未来发展前景的肯定。此次改制不仅是对高管能力和过往业绩的认可，也实现了各方利益深度绑定。

图11:2002年洋河股份设立后股权结构



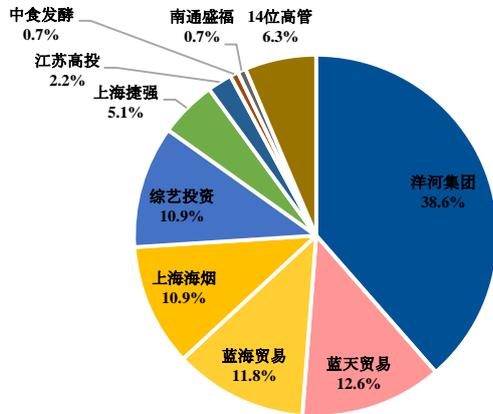
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、2006年：增资扩股，扩大激励范围

公司于2006年向蓝天贸易和蓝海贸易进行增资扩股，洋河集团持股占比降低至38.61%，蓝天贸易和蓝海贸易为126名公司业务骨干、中高层和部分经销的持股平台，其中包括了洋河高管、中层管理人员和业务技术骨干，同时两持股平台持股合计占比高达24.44%，激励力度大于2002年初次改制，实现了更加全面、彻底的股权激励，深化利益绑定，更充分地调

动公司中高层及经销商的能动性。

图12:洋河 06 年增资扩股后公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、洋河当下的奋进：站稳次高端风口，重视过去问题

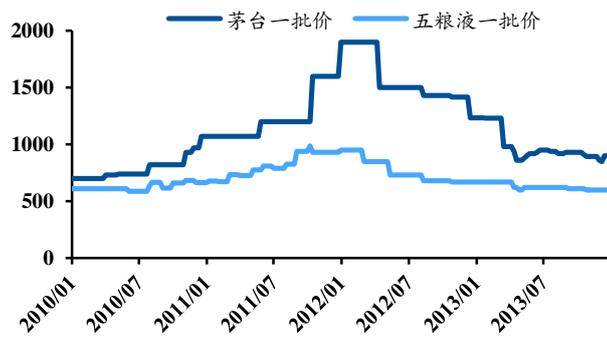
(一) 次高端风口正盛，未来大有作为

1、次高端是什么？

从本质看，次高端是消费升级的必然产物。次高端价格带处于高端白酒和中档白酒的中间带，是高端酒价格高企时的相对低价替代品，也是中档酒无法满足特定需求时消费升级的承接者，同时满足消费者精神上对白酒文化的需求、价格上对品牌力和产品力的需求。

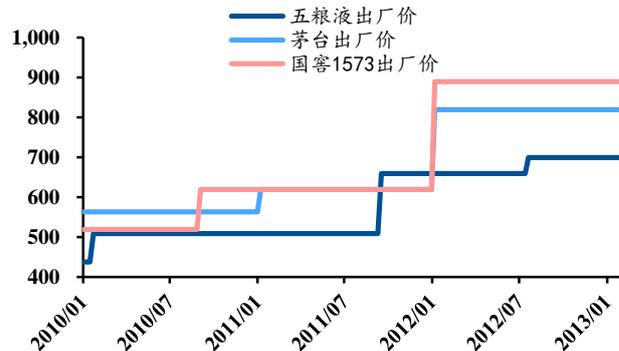
从起源看，次高端是高端白酒的“继承者”。次高端概念诞生于2009年“四万亿”投资落地，彼时投资热带动商务消费场景增加，期间受供需关系和金融属性爆发，高端白酒价格大幅上涨，在消费需求及价格天花板打开的情况下，次高端开始成长。名酒企业纷纷布局次高端，如洋河梦之蓝内部延展、五粮液的六和液、茅台推出的汉酱以及酒鬼酒的红坛。

图13:茅台一批价的提升打开行业价格空间(单位:元/瓶)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

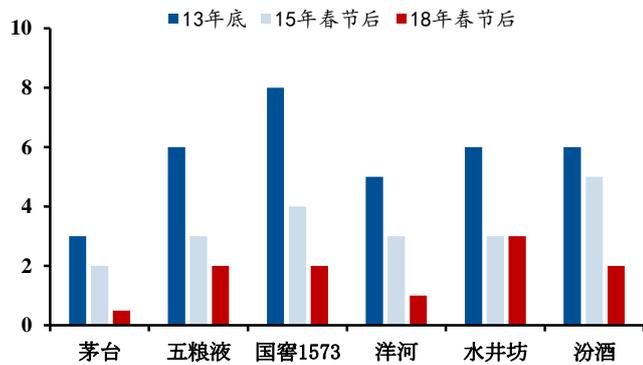
图14:高端白酒茅五泸不断抬出厂价(单位:元/瓶)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

次高端白酒诞生后不就旋即遇冷，主要是：1) 行业过热，基础不稳。业外资本涌入导致业内对未来过于乐观，渠道库存高企，产品消费主要是政商务消费，缺乏大众消费基础，在行业需求变化之际酒企难以应对；2) 中央管控三公消费。“八项规定”加强对公务消费管控后，白酒行业整体遇冷，高端白酒价格回落压缩次高端发展空间，次高端进入调整期。

图15:渠道乐观预期催生高库存(单位:月)



资料来源: 渠道调研, 酒业家, 民生证券研究院

图16:2011年后中央三公消费中招待费负增长(单位:亿元)

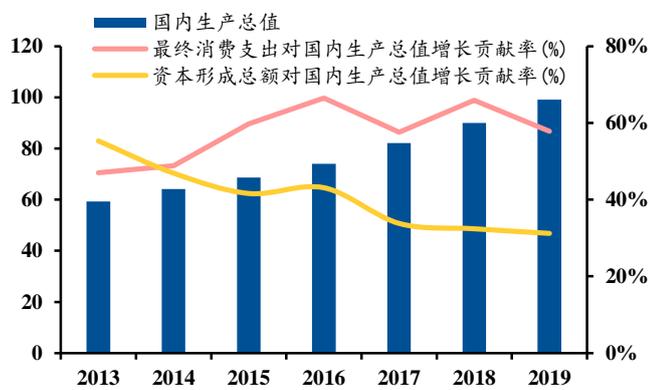


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2、次高端将行至何处？

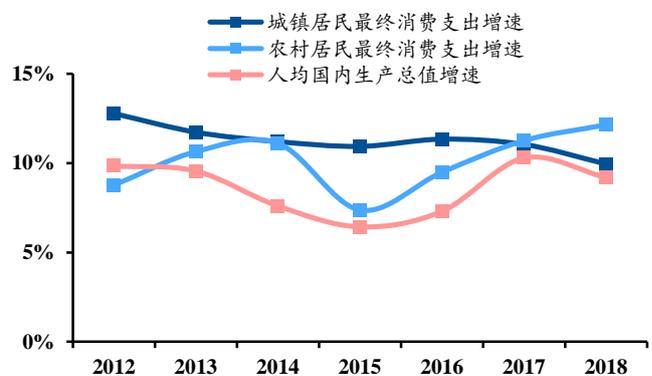
2015年茅台批价再次进入上行通道，次高端旋即进入复苏增长阶段，我们认为不同往日，本次次高端白酒复苏是建立在强劲基本面的基础之上。从经济增长类型来看，投资驱动型经济发展模式转为消费驱动，2014年以来最终消费支出对GDP增长的贡献率首次超过资本形成总额的贡献率，且逐年稳定上升。从消费基础来看，中产阶层的兴起与消费能力的提升为次高端白酒消费提供了坚实的消费基础，据瑞士信贷研究所《全球财富报告2017》，中国2017年中产阶级占本国人口的34%，同期美国数据为31%、日本为36%、德国为34%，中国中产阶级的兴起已成事实。从消费者结构来看，白酒消费结构中政务消费占比已降至低点，本轮次高端增长不同于上一轮由政商消费、社会资本疯狂涌入引起的昙花一现，而是以大众消费为基本盘、以中产阶层崛起为代表的消费能力提升为支撑。

