

开启新周期

——洋河股份 (002304.SZ)

食品饮料/饮料制造

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

洋河股份为底蕴深厚的浓香名酒企业, 靠先于行业的机制、产品、营销的创新建立起强大的比较优势, 在 2018 年前获得高速增长, 成为次高端阵营中营收规模最大的酒企, 蓝色经典系列单品营收规模均在 40 亿元以上。

高速发展后现困境, 产品和渠道问题凸显

深度分销带来招商混乱、渠道利润低于竞品, 分销动力弱; 团购渠道和省内营销松懈, 省内市场被竞品蚕食; 主力产品海天 2019 年起出现下滑; 消费者品质认同度差, 忠诚度不高。

营销转型举措切中增长抓手

- 重建厂商关系, 建立“一商为主、多商配称”的经销商体系并配套进行费用投入、考核方式的改革。
- 海天和梦系列分离运作, 独立建设双沟销售公司。
- 树立主导突出的多品牌战略, M6+抢先布局 600 元以上价位带, 为整体产品上移打开空间。

增长拐点将至, 企业开启新周期

- 梦之蓝系列所在的次高端仍将受益于消费升级带来的强势扩容, 江苏价位带升级领先全国, 省内主流消费价格带已移至 300 元以上。
- 海天逐步企稳、省外仍是消费升级价位带, 洋河品牌和渠道基础扎实, 较竞品恢复和增长空间大。M3 提价控货为升级蓄势, 拉高海天升级空间。
- M6+抢先布局 600-800 元这一消费升级蓝海价位带, 竞争对手少、市场扩容空间大, 目前价格稳定、动销良好。
- 双沟品牌打造又一增长极, 主力市场江苏、河南发展迅猛。
- 随着调整完成及下半年企业业绩转正, 企业开启新周期。

投资建议: 洋河股份进入新生命周期, 产品和渠道营销改革开始落地, 下滑产品企稳、梦系列开始放量, 业绩底部已现, 预计 Q3 即将迎来同比增长。预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 226.77、254.84、281.16 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 80.16 亿元、88.94 亿元和 98.97 亿元, 每股收益分别为 5.32 元、5.90 元和 6.57 元, 对应 PE 分别为 23.5X、21.2X 和 19.0X, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 白酒政策与舆论风险、疫情反复影响消费场景、产品销售不及预期、营销转型不成功

财务指标预测

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 24,159.80 | 23,126.48 | 22,677.29 | 25,484.28 | 28,116.87 |
| 增长率 (%) | 21.30% | -4.28% | -1.94% | 12.38% | 10.33% |
| 归母净利润 (百万) | 8,115.19 | 7,382.82 | 8,016.25 | 8,894.43 | 9,897.04 |
| 增长率 (%) | 22.45% | -9.02% | 8.58% | 10.96% | 11.27% |
| 净资产收益率 (%) | 24.12% | 20.22% | 19.91% | 20.33% | 20.68% |
| 每股收益 (元) | 5.39 | 4.90 | 5.32 | 5.90 | 6.57 |
| PE | 23.21 | 25.51 | 23.50 | 21.18 | 19.03 |
| PB | 5.60 | 5.16 | 4.68 | 4.31 | 3.94 |

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

评级

买入 (首次)

2020 年 09 月 30 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2020.09.29

| | |
|----------------|------------------|
| 总市值/流通市值 (亿元) | 1,887.8/1,564.55 |
| 总股本 (万股) | 150,698.8 |
| 资产负债率 (%) | 20.3 |
| 每股净资产 (元) | 24.38 |
| 收盘价 (元) | 125.27 |
| 一年内最低价/最高价 (元) | 80.34/149.66 |

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

内容目录

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 1. 强大比较优势铸就辉煌过去 | 4 |
| 1.1 浓香名酒 底蕴深厚 | 4 |
| 1.2 比较优势突出 | 4 |
| 1.2.1 率先改制完成管理层激励 | 6 |
| 1.2.2 开创绵柔品质 向中高档结构升级 | 7 |
| 1.2.3 堪称一流的营销能力 | 9 |
| 1.2.4 产能及品质优势提升 | 12 |
| 2. 高速发展后现困境 | 13 |
| 2.1 渠道招商混乱 利润走低 | 14 |
| 2.2 省内大本营市场被蚕食 | 15 |
| 2.3 海天产品出现下滑 | 16 |
| 2.4 品牌与消费者未建立牢固的关系 | 17 |
| 3. 营销转型切中增长抓手 | 17 |
| 3.1 建立厂商一体化的经销商体系 | 17 |
| 3.1.1 渠道管理调整深度去库存 | 18 |
| 3.1.2 重新建立费用投放体系 | 18 |
| 3.2 营销组织与考核方式调整 | 18 |
| 3.2.1 梦之蓝与海天分离运作 | 18 |
| 3.2.2 双沟品牌独立销售公司成立 | 19 |
| 3.3 树立主导突出的多品牌战略 | 19 |
| 3.4 启动新一轮股权激励 | 20 |
| 4. 增长拐点将至 企业开启新周期 | 20 |
| 4.1 次高端是消费升级的优质赛道 | 20 |
| 4.1.1 次高端将在消费升级下持续扩容 | 20 |
| 4.1.2 江苏价位带升级领先全国 | 22 |
| 4.2 海天基本盘调整后增长 省外机会大 | 23 |
| 4.2.1 渠道利润恢复销售企稳 | 23 |
| 4.2.2 海天价位仍是省外消费升级价位带 | 23 |
| 4.3 聚焦梦之蓝成为新增长驱动力 | 25 |
| 4.3.1 梦之蓝市场大基础强 放量预期明确 | 25 |
| 4.3.2 M6+抢先布局 带动整体产品发展 | 28 |
| 4.4 双沟品牌打造又一增长极 | 29 |
| 4.5 企业进入新生命周期 | 29 |
| 4.6 财务分析：销售费用率低 营销施展空间大 | 29 |
| 5. 盈利预测 | 30 |

图表目录

| | |
|---|----------|
| 图 1： 洋河股份 2018 年后历年营收及净利润情况 | 5 |
| 图 2： 洋河股份比较优势分析 | 6 |
| 图 3： 截止 2020 年中股权结构 | 6 |
| 图 4： 04-12 年间营收获得快速增长（营收单位：亿元） | 7 |
| 图 5： 蓝色经典系列营收复合增长率（营收单位：亿元） | 7 |
| 图 6： 白酒销量（单位：吨） | 7 |
| 图 7： 销售吨价（单位：万元/吨） | 7 |

| | |
|--|----|
| 图 8: 蓝色经典内部营收结构变化 | 9 |
| 图 9: 新江苏市场数量 | 11 |
| 图 10: 省内外营收及增速 | 11 |
| 图 11: 省外占比逐步提升 | 11 |
| 图 12: 洋河销售人员数量 (单位: 个) | 12 |
| 图 13: 洋河股份近年营收增速落后主要竞争对手 | 13 |
| 图 14: 洋河股份 2015 年后渠道招商迅猛 | 14 |
| 图 15: 洋河与今世缘省内营收变化 | 16 |
| 图 16: 海之蓝营收下滑 | 17 |
| 图 17: 天之蓝营收下滑 | 17 |
| 图 18: 2019 年次高端酒企份额 | 21 |
| 图 19: 省外是海天产品主要销售市场 (截止 2019 年上半年) | 24 |
| 图 20: 河南市场各酒企销售收入 (单位: 亿元) | 25 |
| 图 21: 洋河在江苏省内市场占有率 | 25 |
| 图 22: 梦之蓝持续放量增长 (单位: 亿元) | 26 |
| 图 23: 江苏省 300 元以上产品结构占比高于全国平均水平 | 27 |
| 图 24: 300-600 元价位带市场份额分布 | 28 |
| 图 25: 销售毛利率和净利率保持较高水平 | 30 |
| 图 26: 净利率领先主要竞品 | 30 |
| 图 27: 销售费用率低于主要竞争对手 | 30 |
| 图 28: 期间费用率情况 | 30 |
| 图 29: 预收款 (合同负债) 保持稳定 (单位: 亿元) | 30 |
| 图 30: 营业税金及附加比率低于主要竞品企业 | 30 |
| | |
| 表 1: 洋河及双沟品牌所获荣誉 | 4 |
| 表 2: 洋河股份产品系列 | 8 |
| 表 3: 蓝色经典系列内部产品结构化举措 | 9 |
| 表 4: 洋河股份主要营销模式变化及举措 | 9 |
| 表 5: 1+1 模式下厂商职能分工 | 10 |
| 表 6: 新江苏市场建设方法 | 11 |
| 表 7: 技术力量行业领先 | 12 |
| 表 8: 比较优势在竞品追赶下逐渐弱化 | 13 |
| 表 9: 深度分销与传统大商的业务特点和利弊 | 14 |
| 表 10: 洋河股份近年提价动作频繁 | 15 |
| 表 11: 分离运作改革带来的变化 | 18 |
| 表 12: 梦系列产品品质特点 | 19 |
| 表 13: 次高端阵营营收变化 | 21 |
| 表 14: 次高端仍将为增速最快阵营 | 22 |
| 表 15: 江苏省白酒市场规模空间大 | 22 |
| 表 16: 江苏省内消费主流价位领先全国 | 22 |
| 表 17: 江苏 100-300 元市场洋河基础扎实 | 23 |
| 表 18: 各省份白酒消费主流价位带 | 24 |
| 表 19: 梦系列各价位带卡位清晰 | 26 |
| 表 20: 江苏白酒 300 元以上价格带市场规模约 200 亿元, 占比约 50% | 27 |
| 表 21: 可比公司估值: 洋河股份低于平均水平 (数据截止 9 月 29 日) | 32 |
| 表 22: 公司盈利预测表 | 33 |