图17:消费对GDP增长的贡献率日益提高(单位:万亿元)



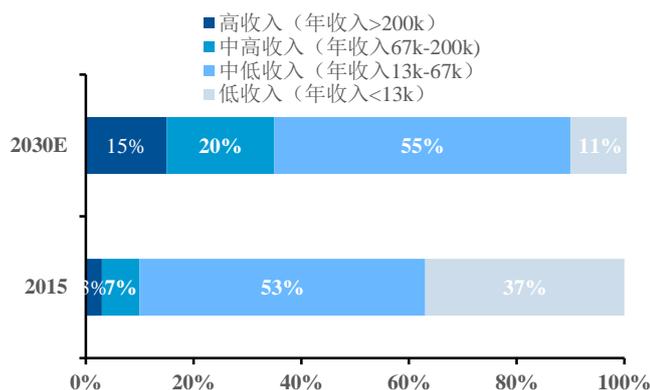
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18:12年后GDP中居民最终消费支出增速快于人均水平



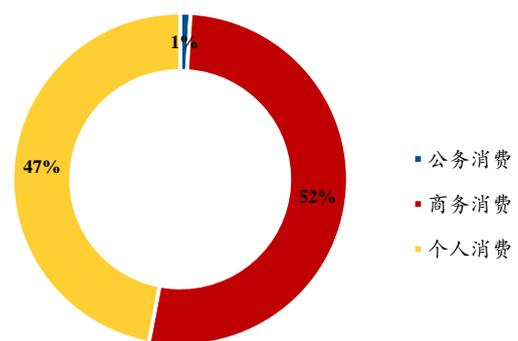
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19:中国中收入阶层将迅速崛起



资料来源: 经济学人智库, 民生证券研究院

图20:2016年茅台酒政务消费占比已降至1%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

次高端白酒的产品特性和明晰的成长路径使得行业未来保持稳健扩容具备较大确定性。次高端价格带具备两大优势：1) 价格带方兴未艾处于成长早期，各家争先布局，没有形成单一酒企一家独大的格局，但产品梯队已逐渐成型；2) 高于中档酒的产品定价使得渠道利润更高，渠道更具主动性，低于高档酒的定价使得消费者更易接受，适合多类消费场景，共同作用下使得渠道推力强。2015年后次高端白酒扩容具备两种强确定性路径：1) 全国化品

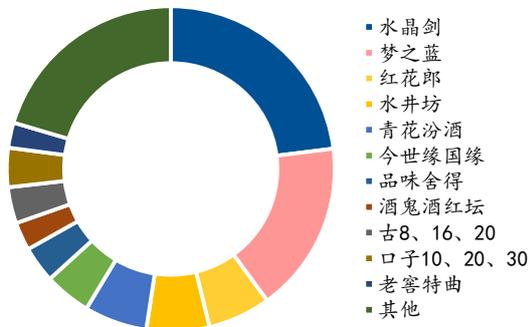
牌将致力于培养大单品，放量与稳定提价共举，支撑公司业绩增长；2) 区域龙头企业则以核心市场为中心向四周辐射，推动区域知名单品泛全国化。

图21:主要次高端产品



资料来源：公司网站，民生证券研究院

图22:2019年主流次高端及准次高端产品营收占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图23:12-20年次高端行业规模及增速（单位：亿元）



资料来源：渠道调研数据，民生证券研究院

(二) 梦6+布局下一个十年，双沟锦上添花提振名酒

1、梦6+产品升级，引领未来洋河高端化发展

(1) 产品全方位“+”特质

梦之蓝 M6+在产品上多处凸显新特质：1) 绵柔品质“+”，梦之蓝 M6+基酒选择中央酒区生产的头排酒，使用的老酒需在地窖陶罐中储存 15 年之久，自然老熟，配合科学的大基酒组合构建技术体系，使得产品凸显香气馥合幽雅、丰满飘逸的特点，饮后舒适度也得以提升；2) 性价比“+”，在产品容量上，M6+创新性地将传统 500ml 瓶装升级为 550ml，让消费者更切实感受到升级后的实惠；3) 产品防伪“+”，M6+采取组合式防伪，从破坏式开箱到扫码领红包验真伪，让消费者得以安心消费。

(2) 系列产品“+”生命周期

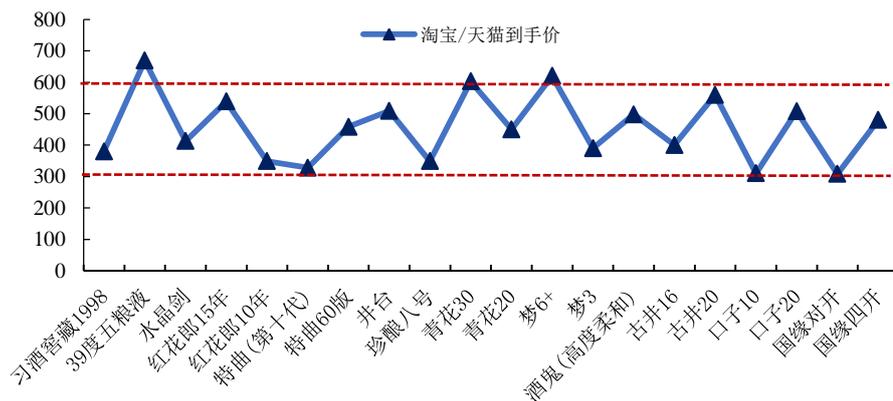
洋河“蓝色经典”系列自上市以来保持了长青的产品生命周期，其核心原因在于洋河精准把握消费需求对产品进行代际升级。在上市初期洋河抓住了中档酒商务消费潮，在地产酒爆发期抓住了次高端的第一波发展，在渠道模式导致产品价格透明、产品体系价盘下滑之际，通过新产品导入之际更新渠道模式，改变既有局面，同时又引导了老产品的梳理，M6+不仅完成M6的退出历史舞台、新产品进入大众视野的任务，更有效整理产品价盘导入公司新渠道战略，延续了整个蓝色经典系列产品的生命周期。

(3) 洋河“+”未来布局

“蓝色经典”系列产品互为承接，紧跟消费升级。经过多年培育，“蓝色经典”系列已经在内部形成了互为承接的产品体系，大众消费的趋势是从海之蓝升级到天之蓝，部分经济发达地区正处于天之蓝向梦之蓝的升级，在洋河主打的商务消费场景中，梦之蓝可以承接中档酒天之蓝的升级，而在梦之蓝内部也形成了M3到M6的升级趋势，M6+起到了次高端及高端产品的承接。

M6+率先布局，同时着眼当下与未来。梦之蓝M6+在洋河未来布局上具有举足轻重的地位：**当下，率先占领600元价格带，打造新次高端大单品。**次高端白酒主流产品定价300-550元、承接中档酒消费升级，洋河在600元价格带通过打造大单品形成产品区分度，率先布局把握未来消费升级趋势；**未来，拔高产品形象，梦系列稳固高端站位。**过去二十年洋河先后将海之蓝和天之蓝打造成中档酒大单品，在此基础上将企业形象拔高至次高端，下一个十年手握次高端及高端白酒入场券的洋河将以M6+为立足点，为M9和手工班培育新消费者，呈现M6+、M9和手工班三驾马车并驾齐驱的新态势，在次高端及以上价位进行更多布局。

图24:主要次高端产品价格布局



资料来源：公司网站，民生证券研究院

2、双沟+洋河双品牌战略，独立运作加码老名酒

江苏省内有“三沟一河”名酒，即双沟、汤沟、高沟（今世缘前身）和洋河，早年的复兴让洋河认识到区域老名酒可以大有作为，省内除洋河大曲外，双沟大曲亦蝉联第四届和第五届全国评酒会名酒，品牌分量可见一斑。洋河分别于2010年4月和11年3月以5.36和11.75亿元收购双沟40.6%和59.3%的股份，双沟成为洋河全资子公司。随后行业遇冷，洋河将更

多精力放在维护运营“蓝色经典”系列产品，对于双沟品牌维护和产品开发投入相对较少。

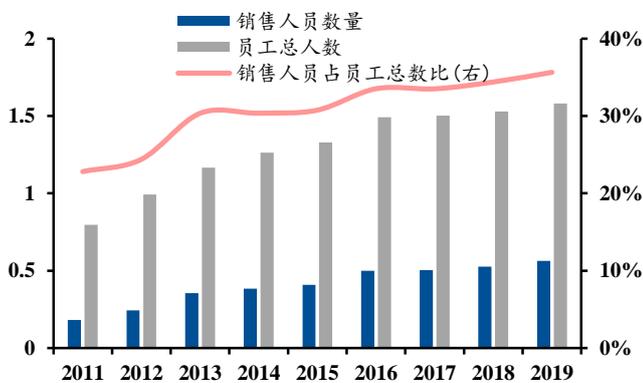
2019年正式加码双沟品牌，发力“洋河+双沟”双品牌战略。在品牌战略上，洋河主品牌定位次高端及更高价格带，面对海之蓝和天之蓝出现的渠道及价格问题，采取控量挺价，并在空白带导入双沟系列产品作为补充，逐步推动双沟全国化；在产品体系上，双品牌将互相补充、互为支撑，洋河深度分销的产品体系将加速双沟品牌导入，填补未来洋河重心转向次高端后的中低档价格带。2019年上市的苏酒头排酒也彰显洋河希望借助双沟品牌继续深耕高档产品，实现双品牌矩阵实现全方位发展；在组织架构上，公司将2019年成立的“双沟品牌事业部”改制为“双沟销售公司”，将双沟品牌提升到与洋河系列产品同等重要的战略高度，独立组织运作辅以分工明确，对于未来因产品制宜的战略制定大有裨益。

(三) 正视自身问题，壮士断腕谋求转变

1、深度分销模式弊端初现，渠道积极性减弱，产品价格下滑

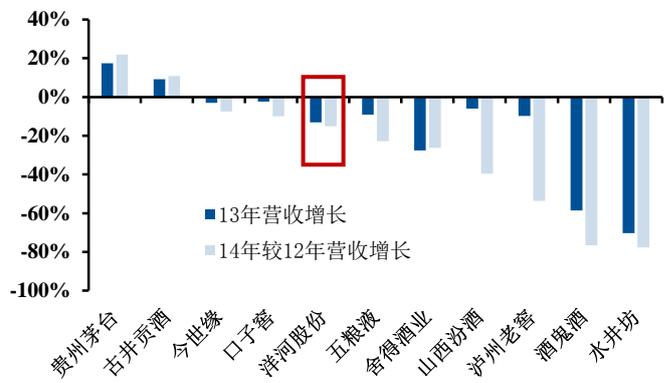
深度分销模式是洋河强大渠道推力和执行力的体现，公司自2011年以来销售人员队伍逐年提升，在纳入统计的厂家销售人员之外更有庞大的地推销售团队，庞大高效的营销队伍将“蓝色经典”系列产品快速导入市场，是洋河速度的保障，据19年年报披露，公司营销网络已渗透到全国各个地级县市，是洋河全国化的基础。深度分销体系帮助洋河牢牢把握一线消费，在行业调整期内洋河亦快速走出低谷实现反弹。

图25:洋河销售人员占总员工比逐年提高(单位:万人)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图26:洋河在行业调整期内营收回撤幅度相对较小



资料来源: Wind, 民生证券研究院

洋河2013年之前对大众化产品实施深度分销，高费用投放和产品返点，搭配地推人员进店陈列和高覆盖率，对于中高档产品以触达具备较强消费能力、能够带动消费氛围的消费者为目标，以公关意见领袖和团购为切入口展开工作，使得海之蓝和天之蓝先后成为大单品。

2013年后洋河对全价格带产品实施深度分销，本意是凭借既有渠道将梦之蓝系列产品导入终端，让消费者“看得见”以培育消费氛围，同时“买得到”增加产品销量。该模式在初期起到了作用，但在后期模式弊端初现：**1) 渠道过度开发加剧竞争，渠道互相询价打压价格，利润摊薄影响积极性。**洋河在执行深度分销过程中引入大批经销商发展终端及团购，导致单一城市内经销商互相竞争，渠道费用被截留后不用于品牌宣传而是补贴价格，渠道间竞相压低批价和终端价，最终导致主要产品击穿底价形成价格倒挂，渠道利润低于竞争对手导

致渠道和终端积极性差；2) 面对竞争压力厂家大力压货导致库存高企，加剧市场混乱程度。在面对考核压力时，厂家销售人员选择持续向经销商压货以完成考核目标，随着今世缘在省内同价格带与洋河展开竞争，竞争加剧导致动销放缓，渠道库存逐渐积压加重经销商资金压力，部分经销商选择窜货或低价甩卖库存以缓解资金压力，冲击产品市场价格秩序。

2、改变渠道模式，重视渠道作用，构建新型厂商生态

(1) 厂商关系改变：从“1+1”共建中的厂家主导到厂商一体化

洋河在过去的发展中积极发挥厂家主导作用，在渠道担心风险的产品导入期洋河承担了市场开拓风险，在产品成熟后又主导了渠道下沉与深度分销，厂家直接对接经销商和市场上的终端网点，经销商仅发挥运输、仓储和打款作用，淡化经销商在营销和市场推广中的作用。