1. 强大比较优势铸就辉煌过去

1.1 浓香名酒 底蕴深厚

历史悠久、品牌底蕴深厚。公司前身为江苏洋河酒厂始建于1949年7月，原名淮海贸易公司三分公司洋河槽坊，后改称苏北淮阴区酒类专卖事业公司洋河制酒厂，历经多次更名，2002年改制成立江苏洋河酒厂股份有限公司，2006年管理层参与完成第二次改制、2009年A股上市。

洋河股份拥有洋河、双沟两大“中国名酒”和这两个“中华老字号”。洋河大曲、双沟大曲在各级名酒评选会上屡获佳绩，奠定了“甜、绵、软、净、香”的独特风格。

湿地区出好酒、浓香优势明显。公司坐拥“三河两湖一湿地”，所在地宿迁与法国干邑白兰地产区、英国苏格兰威士忌产区并称“世界三大湿地名酒产区”。下辖洋河、双沟、泗阳三大酿酒基地。

- ◆ 洋河酿酒起源于隋唐、隆盛于明清，曾入选清朝皇室贡酒，素有“福泉酒海清香美，味占江南第一家”的美誉；双沟因“下草湾人”、“醉猿化石”的发现，被誉为“中国最具天然酿酒环境与自然酒起源的地方”；泗阳酿酒源于秦汉时期的泗水古国，曾为大汉贡酒。
- ◆ 洋河与中食发酵、宜宾五粮液集团有限公司共同起草了浓香白酒国家技术标准 GB/T10781.1-2006《浓香型白酒》。

表1：洋河及双沟品牌所获荣誉

| 时间 | 名酒评比 | 公司获得荣誉 |
|-------|-----------------|--|
| 1910年 | 南洋劝业会 | 双沟大曲获得第一名酒称号 |
| 1915年 | 巴拿马万国博览会 | 洋河大曲获金质奖章 |
| 1955年 | 第一届全国酿酒工 作会议 | 双沟大曲获得甲等佳酒第一名 |
| 1979年 | 第三届全国评酒会 | 洋河大曲位列国家白酒类八大名酒 39度双沟特液开创中国低度白酒研发先河，荣获金质奖 |
| 1984年 | 第四届全国评酒会 | 洋河大曲获得国家名酒称号 |
| 1989年 | 第五届全国评酒会 | 洋河大曲蝉联国家名酒称号 |

资料来源：公司官网、招股说明书、申港证券研究所

1.2 比较优势突出

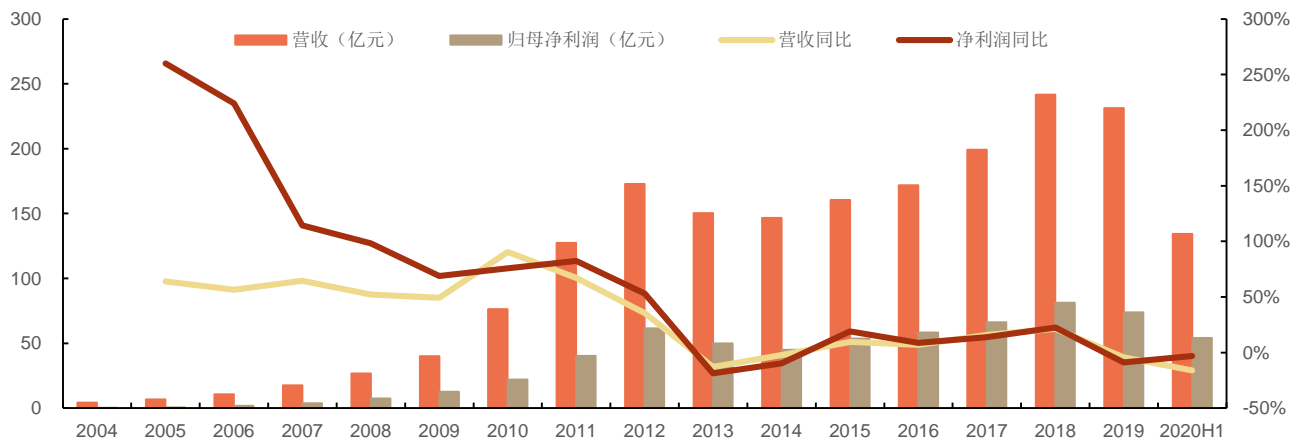
历经辉煌的快速发展期，次高端阵营优秀公司典范。白酒黄金十年，公司开启高速增长，营收进入白酒行业前三名。2018年后渠道和产品结构性障碍出现，进入调整期。

- ◆ 2003开始的白酒行业黄金十年期间，公司凭借机制、营销、产品优势，获得

远超行业的快速发展，规模迅速突破两百亿元。从一家地方酒厂迅速进入行业前三，经营能力和品牌知名度显著提升。

- ◆ 2013年开始的白酒行业调整阶段，洋河凭借产品结构优势以及行业领先的渠道深耕和全国化布局优势，同时将部分压力转移到渠道，业绩下滑程度小于行业其他酒企。
- ◆ 2015-2018年行业复苏期间，受制于产品、渠道上多年积累的结构性障碍，业绩增速放缓，至2019年洋河股份营收同比出现下滑，落后于次高端阵营其他酒企。
- ◆ 2019年下半年以来进入营销转型调整时期，原蓝色经典品牌公司创业元老、销售公司副董事长刘化霜总全面主管公司营销工作，刘总上任后推行了一商为主、多商配称的经销体系等一系列营销改革。调整营销组织，优化经销商队伍、改善费用投入和考核原则。同时，产品端调整策略，建立以梦之蓝为引领的次高端产品结构，推出主力产品M6+、布局蓝海价格带，带动整体产品结构上移。加大对海天下滑产品的调整和投入，营收逐步改善。

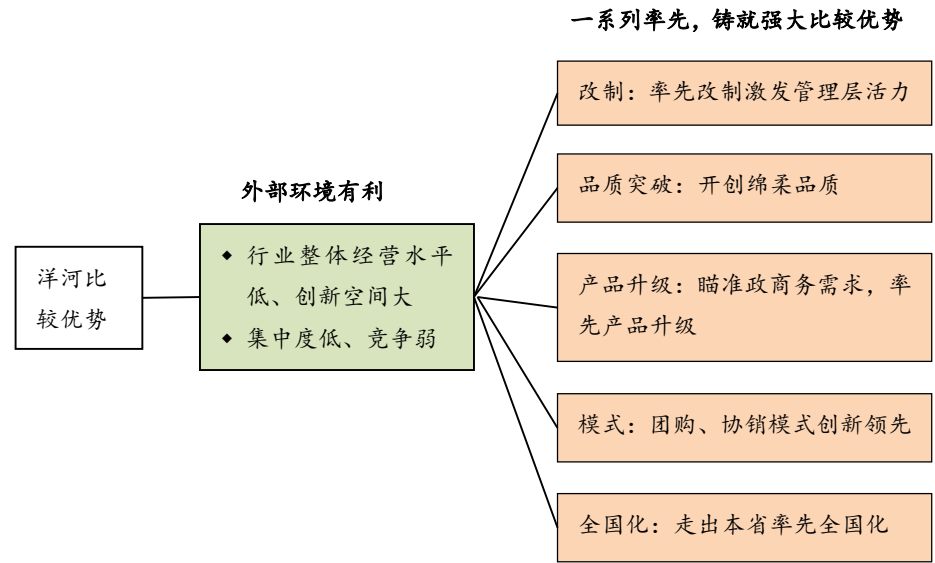
图1：洋河股份 2018 年后历年营收及净利润情况



资料来源：公司年报、申港证券研究所

看过去：行业外部环境有利，创新为企业铸就强大比较优势。在洋河快速发展的起步时期，白酒行业整体经营水平偏低，在产品、渠道、营销模式上创新空间大。同时，行业集中度低、规模以上企业数量超过1000家，竞争强度低，洋河凭借一系列率先的举措，建立起强大的比较优势，获得了显著高于行业的经营水平和业绩表现。

图2: 洋河股份比较优势分析



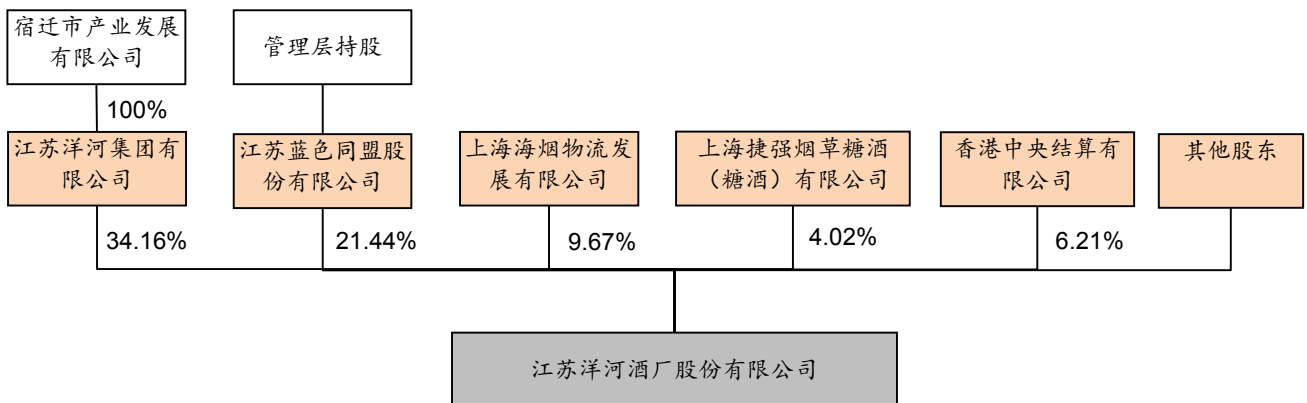
资料来源: 申港证券研究所

1.2.1 率先改制完成管理层激励

公司前身是 1949 年在洋河镇北滩酿酒槽坊等几家私营酒坊的基础上组建的淮海贸易三分公司洋河槽坊, 后又经多次更名改制。

- 2002年12月, 由洋河集团作为主要发起人, 联合上海海烟、综艺投资、上海捷强、江苏高投、中食发酵、南通盛福等6家法人和杨廷栋、张雨柏等14位自然人, 以发起设立方式, 设立江苏洋河酒厂股份有限公司, 洋河集团、外部投资者、管理层分别持股51.1%、40.5%、8.4%。
- 2006年洋河集团向公司管理人员投资组成的蓝天贸易和蓝海贸易增资扩股, 洋河集团、经销商等、管理层分别持股38.6%、30.6%、30.8%。截至2020H1, 洋河集团、管理层(蓝天、蓝海贸易于2016年合并为江苏蓝色同盟股份有限公司)分别持股34.2%、21.4%, 其中管理层持股公司蓝色同盟中自然人股东合计125人。