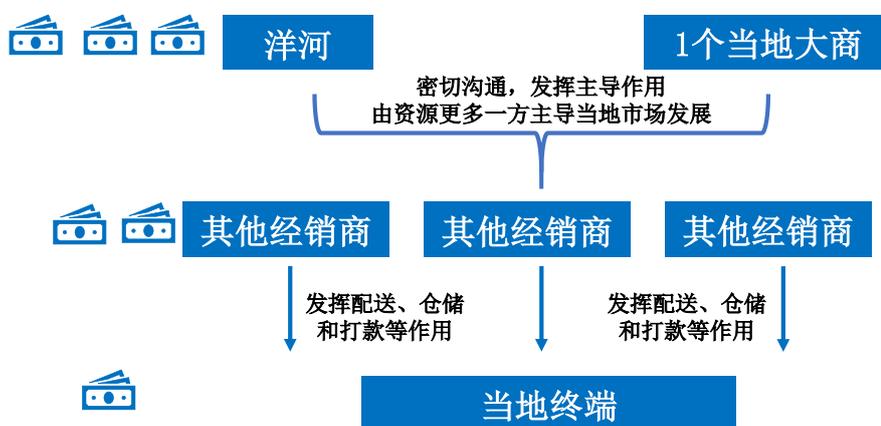
19年公司对渠道模式进行调整，形成了厂商一体化模型，本质上是洋河开始重视经销商在渠道中的作用。在面对市场分工时，洋河实事求是，厂商双方谁有更多资源可以推动市场发展便拥有主动权，依据经销商的能力和资源统筹安排：对于资源丰富且营销积极的大商，公司将配合开展业务并提供资源和费用支持；对于资源较差、能力相对较弱的经销商，则继续以洋河为主导，形成契约式工作模型以提升工作效率。

(2) 渠道模式改变：从深度分销到“一商为主，多商为辅”

深度分销模式下，洋河通过直接对接各个经销商以期通过直接投放资源实现效率最高化，但吸纳过多新经销商最终导致渠道上一盘散沙难以统筹，相互竞争又导致价盘不稳，激烈竞争之下一旦竞品提供更为丰厚的渠道利润，渠道与终端便可能倒戈。

在思考厂商关系的同时，洋河将渠道模式变为“一商为主，多商为辅”模式，即市场运作和产品管理交由当地综合实力最强的一家经销商负责，同时匹配多家当地经销商承担辅助功能。整体市场的发货节奏由洋河把控，通过数字化扫码获得的动销数据与渠道库存反馈，统筹发货节奏与库存去化进度，在洋河统筹之下大商的市场运营维护责任加重、渠道利润增厚，呈配合态势的小经销商责任较小，由于渠道间竞争减弱使得价盘得以回升，渠道利润亦将提高，最终实现多方共赢。

图27：“一商为主，多商为辅”的渠道模式



资料来源：公司公告，民生证券研究院

在渠道变革过程中，洋河亦针对其他方面积极作为。1) **产品价格方面**，公司在落实“一商为主”的渠道模式过程中，改变以往根据打款多少与任务完成进度进行返点的模式，统一地区内产品出厂价及返利力度，防止出现经销商队伍内耗扰乱价盘的乱象；2) **清理经销商队伍**，在地区内选择优质大商的同时，对于无法进行配合、过去为增加销量而引入的资质较差的经销商加以引导和清理，提高队伍整体素质；3) **柔性考核替代刚性考核**，合理引导各产品增长以尽快度过调整期，19年中秋后公司不再向渠道压货，帮助渠道实现库存自然去化并恢复利润水平，以短期阵痛谋求长远发展。

(3) 营销战术改变：费用投放围绕消费者，产品运营因产品制宜

在市场策略执行上，洋河过去将费用投放至渠道并采取模糊价格的方式防止经销商摸清产品底价，但随着渠道多年运作洋河产品，公司渠道的费用投放与产品价格逐渐清晰，渠道将大量费用截留用于弥补产品利润并降低价格出售。未来公司费用投放将遵循两个原则：1) **以消费者为中心进行费用投放**，通过瓶身扫码返红包、核实消费者品鉴会落地等方式让消费者感受到厂家费用投放，减少渠道和终端截留费用的机会；2) **产品分离运作**，公司不仅将梦之蓝与海、天分离，由不同团队运作，对于不同价格带产品的费用投放也有所区分，海、天系列是以大众消费为基础，洋河通过控量增厚渠道及终端利润，实现自然动销，以M6+为代表的梦系列则将引领未来洋河高端化进程，公司费用更侧重于树立品牌高度，如梦之蓝助力中国航天梦活动，在社会上取得良好反馈。

(四) 老将回归价新激励，有望推动洋河更上层楼

1、老将刘总回归主持工作

2019年7月洋河聘任刘化霜为公司副总裁，正式接手公司产品、渠道和营销转型事务，刘总曾历任洋河重要岗位高管及集团高管，曾总管营销的刘总亲手参与“蓝色经典”系列产品运作及全国化的过程，在收购双沟后又出任苏酒公司的常任副总，一线销售、产品运营经验丰富，与洋河主要大商保持有良好关系并受到市场敬重，在洋河转型期间，公司政策制定与执行有望更加顺畅。

2、新股权激励即将出台

洋河在2019年年报中披露的17位在职高管中，仅7位持有公司股份（其中刘化霜、陈太青通过蓝色同盟员工持股平台间接持有公司股权），考虑到06年定增对象为洋河中高层及业务骨干，随着业务开展与人员调动，14年后公司目前主要岗位员工激励相对不足，高管团队在换届后激励较往届相对薄弱，及时出台全新股权激励方案将有效调动公司上下的积极性。

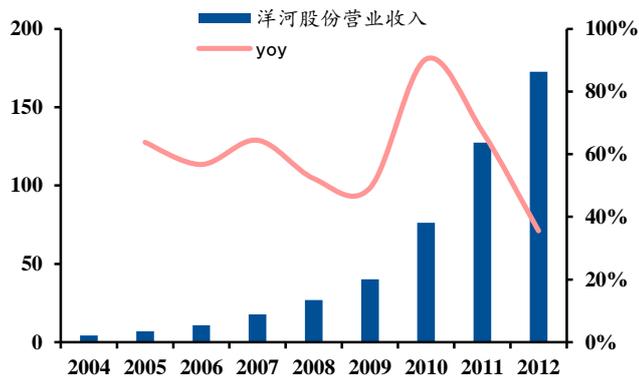
2019年10月洋河发布回购公司股份拟用于员工股权激励，回购资金总额不低于10亿元且不超过15亿元，若按回购总金额上限和回购价格上限计算，洋河将回购1111万股，占公司总股本的0.737%，若按回购资金中位数12.5亿元以及06年定增激励对象规模（蓝天贸易63人、蓝海贸易63人）计算，公司现有骨干及中高层管理人员将获得人均1000万左右的股权激励，对于正处在疫情后恢复、次高端风口和立足未来高端长远发展的洋河来说，百利而无一害。