图3: 截止2020年中股权结构



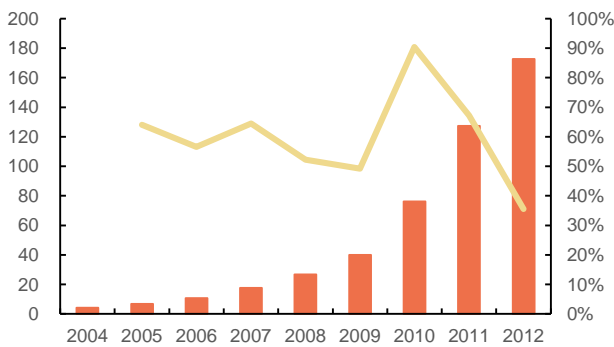
资料来源: wind、申港证券研究所

1.2.2 开创绵柔品质 向中高档结构升级

开创绵柔品质，产品脱颖而出。2003 年，公司推出蓝色经典系列产品，区别于白酒行业传统的“以香定型”，提出“以味定型”的产品分类，根据消费者体验定义顾客价值、开创绵柔型白酒质量新风格，并成为绵柔白酒的代表。此后数年间绵柔品质和品牌诉求，成为白酒行业争相模仿的对象。2008 年，“绵柔型”作为白酒的特有类型被写入国家标准。公司被誉为“绵柔鼻祖”。

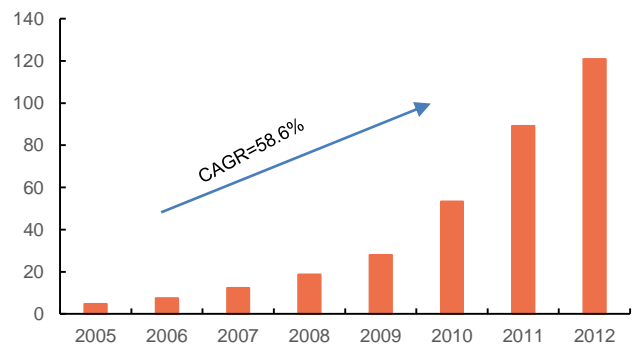
迎合了世纪初政商务对中高档产品快速增长的需求。公司推出定位中高端的蓝色经典系列，抓住了这一升级趋势，2005-2012 年公司以蓝色经典为主的中高档酒复合增长率接近 60%。

图4：04-12 年间营收获得快速增长（营收单位：亿元）



资料来源：公司年报、申港证券研究所

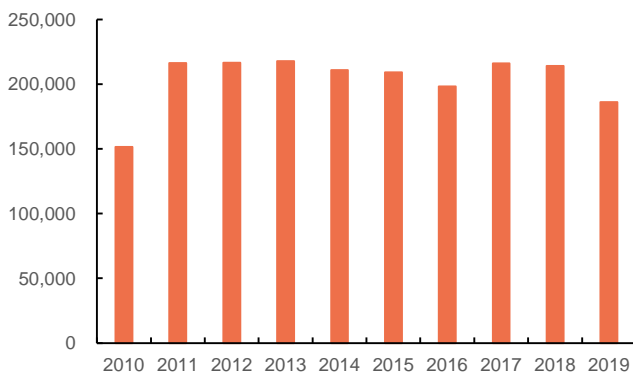
图5：蓝色经典系列营收复合增长率（营收单位：亿元）



资料来源：公司公告、申港证券研究所

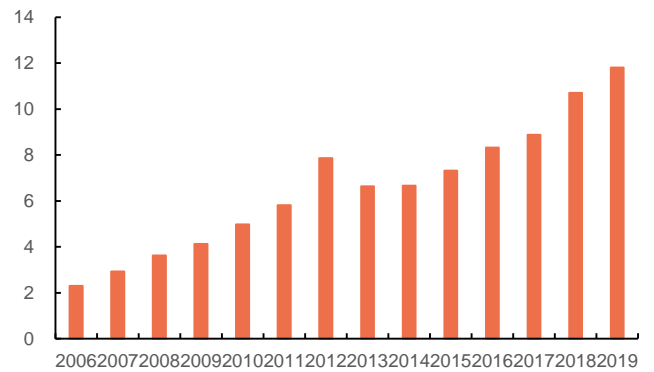
产品销售获得量价齐升。2011 年开始，年销售量突破 20 万吨，得益于蓝色经典产品占比的提高和内部升级，吨酒价持续保持大幅提升。

图6：白酒销量（单位：吨）



资料来源：公司年报、申港证券研究所

图7：销售吨价（单位：万元/吨）



资料来源：公司年报、申港证券研究所

产品系列化，蓝色经典海天梦接力升级，打开成长空间。2003 年，蓝色经典海之蓝推出，将终端定价在 128 元，抓住口子窖 100 元左右及五粮春 158 元间的价格空隙。集中资源对其进行品牌推广，最终完成与五粮春等名酒系列酒及口子窖等地产龙头酒的竞争，实现海之蓝在该价位上的深度突破，成为全国范围内的大单品，建

立了洋河的品牌根基。

洋河早期作为地方酒企，在蓝色经典产品推出后，在央视和省级电视台等投入资源进行广告投放，其产品形象和知名度快速提高，成为流行产品。

2008年，天之蓝成为主力推广重心，与以水晶剑等全国次高端名酒展开竞争。经过几年市场抢夺公司实现了全国范围内300元价位的突破。

2012年，在次高端消费逐步成熟、洋河渠道基础提升后，公司推广重心上移到梦之蓝，但受到2012年下半年开始的白酒行业调整下行的影响，公司在2013年将推广重心重新回到海、天。海之蓝和天之蓝的成功使公司渠道和经销商基础稳固，为梦之蓝后续发展创造了条件。

表2：洋河股份产品系列

| 品牌 | 系列 | 产品 | 档次 | |
|-------|----------|--------------|----------|-----|
| 洋河 | 蓝色经典系列 | 梦之蓝手工班 | 高端 | |
| | | 梦9 | 高端 | |
| | | 梦6+ | 次高端 | |
| | | 梦3 | 次高端 | |
| | | 梦1 | 次高端 | |
| | | 天之蓝 | 次高端 | |
| | | 海之蓝 | 中档 | |
| | 洋河大曲系列 | 洋河蓝优 | 大众酒 | |
| | | 洋河窖龄30、60、90 | 大众酒 | |
| | | 青瓷、蓝瓷 | 大众酒 | |
| | | 新天蓝 | 大众酒 | |
| | | 洋河老字号 | 紫坛、金坛、红坛 | 大众酒 |
| | | | 特曲、头曲、优曲 | 大众酒 |
| | | 微分子系列 | 微客 | 次高端 |
| 大V、小V | 次高端 | | | |
| 洋河无忌 | 次高端 | | | |
| 敦煌系列 | 金、绿、敦煌特曲 | 大众酒 | | |
| 双沟 | 绵柔苏酒 | 苏酒头排酒 | 高端 | |
| | | 绿苏 | 高端 | |
| | 生态苏酒 | 地锦 | 次高端 | |
| | 苏酒 | 普苏 | 中档 | |
| | 双沟珍宝坊 | 帝坊 | 次高端 | |
| | | 圣坊/君坊 | 中档 | |
| | 柔和双沟 | 金/银/红精品 | 大众酒 | |
| | 双沟大曲 | 大青花/小青花 | 中档 | |

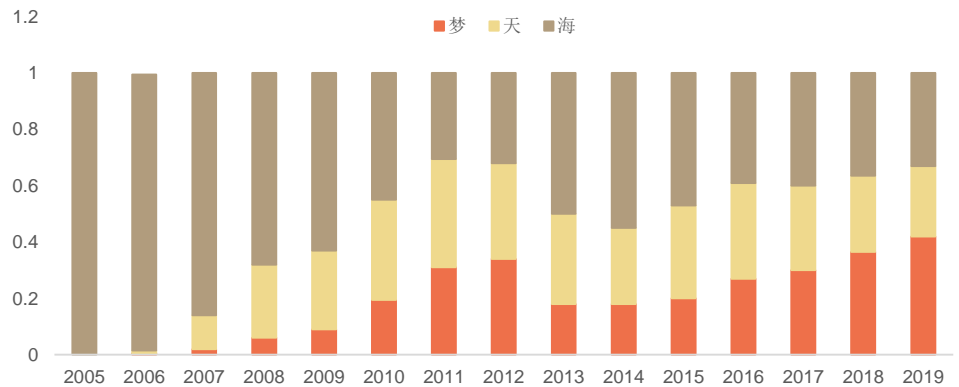
资料来源：公司官网、申港证券研究所

表3: 蓝色经典系列内部产品结构化举措

| 时间 | 蓝色经典内部产品结构化举措 |
|------|------------------------|
| 2003 | 由海之蓝、天之蓝组成的“蓝色经典”系列面市 |
| 2006 | 梦之蓝面市丰富产品结构 |
| 2009 | 梦之蓝内部进一步延伸分化为 M3、M6、M9 |
| 2015 | 梦之蓝网络专供产品 M1 上市 |
| 2017 | 梦之蓝手工班面市布局高端 |
| 2019 | M6 升级 M6+强化次高端 |

资料来源: 酒媒、公司公告、申港证券研究所

图8: 蓝色经典内部营收结构变化



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

1.2.3 堪称一流的营销能力

洋河营销创新能力突出, 在业内首创了 1+1 深度协调模式、消费者盘中盘、4X3 后终端模式, 在不同的阶段提出 5382、天网工程、板块化建设、522 极致化等营销方法论, 领先于行业对市场精耕细作。

表4: 洋河股份主要营销模式变化及举措

| 时间 | 主要营销模式变化及举措 |
|--------|--|
| 2003 | 效仿口子窖的酒店盘中盘模式 1+1 深度协销模式, 建设开拓市场中与经销商的分工 |
| 2005 年 | 4X3 后终端模式提出, 盘中盘延伸成为消费者盘中盘 |
| 2006 年 | 开始推进全国化, 拓展河南、安徽、山东、北京等市场 |
| 2008 年 | 提出全国化目标 |
| 2011 年 | 在南京和无锡试点“天网工程” 提出 5382 工程用以指导团购工作 |
| 2012 年 | 新江苏市场建设 实现初步全国化, 空白市场大幅减少 |
| 2013 年 | 板块化建设, 省外建设新江苏市场。将省外销售超过 800 万元的县和超过 1500 万元的市确定为“新江苏市场” |

| 时间 | 主要营销模式变化及举措 |
|--------|--|
| 2014 年 | 提出打造 522 极致化工程 |
| 2015 年 | 全国市场实行深度分销，力图掌控终端 实现深度全国化，河南等重点省份超 10 亿，3 到 5 亿市场提升 |
| 2019 年 | 一商为主、多商配称的经销商政策 |

资料来源：公司公告、申港证券研究所

提出 1+1 深度协销模式。蓝色经典推出之初，洋河为适应市场环境，调整与经销商的分工，提出 1+1 深度协销模式：厂家负责动销，经销商负责物流与资金流。厂家承担市场开拓和销售环节的风险、推广品牌的全责，如选择目标酒店渠道，承担开发目标渠道成本，承担推销人员的工资和各项客情费用，并承担所有广告促销费用。

经销商的风险最小化，极大地调动了经销商的积极性。厂家对市场操作和终端控制方面牢牢把握住主动权，甚至如发现经销商配合不力的情况，随时更换经销商对市场拓展也无影响。

表5：1+1 模式下厂商职能分工

| | 厂家 | 经销商 |
|------|--------------|-------------------|
| 职能分工 | 1、市场调研 | 1、购买产品并现款结算 |
| | 2、推广方案 | 2、仓储配送 |
| | 3、招商及经销商管理 | 3、与终端结算货款 |
| | 4、广告、促销活动实施 | 4、协助厂家开发网点 |
| | 5、组组开发网点 | 5、协助厂家执行价格体系和渠道管理 |
| | 6、促销人员的招聘与培训 | |
| | 7、价格与市场秩序管理 | |

资料来源：申港证券研究所

在 1+1 模式基础上，提出终端拦截的 4X3 模式。将营销重点由渠道和终端进一步下延至消费者环节，通过直接服务于每个消费者个体实现真正意义上的终端拦截。这一理念，迅速摆脱了“终端恶性竞争”造成的白酒业界混战，通过创新取得了营销端的品牌壁垒。

板块化建设助力深度全国化。2013 年，公司提出打造“新江苏市场”的目标，将省外销售超过 800 万元的县和超过 1500 万元的市确定为“新江苏市场”，打造板块化，用板块市场驱动和引领更大样板市场，由点成线、线成面、面成势的省外市场发展路径。截至 2019 年，公司在全国共形成 570 个新江苏市场，占省外销售营收比重 70% 以上。

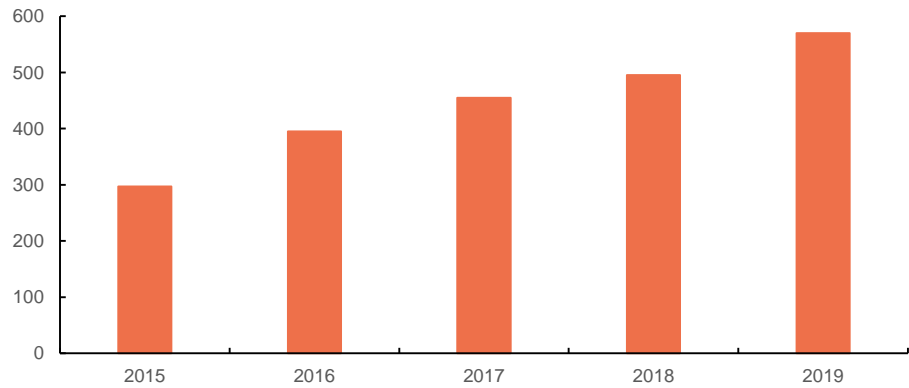
2015 年开始，省外营收增速超过省内，省外占比逐步提高，到 2019 年省外占比超过省内，达到 52.4%。

表6: 新江苏市场建设方法

| 维度 | 建设规划 |
|------|--|
| 选择标准 | 地级市市区销量 1500 万以上，县级市场 800 万以上。自主申请，市区低于 1 千万、县级低于 6 百万退出 |
| 目标设置 | 在常规预算目标基础上，设置拔高指标，高出 10%-40%。自主选择增幅 |
| 考核 | 加大高端产品考核比重、鼓励升级 |
| 策略 | 抢占核心终端、竞品挤压策略、陈列排他性、在所有渠道全面争第一 |
| 日常管理 | 强化组织、掌控市场。细化管理职能，分渠道组建专门队伍，负责网点的客情拜访、发货铺货、信息收集、秩序维护等基础市场工作；设立团购部、商超部、酒店部等专门部门；下沉乡镇，把乡镇当县城做 |

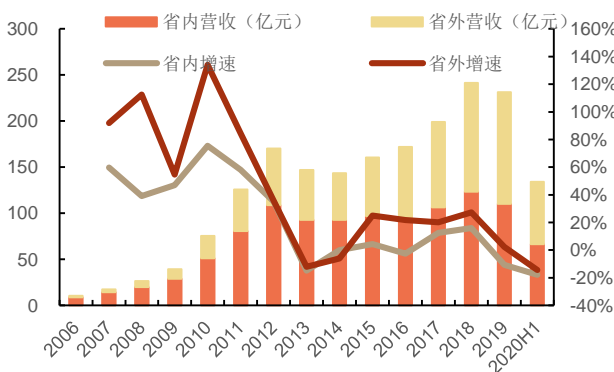
资料来源：申港证券研究所

图9: 新江苏市场数量



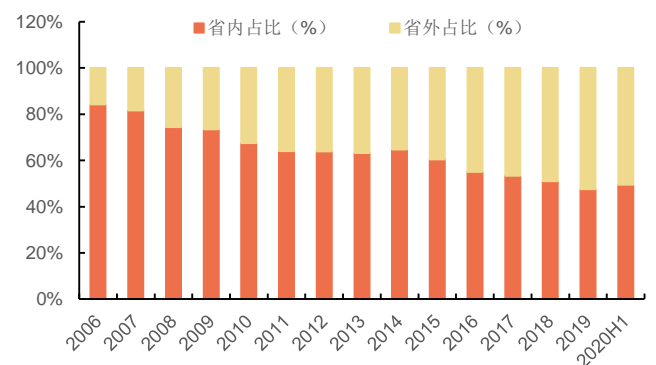
资料来源：公司公告、申港证券研究所

图10: 省内外营收及增速



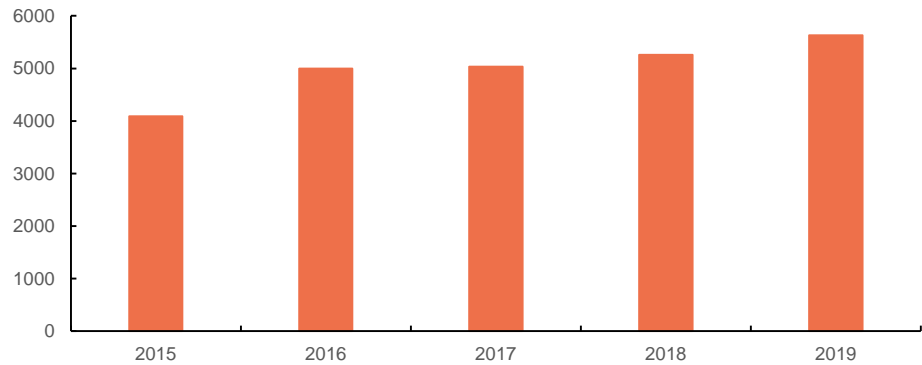
资料来源：公司年报、申港证券研究所

图11: 省外占比逐步提升



资料来源：公司年报、申港证券研究所

建成白酒行业最强大的营销网络。网络中拥有近 6 千名厂家营销人员、1 万多家经销商、6 万多代理商业务员及促销员，同时营销网点遍布了全国 33 个省市自治区、333 个地级市和 2582 个县区，直接合作的终端网点超过 200 万家。

图12：洋河销售人员数量（单位：个）


资料来源：公司年报、申港证券研究所

数字化和用户经营上领先行业。公司是白酒行业最早一批应用互联网思维和工具进行业务经营的公司。洋河1号、瓶身扫码等领先全行业，其中洋河瓶身扫码成为微信早期在快消品扫码上示范应用。