三、财务分析：洋河速度见证辉煌，估值压制有望改善

(一) 收入端：“蓝色经典”缔造洋河速度

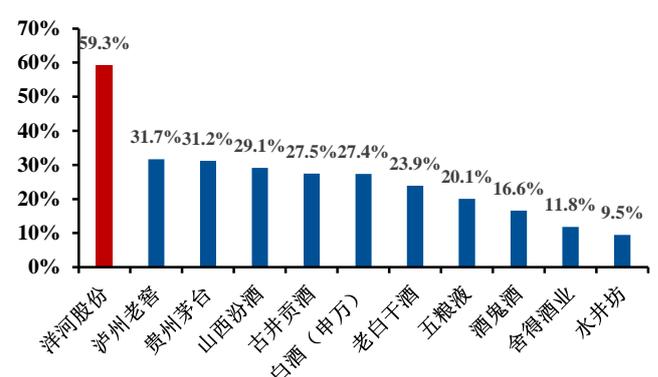
洋河在“蓝色经典系列产品导入+改制+上市”的多重因素驱动下，洋河营业收入从2004年的4.17亿元飞增至2012年的172.7亿元，2010年以76.19亿元收入跃入行业三甲并维持至今，在行业整体调整期来临前，2004-2012年洋河实现营业CAGR高达59.3%，位列行业第一，期间内多年保持行业最快增速，创造洋河速度。

图28:洋河 2004-2012 年间保持高速增长 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图29:主要酒企 2004-2012 年营收 CAGR



资料来源: Wind, 民生证券研究院

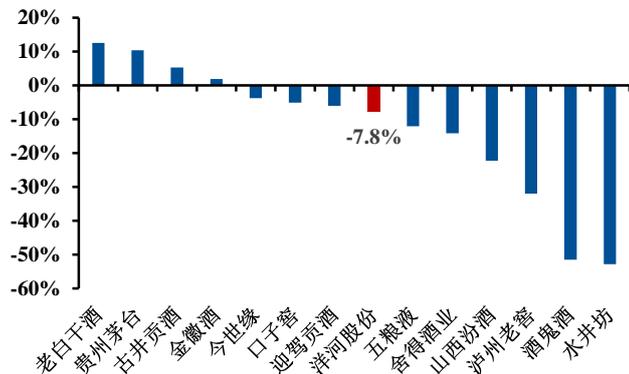
表8:2005-2012 年间主要酒企营收同比增速情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
贵州茅台	30.59%	24.75%	47.60%	13.88%	17.33%	20.30%	58.19%	43.76%
五粮液	1.92%	15.24%	-0.93%	8.25%	40.29%	39.64%	30.95%	33.66%
泸州老窖	13.77%	32.24%	51.95%	29.78%	15.06%	22.89%	56.92%	37.12%
水井坊	-23.90%	33.29%	24.69%	17.43%	41.95%	8.64%	-18.49%	10.41%
洋河股份	63.79%	56.71%	64.45%	52.22%	49.21%	90.38%	67.22%	35.55%
山西汾酒	27.99%	42.54%	20.91%	-14.20%	35.27%	40.74%	48.78%	44.35%
舍得酒业	1.30%	7.85%	2.53%	-3.23%	-16.94%	23.66%	41.87%	54.38%
酒鬼酒	-26.19%	-43.40%	4.37%	54.49%	11.76%	53.60%	71.61%	71.77%
老白干酒	24.50%	29.44%	-4.38%	30.35%	55.38%	24.72%	21.24%	17.87%
古井贡酒	8.63%	47.43%	24.66%	14.78%	-2.72%	40.09%	76.04%	26.88%
白酒(申万)	12.73%	18.26%	29.77%	11.48%	32.16%	35.67%	45.97%	37.28%
洋河超额增速	51.06%	38.45%	34.68%	40.75%	17.05%	54.71%	21.25%	-1.73%

资料来源: 酒业家, 民生证券研究院

得益于洋河强大的销售队伍及深耕江苏省内的发展模式，公司在行业调整期内较其他名酒业绩回落较小，2015年起营收实现正增长，随着洋河团购业务和全产品深度分销的推进，公司营收呈现加速发展趋势。

图30:洋河 2004-2012 年间保持高速增长 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

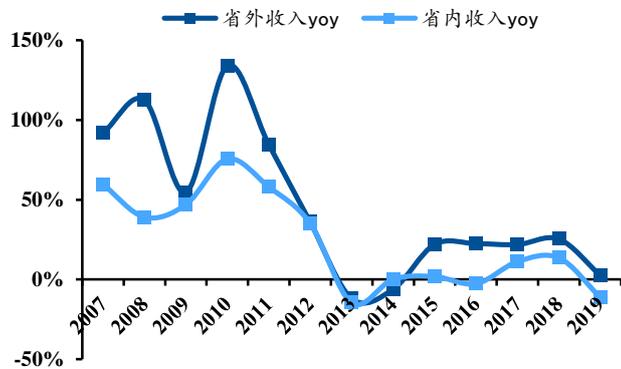
图31:洋河 2013 年后营收逐渐加速增长 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

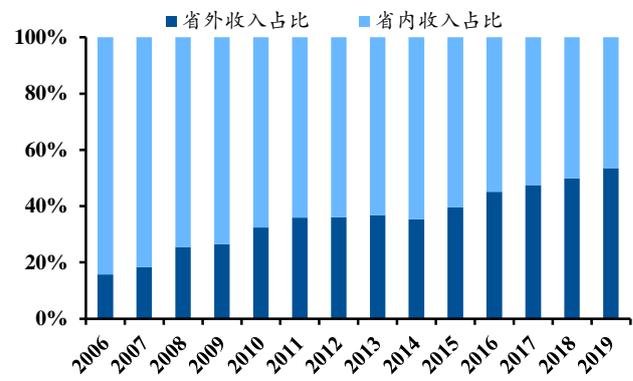
分地区来看, 得益于公司早年间选择中央电视台投放“蓝色经典”系列产品广告, 洋河在省内外共享美誉, 省外收入增速常年高于省内, 省外扩张势头强劲。2018 年公司省内外营收近乎持平。省内由于深度分销实现了较高的产品覆盖率和渗透率, 省内增长动力来自于消费升级带来的产品结构优化; 省外市场上洋河部分产品仍处于放量阶段, 同时消费升级进程普遍慢于江苏市场, 未来存在量增价涨的机会, 发展潜力巨大。

图32:洋河省内外收入增速情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

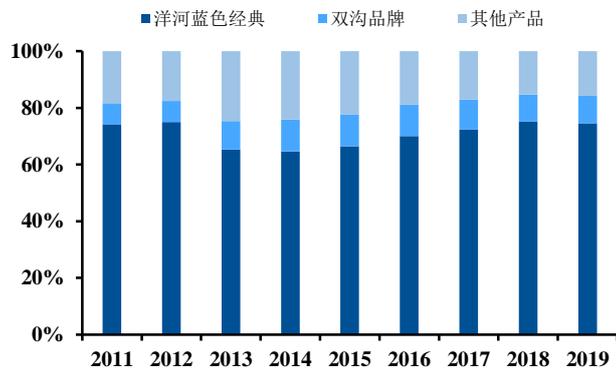
图33:洋河省内外收入占比情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分产品来看, 公司“蓝色经典”系列产品占公司营收的 75%左右, 是公司的主力产品, 占比在行业调整期内有所下滑, 之后逐渐恢复, 展现出“蓝色经典”的强大生命力和产品力。就具体产品来看, 海之蓝定价于地产酒竞争最激烈的百元价格带, 随着大众消费品牌化的逻辑增强, 海之蓝近年呈现稳定增长态势, 天之蓝则旨在打造中档酒大单品, 承接海之蓝的消费升级, 海、天两类产品均扎根于大众消费, 但洋河渠道模式弊端导致价格穿底, 渠道和终端利润薄弱带动渠道推力减弱, 2019 年公司挺价控量致业绩回落; 梦之蓝定位是洋河高端化发展的领航产品, 覆盖次高端和高端的主流价格带, 得益于次高端发展及品牌势能积累, 近年来增长迅猛, 2018 年销售口径收入突破百亿大关, 2019 年公司停产梦之蓝 M6, 换代升级 M6+, 产品体系整体价盘企稳回升, 短期销量下滑不改长期赛道稳定向好趋势。