2013年10月，洋河京东和天猫旗舰店上线。2014年4月，洋河1号移动端购酒平台实现江苏省内市场落地，实现O2O模式。2015年11月，洋河1号完成在全国102个市场的布局。2016年5月，F2R模式的宅优购项目落地。

1.2.4 产能及品质优势提升

2013年公司技改扩建结束后，公司酿酒产能规模已全行业领先。目前公司原酒规划产能20万吨，年产能16万吨；储酒能力达100万吨，目前原酒储量达到70万吨左右。

优级酒产能突出、高端产能约1.4万吨。年产能中能用于梦九的约5%左右，用于梦之蓝手工班的约2%左右，足以支撑未来很长时间梦之蓝高质量增长需求。

表7：技术力量行业领先

| 序号 | 研发资源 | 具体情况 |
|---------------|------|-----------------------|
| 1 | 研发平台 | 博士后技术创新中心 |
| | | 博士后科研工作站 |
| | | 省级技术中心 |
| | | 江苏省酿酒工程技术研究中心 |
| | | 江苏省（洋河）生物酿酒技术研究院 |
| | | 陈坚院士工作站 |
| | | 中国轻工业白酒微生物酿造工程技术研究中心 |
| | | 中国轻工业生物酿造群体微生物代谢重点实验室 |
| | | 中国白酒健康工程技术研究中心 |
| | | 2 |
| 2名国家评委专家组核心成员 | | |
| 69名省级品酒委员 | | |
| 1861名技术类人员 | | |

| 序号 | 研发资源 | 具体情况 |
|----|------|--|
| 3 | 取得荣誉 | 连续三年蝉联全国专业品酒师大赛冠军 浓香白酒国家技术标准起草单位 |
| 4 | 技术实力 | 已掌握和拥有“绵柔型白酒的生产方法”、“微分子酒生产方法”、“功能性健康白酒生产方法”等重大、核心和关键技术的科技创新成果 16 项，拥有国家发明专利、实用新型专利和外观专利数量总和累计达到 120 余项 |

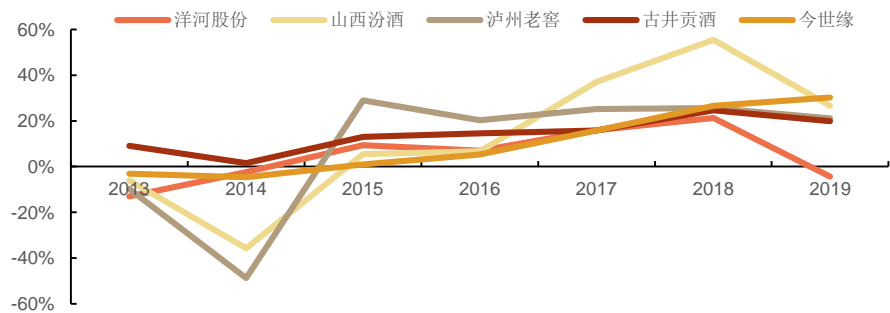
资料来源：公司官网、申港证券研究所

2. 高速发展后现困境

洋河从 2016 年开始出现业绩增速放缓、渠道问题逐步积累，主要表现在：渠道切分招商导致经销商利益受损；产品提价频繁导致渠道利润减少；海天的投入减少，开始出现下滑；渠道压货导致窜货、市场秩序混乱等方面。

随着行业整体经营水平的提升，洋河曾经的比较优势，也在竞争对手的追赶下逐步弱化。

图13：洋河股份近年营收增速落后主要竞争对手



资料来源：wind、申港证券研究所

表8：比较优势在竞品追赶下逐渐弱化

| 以往比较优势 | 弱化情况 |
|----------------|--|
| 1 管理团队率先完成股权激励 | 各酒企人员待遇普遍提高，汾酒、剑南春等推行管理层持股 |
| 2 产品率先升级、时尚化 | 名酒系列产品下移、地产酒高端化，产品差异化变弱 |
| 3 产品系列化、价位带上移 | 次高端汾酒、水井坊、古井产品均系列化，发展中高端 |
| 4 渠道网络健全 | 高端龙头及次高端竞品均重视渠道建设，五粮液、泸州老窖等渠道建设极大提升，汾酒、古井、郎酒大力拓展省外市场 |
| 5 营销模式新 | 团购、消费者盘中盘、深度分销等已成为行业营销基础动作 |
| 6 深度分销、终端掌控力强 | 古井等企业在渠道精细化运作上甚至超过洋河 |
| 7 省内政商关系好 | 团购渠道被今世缘等蚕食 |
| 8 费用投入 | 洋河费用投入缩减，销售费用率低于主要竞品 |

资料来源：申港证券研究所

2.1 渠道招商混乱 利润走低

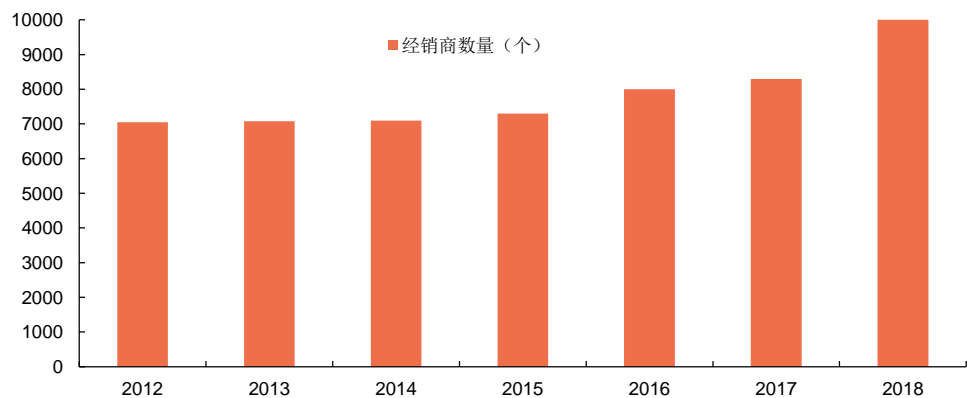
深度分销、渠道切分招商导致经销商利益受损，矛盾积累。洋河近年在品牌力和渠道掌控能力提升后，开始进行切分招商，将原有经销商的经营区域再切分品牌、渠道进行招商，触动经销商利益。且随着产品价格体系透明，利润变薄，经销商矛盾积累。

表9：深度分销与传统大商的业务特点和利弊

| | 深度分销 | 传统大经销商制 |
|-------|---|------------------------|
| 分销深度 | 厂家自建或指导经销商团队巡店拜访、掌控终端并进行销售和回款，扁平化、分销深度高 | 交由大商自己团队运作，分销深度低 |
| 经销商状况 | 区域内可切分多家经销商 | 区域内一般只有 1 家大经销商 |
| 渠道结构 | 通常由经销商直达终端 | 设置二批商 |
| 市场管理 | 市场管理精细化 | 以出货为主，市场管理粗放 |
| 费用投放 | 厂家掌控投放方向和力度，经销商通常无法套费用 | 给整体费用，经销商可自主决定投放 |
| 优势 | 厂家主动性强，渠道掌控力大，对市场变化感知更快 经销商运作市场压力小 | 经销商积极性高，容易商量，厂家营销工作强度低 |
| 劣势 | 经销商动力不足、任务压力大后容易窜货导致利润更低 | 厂家受大商制约，对市场感知不直接 |

资料来源：申港证券研究所

图14：洋河股份 2015 年后渠道招商迅猛



资料来源：公司公告、申港证券研究所

销量的刚性考核导致新招商质量不高，动销困难。厂家刚性考核销量，业务团队招商意愿强烈，且多以团购商为主，招商门槛降低导致大量缺乏渠道资源和动销能力的团购经销商与传统渠道商共同经营市场，在厂家不断给渠道压力、提高任务和压货的情况下，窜货严重。

导入蓝色同盟产品，渠道资源被占用。按照品类平台化的思路，公司在白酒渠道导入亚麻油、红酒、酵素饮料等作为捆绑销售或促销品，导致白酒渠道资源被占用。

厂家提价频繁，渠道利润走低。2016 年开始，在茅台、五粮液等名酒价格走高带动下，酒企提价频繁。尤其是 2018 年后，在终端售价难以同步提升的情况下，渠道利润不断走低。

表10：洋河股份近年提价动作频繁

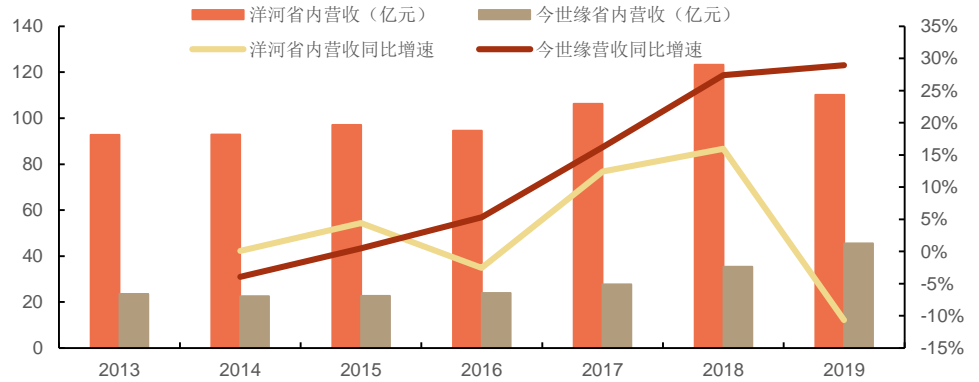
| 时间 | 提价措施 |
|-------------|---|
| 2017 年 2 月 | 海之蓝/天之蓝/梦 3/梦 6/梦 9 每瓶分别上调 2 元/3 元/10 元/20 元/30 元 |
| 2017 年 12 月 | 梦 3/梦 6 减少费用每瓶上调 5/10 元 |
| 2018 年 2 月 | 海、天供价每瓶分别提价 4 元、6 元；M3、M6、M9 商超渠道每瓶分别上调 20 元、40 元、60 元；团购渠道分别上涨 15 元、30 元、60 元；烟酒店渠道上涨 15 元、30 元、60 元 |
| 2018 年 6 月 | 海之蓝出厂价上涨 4 元/瓶，终端供价上涨 60 元/箱；天之蓝出厂价上涨 6 元/瓶，终端供价上涨 100 元/箱 |
| 2018 年 8 月 | 海之蓝、天之蓝计划外分别提高 3 元/瓶、5 元/瓶；君坊计划外提高 3 元/瓶；M3、M6 提高 10、20 元/瓶；M9 提高 100-200 元/瓶 |
| 2018 年 10 月 | 海、天终端供货指导价每瓶提价 10 元、15 元；M3、M6 和 M9 每瓶提价 30 元、50 元和 200 元；君坊每瓶提价 5 元左右 |
| 2019 年 1 月 | 梦之蓝戊戌年生肖酒提价 10% |
| 2019 年 5 月 | 海之蓝、天之蓝、梦之蓝、双沟、珍宝坊的供货指导价提价，最高上涨幅度超 20% |
| 2019/5/28 | 洋梦之蓝手工班零售价上调至 2099 元/瓶 |
| 2019/12/6 | 2019 版 52 度梦之蓝手工班结算价在原价格的基础上上调 100 元/瓶，团购指导价最低上调 200 元/瓶。 |
| 2020 年 9 月 | M3 终端供价价涨 20 元/瓶，终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度） |

资料来源：酒媒、申港证券研究所

2.2 省内大本营市场被蚕食

随着洋河精力转向渠道深度分销、放松到团购渠道的提升，培养河南等省外市场，本省竞品今世缘市场占有率不断提升。另外，华东市场是全国化名酒的重点市场、竞争激烈，水井坊、郎酒等酒企在江苏市场投入人员和资源较多，洋河在江苏大本营市场份额被蚕食。

图15: 洋河与今世缘省内营收变化



资料来源: 公司年报、申港证券研究所

省内市场受竞品挤压明显。洋河股份是江苏省内的龙头酒企，市场份额为30-35%。近两年，洋河将重心移至省外市场，省内收入占比逐年降低，2019年，公司省内及省外的收入增速分别为-10.7%、2.4%。

洋河阶段性重视深度分销，竞品挤占团购渠道。2013至15年为行业调整期，洋河收入占比排序是海、天、梦，深度分销模式使得中低档产品在调整期规模迅速增长。洋河因此放松了对团购渠道及政商务意见领袖的培育。本轮白酒周期，江苏省内升级明显，深度分销模式不适应次高端白酒的发展，而以团购起家的今世缘借助优势渠道强势崛起。今世缘目前价格体系不透明、渠道利差高于洋河、渠道推力足。

对省外资源倾斜，留给省内竞品发展空间。近两年，公司集中资源和人力向新江苏市场倾斜，对省内市场放松警惕，在消费者动销环节，导致产品开瓶率低。2015年至2019年洋河省内的复合增速为3.3%，省外的复合增速为17.5%。而竞品今世缘2015至2019年省内复合增速为19.1%。

2.3 海天产品出现下滑

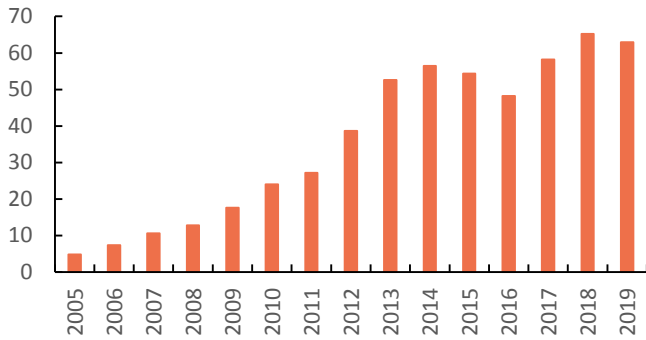
2018年海天产品以“更多陈年酒、更高绵柔度”为价值点，更新海之蓝、天之蓝，意图通过产品换代实现提价，但海天价位带竞争激烈、消费者对提价敏感，产品切换不顺利导致库存高企。洋河海之蓝、天之蓝、梦之蓝各系列产品批价下行，渠道利润收缩，海之蓝渠道微利，天之蓝渠道利润率约5%，相较省内竞品今世缘10%+的渠道利润处于较低水平。

海之蓝省内投入低，渠道销售意愿低，竞争强度大致下滑。江苏消费水平高于全国，随着省内主流价位段逐步过渡到300元以上，海之蓝省内增速放缓。海之蓝省内占比低于公司整体平均水平，2019H1海之蓝的省内、省外占比约为40%和60%。海之蓝老产品价格透明后渠道利润薄，2019年新版切换后，终端提价困难、渠道投入少，经销商出货意愿低，省内出现较大幅度下滑。

天之蓝省外利润薄，省内受压性价比不足。2019H1天之蓝的省内、省外占比约为55%和45%。公司省外市场阶段性重视梦3的推广，天之蓝投入较少，2019年省内省外均出现下滑。天之蓝在省内渠道利润透明，今世缘国缘双开对标梦之蓝，对天之蓝是降维打击，且渠道利润较天之蓝高10-15元，天之蓝在省内市场性价比并

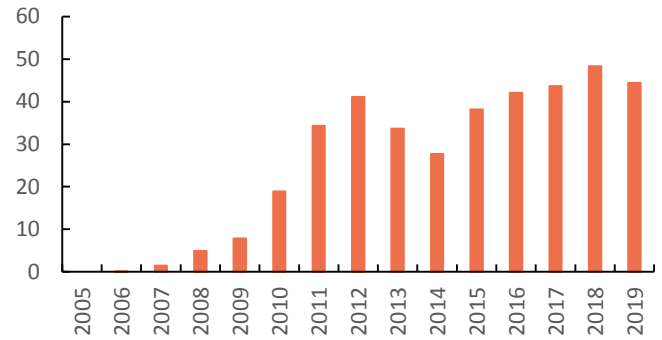
不突出。

图16: 海之蓝营收下滑



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图17: 天之蓝营收下滑



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

2.4 品牌与消费者未建立牢固的关系

广告酒、勾兑酒等关于洋河酒的负面传闻一直没有消退, 品牌美誉度问题在洋河快速发展期被掩盖, 形象广告及市场流行带动消费者选择, 未建立自身品质和品牌内涵与消费者的紧密连接, 消费者品质认同度差。

3. 营销转型切中增长抓手

2019年下半年以来, 企业营销转型解决前期渠道、产品、区域市场经营等方面的问题, 公司调整转型主要包括: **建立厂商新型生态模型、组织分工的优化、费用投放体系的重新确立、树立主导突出的多品牌战略模型、价值观和新型营销理念的再确立。**

3.1 建立厂商一体化的经销商体系

为调整深度分销对公司厂商关系的影响, 公司针对区域市场的经销商结构和盈利模式做出“**一商为主、多商配称**”的调整。

- ◆ 一商为主指在一个市场选择一个实力最强的经销商负责传统渠道, 参与市场管理, 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。
- ◆ 多商配称指搭配多个优质的团购商和特殊渠道商, 实现渠道的全覆盖。

根据经销商资源和实力进行厂商组组分工优化。在经销商资源和能力较强的区域, 厂家配合经销商做好当地市场。在较弱的区域, 厂家主导进行市场开拓, 经销商做配合。

针对不同经销商设置不同的盈利模式。主商靠规模盈利, 实现规模经济性; 多商靠高毛利新品盈利, 形成集成和板块效应。形成和谐的经销商生态圈, 互相协作、和谐统一, 共同为洋河、双沟的品牌打造赋能。

清理部分不符合要求的经销商。如对于江苏省内市场, 不符合标准的经销商到期后选择性不再续约。

厂商合作模式及盈利结构的调整，将有效提升经销商整体能动性，建立良好健康的渠道秩序，为未来的产品推广和区域发展奠定基础。

3.1.1 渠道管理调整深度去库存

价格体系上，改变通常根据任务完成进度进行季年等返点的模式，理顺产品价格，保持市场的良性状态，统一市场内产品出厂价及返利力度，配合经销商经营范围和渠道的调整配称，以往竞相低价出货扰乱市场秩序的乱象大幅减少。

渠道方面，加强团购渠道建设，构建和经销商新型友好的关系。在打款和进货上因地制宜，不允许给经销商压货。

3.1.2 重新建立费用投放体系

以消费者为导向减少渠道截留。费用投放上，以消费者为中心，通过瓶身扫码红包、宴会核销等直接方式让消费者实际受益，减少渠道截留。

调整费用投向，适度增加团购市场费用投入等。调整费用投入科目类型，产品和主导渠道不同设计不同费用。

妥善解决经销商遗留的争议费用。改善给经销商的费用报销时效性，缩短支付结算周期。

3.2 营销组织与考核方式调整

3.2.1 梦之蓝与海天分离运作

在基层营销组织分公司、办事处层面海天与梦之蓝分离运作，根据两类产品营销方式的不同，成立梦之蓝团购部和海之蓝、天之蓝渠道部，梦之蓝聚焦团购市场、扩大对高端人群的直接服务、抢占团购资源；海之蓝、天之蓝继续传统渠道分销为主。用阿米巴方式最大程度独立核算，从而实现梦之蓝与海天在区域市场营销上的分离。