图34:洋河各类产品收入占比情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图35:洋河海之蓝收入变化情况 (单位: 百万元)



资料来源: 渠道调研, 民生证券研究院

图36:洋河天之蓝收入变化情况 (单位: 百万元)



资料来源: 渠道调研, 民生证券研究院

图37:洋河梦之蓝收入变化情况 (单位: 百万元)

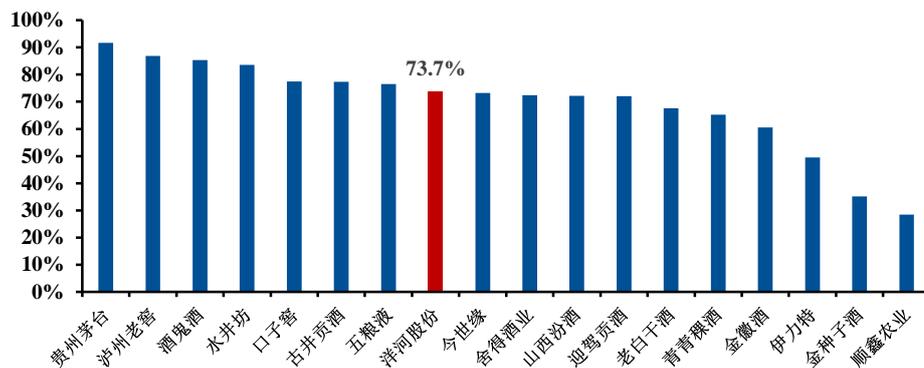


资料来源: 渠道调研, 民生证券研究院

(二) 经营端: 经销效率极高, 未来仍存看点

20Q1 洋河销售毛利率为 73.7%, 处于上市白酒企业中位, 与浓香高端酒企五粮液和省内竞争对手今世缘相近, 梦之蓝 M6+定价高于 M6, 在替换升级的过程中有望进一步提高整体毛利率, 同时 M6+在产品体系中起到引导消费的作用, 未来产品结构将进一步优化, 销售毛利率仍有进一步提升的空间。

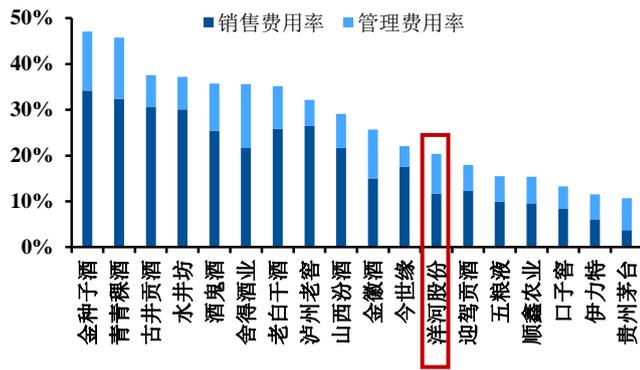
图38:20Q1 主要上市白酒企业销售毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

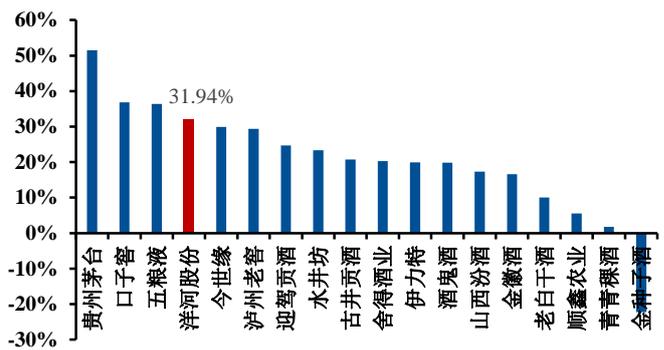
对比主要白酒上市公司 2019 年的期间费用率，洋河以 11.64% 的销售费用率和 8.7% 的管理费用率位居行业领先地位，仅高于品牌力极强的茅台与五粮液、主打低端白酒的顺鑫农业、由经销商承担市场费用的口子窖等企业，2019 年公司净利率为 31.94% 位居行业第四，展现了公司极为高效的经营效率，彰显龙头风范，目前公司改革处于尾声，未来随着渠道模式优化、市场运营效率提高，期间费用率仍有下降空间。

图39:2019年主要白酒上市公司费用率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图40:2019年主要白酒上市公司净利率

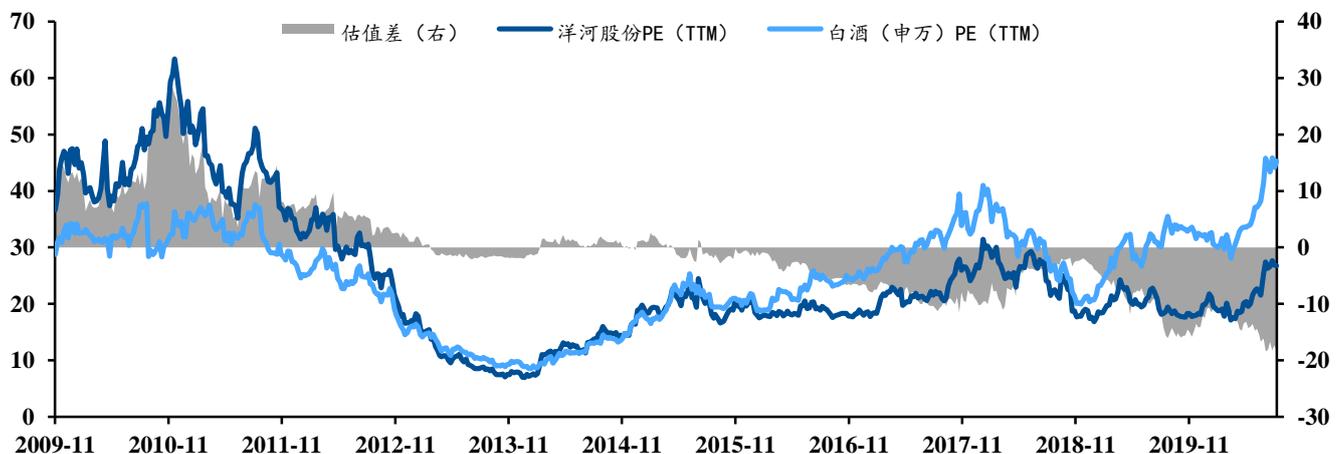


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 估值对比: 成长性为洋河估值核心, 静待转型后估值回升

对比洋河与白酒申万指数估值走势图可知, 洋河估值水平变化可分为三个阶段: 1) 09-12 年高增长期: 期间洋河估值远超板块平均水平, 其核心逻辑即市场看好洋河成长性, 洋河在财务端不断验证成长逻辑, 估值消化与新预期交替主导估值变化; 2) 行业调整期: 在行业调整期内, 洋河估值与行业平均水平相当, 市场并未对洋河未来发展过度悲观; 3) 估值压制时期: 16-17 年洋河营收增速相较早年“洋河速度”有所放缓, 横向对比其他酒企在调整期后的复苏, 洋河表现欠佳, 估值受到压制, 18 年公司经营状况好转但受宏观环境影响, 与板块估值差缩小但整体下行, 19 年公司着手改革弊端导致业绩受影响, 估值再次被压制。