表11：分离运作改革带来的变化

| | 组组 | 渠道运作方式 | 业绩考核 | 结果 |
|-----|-----------------|-----------------------|---------------|--------------------|
| 分离前 | 基层营销团队同时运作海天梦产品 | 传统渠道、团购渠道同时运作 | 海天梦叠加考核 | 无法针对各产品特点进行运作，牵制较多 |
| 分离后 | 海天、梦基层团队分离 | 海天重点传统渠道 梦系列强化团购渠道 | 单独考核，针对重点进行考核 | 海天、梦系列分开运作，协同发展 |

资料来源：公司公告、申港证券研究所

组组架构：省内大区聚焦重点市场，成立淮安大区和苏北大区，强化对竞品和重点市场的管理。

跨期考核与柔性考核制度。延长业务人员在一个市场的工作周期，鼓励业务人员在

一个地区任职三年甚至更长时间；柔性考核，对各级销售人员的考核指标进行调整，引导一线人员从跑点到市场服务；减少考核销量的比例，高端品牌事业部 30%考核销量、70%考核过程性指标（产品结构等）；不再考核团购招商，优化团购商减少对渠道秩序的扰乱；加强市场秩序维护，检查采用成交价而不是出库记录，减少秩序管理的失真程度。

3.2.2 双沟品牌独立销售公司成立

在双沟品牌事业部基础上，2020 年独立成立双沟销售公司，增设双沟河南大区，重新为双沟品牌树立目标和市场策略。双沟品牌最高峰时销售超过 50 亿，为江苏白酒的重要一极。双沟旗下拥有苏酒、珍宝坊、青花瓷、柔和四大系列，其中苏酒和珍宝坊业绩出众，拥有深厚的市场和消费基础。

3.3 树立主导突出的多品牌战略

公司主力产品海天梦以往所采用的逐步升级，在消费升级下，达到了分阶段收割市场红利的效果。梦之蓝内部 2009 年系列化裂变为 M3、M6、M9 后，梦之蓝具备了独立于海天进行单独的品牌运作的基础。产品系列化也带来主导产品不突出的问题、竞争力减弱。

- ◆ **清理经销商开发产品、聚焦大单品打造。**公司对产品线 SKU 逐渐缩减、减少经销商开发产品，重点对百元以下价格带梳理和清理。突出梦系列和海、天的大单品操作，淘汰低毛利、中低端产品，对双沟产品营销实行独立运作。
- ◆ **提高梦之蓝地位、M6+打造次高端第一大单品。**行业进入大单品竞争的时代，梦之蓝系列化后资源分散，公司需要一款大单品进行站位，拉动全系列产品。2019 年 11 月公司上市 M6+，树立主导突出的多品牌战略，确定梦之蓝作为未来发展方向，以“航天战略合作伙伴”等高举高打品牌形象、充实品牌内涵，M6+定位次高端第一大单品。以更大容量、更多老酒等价值点提高产品价格，理顺价格体系、渠道利润高于老版 M6 和竞品。
- ◆ **以梦之蓝为主导品牌，打开整体产品上升空间。**随着大单品时代到来，在系列内部主导产品不突出，M3 定位价位次高端 300-500 价位，随着洋河多年的培育，产品价格稳定、销量上量。M6 由于深度分销下渠道拉力弱和次高端阵营竞争激烈的影响，终端价格未到预期，压制腰部和中高端价位产品的成长空间。本次调整，树立主导产品突出的品牌战略，以 M6+大单品打造带动整体产品结构上移解困。

加强品质打造，改变消费者对品质的顾虑。公司 2019 年提出品质革命，在产品品质方面持续提升，同时加强渠道口碑传播，讲好品牌故事、丰富品牌内涵，改善消费者品质认知。

表12：梦系列产品品质特点

| 序号 | 产品 | 品质特点及说辞 |
|----|-----|---|
| 1 | M3 | 梦之蓝 M3 产自梦之蓝酒区，择优选取 50 年窖池酿造的特级酒，在陶坛中经过长达 10 年的储存，绵甜细腻回味久 |
| 2 | M6+ | 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 |

| 序号 | 产品 | 品质特点及说辞 |
|----|-----|---|
| 3 | M9 | <p>梦之蓝 M9 产自梦之蓝中央酒区核心区，从生产到甄选再到存储，梦之蓝 M9 的要求都极为苛刻，这使得梦之蓝 M9 的年产量很少，相当于每百斤的优质原酒，只有一两符合梦之蓝 M9 要求。</p> <p>梦之蓝 M9 全部是 20 年以上的陈年老酒，经过百年地下酒窖小坛存储 8000 天自然陈化老熟后，看起来色泽微黄，闻起来自然陈香，喝下去温润如玉</p> |
| 4 | 手工班 | <p>具有三老两多一少的特色。</p> <p>三老是指：老窖、老酒、老工艺，所以更好喝。</p> <p>(1)老窖：产自梦之蓝中央酒区核心区的百年明清老窖，只占全部窖池的 2.8%，血统高贵。</p> <p>(2)老酒：全部选用二十年以上陈年老酒。</p> <p>(3)老工艺：由老工匠全流程手工酿造而成。</p> <p>两多是指：发酵过程中产生丰富的核苷类、黄酮类营养物质，核苷类物质是虫草的核心成分，黄酮类物质是蜂胶的核心成分，所以更健康。</p> <p>一少是指：数量稀少，仅有 2% 的酒才符合手工班品质要求，可投放市场的量就更少，所以更稀缺</p> |

资料来源：官网、公司公告、申港证券研究所

3.4 启动新一轮股权激励

扩大股权激励范围，激活内部动力。公司上市以后，未再推行过股权激励，现有激励范围狭窄。公司于 2019 年 10 月发布公告《关于回购部分社会公众股份的方案》，拟使用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（含）且不超过人民币 15 亿元（含）。回购股份实施期限为 12 个月内。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。

截至 2020 年 8 月 31 日，已回购股份数量为 810 万股，使用资金总额 8 亿元。该措施有助于提高骨干员工待遇、激发队伍积极性，保障各项改革措施的落地，利好公司的长远发展。

4. 增长拐点将至 企业开启新周期

改革举措过后见成效。洋河二次创业，疏解前期深度分销模式导致的渠道和经销商问题已接近尾声。海天产品随着费用投入和活化，已出现企稳迹象；梦之蓝受益于次高端和省内市场基础良好，空间和机会仍很大；M6+抢先布局 600-800 价位带，拉高整体产品增长的空间。调整过后再出发，洋河增长将更稳健。

4.1 次高端是消费升级的优质赛道

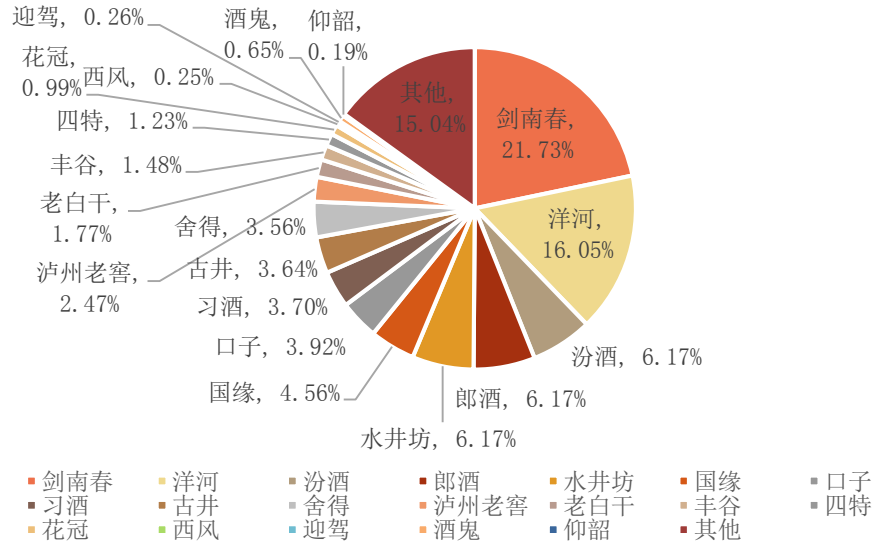
4.1.1 次高端将在消费升级下持续扩容

次高端竞争格局

- 次高端全国性品牌主要包括：剑南春、洋河梦之蓝、郎酒红花郎、水井坊、汾酒青花、舍得酒等老名酒，也包括泸州老窖和茅台集团旗下的一些系列酒品牌。

- ◆ 地产酒品牌：多是地产酒旗下推出的升级产品，因地产酒主力价格带一般位于 100-200 元或者 100 元以下，但近几年次高端的高速增长使地产酒纷纷大力推广其次高端产品。

图18：2019 年次高端酒企份额



资料来源：产业信息网、西凤酒招股书、酒媒、申港证券研究所

表13：次高端阵营营收变化

| 酒企 | 产品 | 2012 年容量 | 2015 年容量 | 2018 年容量 | 2019 年容量 |
|-------|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 剑南春 | 水晶剑 | 60-70 | 45 | 80-90 | 约 105 |
| 郎酒 | 红花郎 | 50-60 | 约 13 | 约 35 | 40-45 |
| 山西汾酒 | 青花系列 | 约 20 | 约 8 | 约 24 | 约 28 |
| 洋河股份 | 梦之蓝 (天之蓝) | 约 40 | 约 20 | 约 65 | 77 |
| 水井坊 | 井台装/臻酿八号 | 约 15 | 约 8 | 约 27 | 约 34 |
| 今世缘 | 特 A+/国缘 K 系列 | | | 18 | 25+ |
| 古井贡酒 | 古 8/7 及以上 | | 7-8 | 约 20 | 30+ |
| 口子窖 | 口子 10/20 | | 约 1 | 4-5 | 5-6 |
| 酒鬼酒 | 红坛 | 14 | 4-5 | 8 | 10+ |
| 舍得酒业 | 品味舍得 | 14 | 7-8 | 18 | 20+ |
| 国台 | 国标酒 | | | 8-9 | 20+ |
| 茅台系列酒 | 赖茅、汉酱等 | | 1-2 | 20-25 | 30+ |
| 习酒公司 | 金钻、窖藏 | | 约 4 | 25-30 | 50+ |
| 其他公司 | 五粮特曲/窖龄 60 年等 | 80+ | 约 50 | 近 160 | 200+ |
| 次高端合计 | | 310 | 130 | 510 | 650 |