图41:洋河股份与白酒(申万)指数的市盈率PE(TTM)历史走势



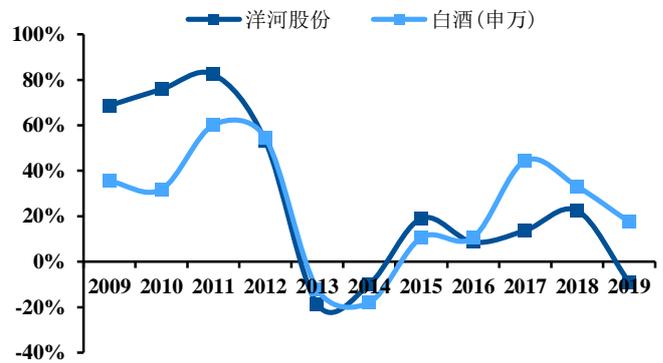
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图42:2009年以来洋河与白酒板块的营收增速对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

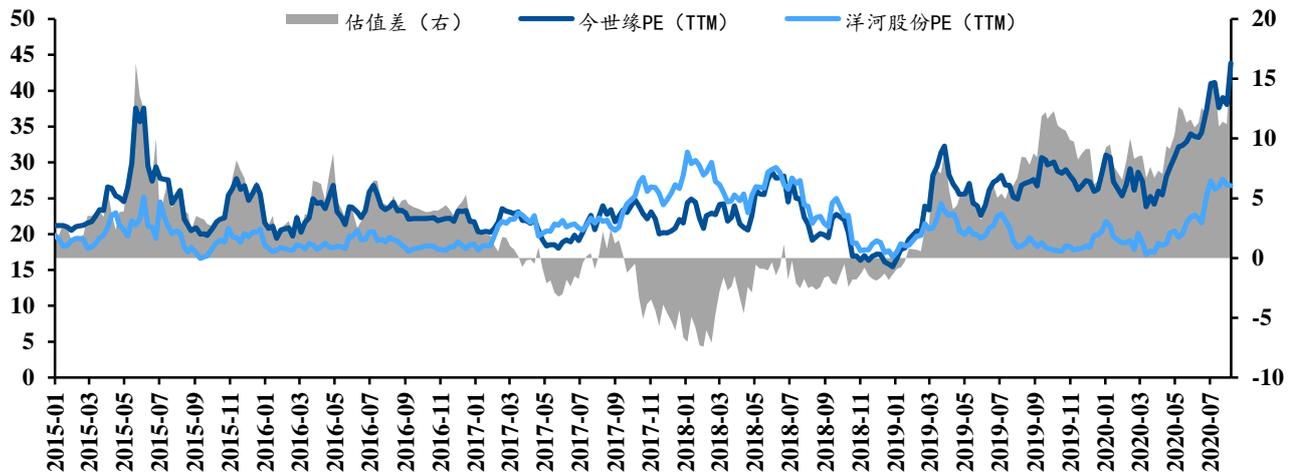
图43:2009年以来洋河与白酒板块的归母净利润增速对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

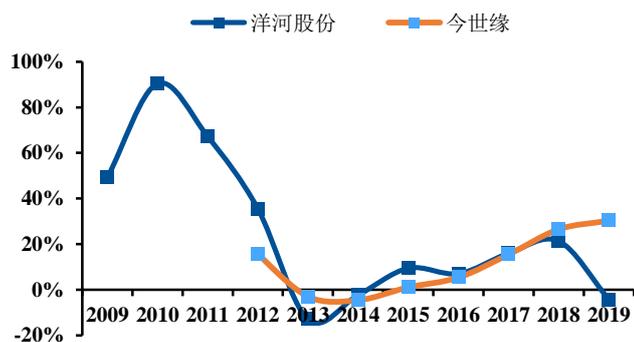
通过对比苏酒双龙头估值走势可见, 洋河成长性仍是主导其估值变化的主要因素。在 2015-2016 年间, 洋河由于自身增速较以往相差较大, 估值被业绩边际改善明显的今世缘所压制; 2017-2018 年洋河业绩呈现边际改善之时, 估值层面扭转为洋河压制今世缘; 2019 年洋河进入调整期后, 近年增长势头强劲的今世缘在估值大举压制洋河, 且估值差逐渐拉大。

图44:洋河股份与今世缘的市盈率 PE (TTM) 历史走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图45:2009年以来洋河与今世缘的营收增速对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图46:2009年以来洋河与今世缘的归母净利润增速对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

由此可见，洋河估值变化的核心逻辑仍是其成长性的变化，从早年的深耕省内带动业绩迅速增长，到当前省外增长、省内调整阶段，估值逻辑未曾改变，在成长前景明朗、业绩持续兑现的阶段，洋河享有超越板块平均和竞争对手的估值水平，但反之亦然。未来在产品端梦之蓝 M6+发力、渠道端新政实施重建厂商关系、市场端全国化持续推进的驱动下，洋河有望恢复成长性、实现估值修复。

四、盈利预测与估值

公司于 2019 年下半年进入调整期，控量挺价配合新政实施，尽管受疫情影响次高端白酒消费场景受阻，公司动销短期受阻，但我们仍看好公司 600 元价格带新品梦之蓝 M6+ 未来表现及各项改革举措落地后的成效，我们认为洋河将逐渐走出低谷并迎来新发展期。

表9: 营收拆分、未来收入及增速测算 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
收入情况				
整体收入	231	237	269	299
其中:	-	-	-	-
中高档白酒	203	209	241	271
蓝色经典系列	172	176	206	234
-梦之蓝	80	90	106	129
-天之蓝	39	35	41	44
-海之蓝	54	51	59	61
双沟	31	33	35	37
其他业务	28	28	28	28
收入增速				
整体收入		2.6%	13.3%	11.2%
其中:				
中高档白酒		2.9%	15.0%	12.6%
蓝色经典系列		2.4%	16.7%	13.7%
-梦之蓝		12.6%	18.0%	21.8%
-天之蓝		-8.5%	16.0%	6.0%
-海之蓝		-5.0%	15.0%	4.6%
双沟		6.0%	6.0%	6.0%
其他业务		0.3%	0.3%	-0.8%

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

预计 20-22 年公司实现营业收入 237.3/268.8/299 亿元, 同比+2.6%/13.3%/11.2%; 预计 20-22 年归属母公司净利润为 77.8/90.2/102.5 亿元, 同比+5.4%/15.9%/13.7%, 对应 EPS 为 5.16/5.98/6.80 元, 对应 PE 为 27/23/20 倍。公司估值水平低于白酒板块 2020 年 44 倍 PE (wind 一致预期, 算数平均法), 维持“推荐”评级。

图47: 洋河股份 PE-Band



资料来源: Wind, 民生证券研究院

五、风险提示

行业动销恢复不及预期、公司改革进度及效果不及预期、食品安全风险等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23,126	23,728	26,884	29,895
营业成本	6,626	6,644	7,393	8,072
营业税金及附加	3,201	3,494	3,840	4,336
销售费用	2,692	2,349	2,454	2,451
管理费用	1,856	1,789	2,093	2,291
研发费用	160	96	147	142
EBIT	8,590	9,356	10,956	12,603
财务费用	(78)	(32)	(46)	(48)
资产减值损失	(2)	1	2	(0)
投资收益	851	851	851	851
营业利润	9,762	10,334	11,951	13,600
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	9,771	10,343	11,960	13,609
所得税	2,385	2,562	2,941	3,358
净利润	7,386	7,781	9,020	10,251
归属于母公司净利润	7,383	7,779	9,016	10,247
EBITDA	9,367	10,052	11,617	13,207
资产负债表 (百万元)				
货币资金	4300	8128	10425	18381
应收账款及票据	675	468	658	661
预付款项	200	110	173	161
存货	14433	13757	17733	16584
其他流动资产	183	183	183	183
流动资产合计	37806	40679	47191	54016
长期股权投资	25	876	1726	2577
固定资产	7257	6760	6223	5707
无形资产	1747	1741	1695	1671
非流动资产合计	15649	20419	20140	19934
资产合计	53455	61098	67331	73949
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1331	1327	1480	1614
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	16537	16095	18292	19893
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	229	229	229	229
非流动负债合计	427	427	427	427
负债合计	16963	16522	18719	20320
股本	1507	1507	1507	1507
少数股东权益	(17)	(15)	(11)	(7)
股东权益合计	36492	44577	48612	53629
负债和股东权益合计	53455	61098	67331	73949

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-4.3%	2.6%	13.3%	11.2%
EBIT 增长率	-11.8%	8.9%	17.1%	15.0%
净利润增长率	-9.0%	5.4%	15.9%	13.7%
盈利能力				
毛利率	71.3%	72.0%	72.5%	73.0%
净利润率	31.9%	32.8%	33.5%	34.3%
总资产收益率 ROA	13.8%	12.7%	13.4%	13.9%
净资产收益率 ROE	20.2%	17.4%	18.5%	19.1%
偿债能力				
流动比率	2.3	2.5	2.6	2.7
速动比率	1.4	1.7	1.6	1.9
现金比率	1.3	1.6	1.6	1.8
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	0.2	0.1	0.2	0.1
存货周转天数	769.4	763.7	766.6	765.1
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	4.9	5.2	6.0	6.8
每股净资产	24.2	29.6	32.3	35.6
每股经营现金流	4.5	5.4	4.5	8.4
每股股利	3.0	3.2	3.3	3.5
估值分析				
PE	27.9	26.5	22.8	20.1
PB	5.6	4.6	4.2	3.8
EV/EBITDA	21.2	19.5	16.6	14.0
股息收益率	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	7,386	7,781	9,020	10,251
折旧和摊销	778	697	663	604
营运资金变动	(271)	511	(2,020)	2,733
经营活动现金流	6,779	8,131	6,803	12,728
资本开支	293	(444)	(478)	(461)
投资	(1,828)	0	0	0
投资活动现金流	(1,293)	444	478	461
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(0)	0	0	0
筹资活动现金流	(4,823)	(4,747)	(4,984)	(5,234)
现金净流量	663	3,828	2,297	7,956

插图目录

图 1: 1996-2002 年洋河产品品种 (单位: 个)	4
图 2: 1996-2002 年洋河单产品以平均收入 (单位: 万元)	4
图 3: 2002-2018 年国内生产总值增长情况 (单位: 万亿元)	5
图 4: 2002-2012 年社会固定资产投资情况 (单位: 百亿元)	5
图 5: 洋河“蓝色经典”系列产品发展历程	5
图 6: 2002-2012 年江苏与全国固定资产投资完成额增速	8
图 7: 2002-2012 年江苏餐饮业增长情况 (单位: 亿元)	8
图 8: 洋河“盘中盘”示意图	8
图 9: 2018 年江苏白酒市场规模位列全国第四 (单位: 亿元)	10
图 10: 新江苏市场数量 (单位: 个)	10
图 11: 2002 年洋河股份设立后股权结构	11
图 12: 洋河 06 年增资扩股后公司股权结构	12
图 13: 飞天茅台一批价的提升打开行业价格空间	13
图 14: 高端白酒茅五泸不断抬高出厂价	13
图 15: 渠道乐观预期催生高库存 (单位: 月)	13
图 16: 2011 年后中央三公消费中招待费负增长 (单位: 亿元)	13
图 17: 消费对 GDP 增长的贡献率日益提高 (单位: 万亿元)	14
图 18: 12 年后 GDP 中居民最终消费支出增速快于人均水平	14
图 19: 中国中收入阶层将迅速崛起	14
图 20: 2016 年茅台酒公务消费占比已降至 1%	14
图 21: 主要次高端产品	15
图 22: 2019 年次高端及准次高端产品格局	15
图 23: 12-20 年次高端行业规模及增速 (单位: 亿元)	15
图 24: 主要次高端产品价格布局	16
图 25: 洋河销售人员占总员工比逐年提高 (单位: 万人)	17
图 26: 洋河在行业调整期内营收回撤幅度相对较小	17
图 27: “一商为主, 多商为辅”的渠道模式	18
图 28: 洋河 2004-2012 年间保持高速增长 (单位: 亿元)	20
图 29: 主要酒企 2004-2012 年营收 CAGR	20
图 30: 洋河 2004-2012 年间保持高速增长 (单位: 亿元)	21
图 31: 洋河 2013 年后营收逐渐加速增长 (单位: 亿元)	21
图 32: 洋河省内外收入增速情况	21
图 33: 洋河省内外收入占比情况	21
图 34: 洋河各类产品收入占比情况	22
图 35: 洋河海之蓝收入变化情况 (单位: 百万元)	22
图 36: 洋河天之蓝收入变化情况 (单位: 百万元)	22
图 37: 洋河梦之蓝收入变化情况 (单位: 百万元)	22
图 38: 20Q1 主要上市白酒企业销售毛利率	22
图 39: 2019 年主要白酒上市公司费用率	23
图 40: 2019 年主要白酒上市公司净利率	23
图 41: 洋河股份与白酒 (申万) 指数的市盈率 PE (TTM) 历史走势	23
图 42: 2009 年以来洋河与白酒板块的营收增速对比	24
图 43: 2009 年以来洋河与白酒板块的归母净利润增速对比	24
图 44: 洋河股份与今世缘的市盈率 PE (TTM) 历史走势	24
图 45: 2009 年以来洋河与今世缘的营收增速对比	24
图 46: 2009 年以来洋河与今世缘的归母净利润增速对比	24
图 47: 洋河股份 PE-Band	26

表格目录

表 1: 洋河产品荣誉	3
表 2: 洋河股份旗下洋河、双沟品牌下的产品及价格	6
表 3: 洋河品牌价值稳居业内前三	6
表 4: “大商模式”与“1+1 厂商共建模式”对比	7
表 5: “4x3”模式核心内容	9
表 6: “5382”工程核心内容	9
表 7: “522”极致化工程核心内容	11
表 8: 2005-2012 年间主要酒企营收同比增速情况	20
表 9: 营收拆分、未来收入及增速测算 (百万元)	26
公司财务报表数据预测汇总	28

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。