资料来源：华夏酒报、白酒网、申港证券研究所

名酒提价和消费升级为次高端带来持续扩容

- ◆ 次高端的扩容源于消费升级。目前整体白酒市场约 5700 亿左右，中档酒占比在 40%-50%之间，规模在 2300-2900 亿之间，假设每年存在 5%左右消费升级进入

次高端，带来约 120-150 亿左右的增量。假设按照每年 100-150 亿的扩容速度看，行业增速仍有望维持在 20% 以上。

- ◆ **受益名酒提价和消费升级，次高端仍将是增速最快的价格区间。**次高端白酒市场规模分别由 2015 年的约 130 亿元增长至 2019 年末的约 650 亿元，年化复合增速超过 30%，为白酒行业各阵营中增长最快。

可以预见，白酒行业头部集中、消费升级趋势将持续，高端白酒在核心大单品稳步提价放量过程中实现量价齐升，次高端白酒在头部企业产品结构升级、稳健放量过程中亦能在低基数下实现量价齐升，仍有望成为最快扩容的价格区间。

表14：次高端仍将为增速最快阵营

| 价格阵营 | 2012 年容量 (亿) | 2016 年容量 (亿) | 2012-16 CAGR | 2021E (亿) | 2016-2021 CAGR |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------|-------------------|
| 低端 (0-100) | 1556 | 2606 | 15.9% | 3102 | 2.0% |
| 中端 (100-300) | 2001 | 2440 | 5.1% | 3347 | 6.5% |
| 次高端 (300-800) | 310 | 192 | -11.5% | 653 | 27.7% |
| 高端 (800 以上) | 578 | 610 | 1.3% | 1061 | 11.7% |
| 合计 | 4466 | 5926 | 8.2% | 8162 | 5.9% |

资料来源：糖酒快讯、酒业家、申港证券研究所

次高端本轮扩容进入品牌驱动为主、渠道拉力为辅的阶段。2017 年次高端由渠道推力和品牌拉力共振，带来整体强劲增长，2019 年品牌拉力和渠道推力共振结束，次高端阵营业绩出现强分化。

4.1.2 江苏价位带升级领先全国

江苏省内主流消费档次已转移到 300 元以上。目前江苏省内白酒消费已超过前几年的天之蓝价位，向 M3 价位转移。省内苏北苏中白酒消费 200 元向 300 元转移较为普遍，苏南则已升级至 400 元，商务、宴请用酒档次以 300-600 元为主，该价位带也成为近年增长较快的阵营。

表15：江苏省白酒市场规模空间大

| 省份 | 市场规模 (亿元) | 当地代表品牌 |
|----|-----------|-------------|
| 江苏 | 400 | 洋河、今世缘 |
| 安徽 | 300 | 古井、口子窖、迎驾贡酒 |
| 上海 | 200 | 全国化名酒 |
| 浙江 | 300 | 全国化名酒 |
| 合计 | 1300 | |

资料来源：华夏酒报、申港证券研究所

表16：江苏省内消费主流价位领先全国

| 地区 | 主流价格带 | 地域特点 |
|----|-----------|----------------------------------|
| 苏北 | 100-200 元 | 市场相对封闭，收入和消费水平较低，省内人均白酒消费量，但价位偏低 |

| 地区 | 主流价格带 | 地域特点 |
|----|-----------|-------------------------------------|
| 苏中 | 200-300 元 | 收入水平相对较高，白酒消费量大 |
| 苏南 | 400 元 | 市场较为开放，收入水平最高，白酒消费多以商务消费和婚宴为主，更偏好黄酒 |

资料来源：酒业家、申港证券研究所

4.2 海天基本盘调整后增长 省外机会大

4.2.1 渠道利润恢复销售企稳

2015 年以来定位 100-300 元中档价位段的海之蓝、天之蓝增速放缓，进入平稳增长阶段，2015-2019 年复合增速分别为 3%、5%。随着省内价位带提高到 300 元以上，省内海之蓝、天之蓝降速。

渠道利润有所恢复，销售现回升迹象。2019 年下半年营销转型开始后，洋河进行渠道调整、控量挺价，海之蓝、天之蓝渠道利润有所恢复。

海之蓝 2019 年上半年省内出现阶段性严重下滑。2019 年海之蓝省外略有小幅增长，省内较大幅度下滑。2019 年下半年，通过恢复海之蓝促销投入，逐步恢复海之蓝销售。2020 年一季度，海之蓝同比转增。

2019 年天之蓝销售收入同比一定幅度下滑，2020 年一季度，天之蓝延续下滑趋势。天之蓝省内省外均处于下滑，未来厂家计划将通过社群、数字化手段通过线下烟酒店、餐饮等终端链接消费者，以拉动天之蓝销售。

表17：江苏 100-300 元市场洋河基础扎实

| 序号 | 产品 | 份额 |
|----|--------------|-----|
| 1 | 海之蓝、天之蓝、珍宝坊 | 55% |
| 2 | 今世缘单开、淡雅、典藏等 | 11% |
| 3 | 古井 8 年等 | 3% |
| 4 | 口子窖 5 年等 | 2% |
| 5 | 臻酿八号 | 2% |
| 6 | 迎驾贡洞藏 | 2% |
| 7 | 其他 | 25% |

资料来源：公司公告、申港证券研究所

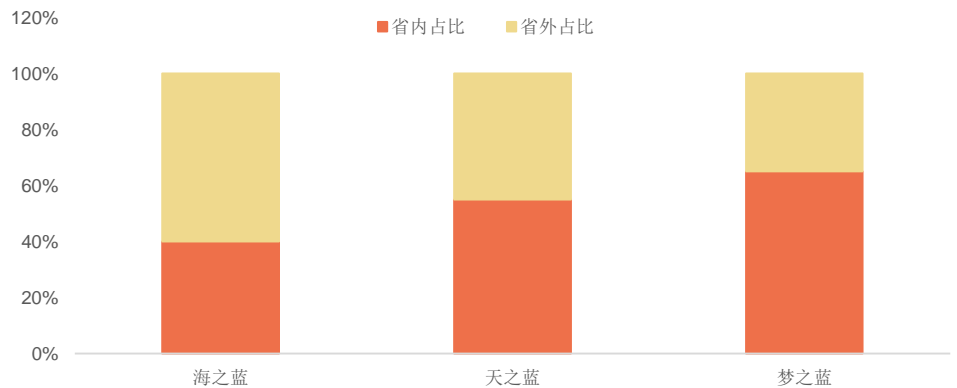
4.2.2 海天价位仍是省外消费升级价位带

海之蓝卡位将是全国县区、乡镇市场的核心价位段，天之蓝卡位大众商务消费和宴会的核心价位段。随着江苏省内消费主流价位带逐步上移到 300 元以上，海天所在的 100-300 元价位带逐步增长放缓，但在省外该价位仍是主流升级价位带，省外增速将快于省内。

表18: 各省份白酒消费主流价位带

| 序号 | 主流价格带 | 地区 |
|----|-----------|-------------------------------------|
| 1 | 300 元左右 | 江苏、广东 |
| 2 | 200-300 元 | 北京、浙江、福建、安徽 |
| 3 | 100-200 元 | 河北、河南、山东、山西、陕西、湖北、湖南、江西、四川、贵州、新疆、内蒙 |
| 4 | 100 元以下 | 东北、云南、广西、甘肃、宁夏、青海、西藏 |

资料来源: 酒媒、佳酿网、申港证券研究所

图19: 省外是海天产品主要销售市场 (截止 2019 年上半年)


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

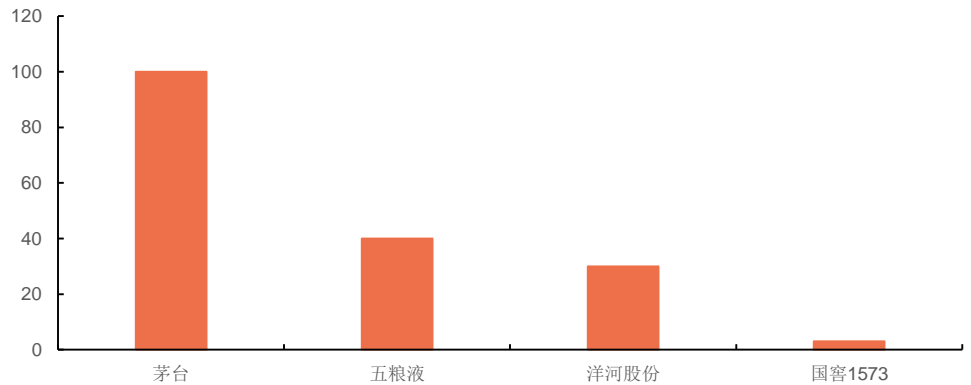
4.2.3 省外深度全国化带动市场占有率进一步提高

2020 年公司将进一步推动深度全国化的工作, 重点强化山东、河南等成熟市场, 深化北京、天津、江西等成长期市场, 拓展华南、西北、东北等发展期市场。在省外销售的拓展将进一步助推省外营收增长。

目前公司在省外的市占率仍不高, 以河南为例, 河南市场是 2005 年就已布局的省外第一大市场, 可查数据显示 2018 年收入规模超过 30 亿, 距离茅台、五粮液仍有较大的差距。且洋河产品结构中重点价位的当地规模高于二者, 在各自价位带内的市占率比二者更低。

目前公司深度全国化还有很大空间, 公司较强的品牌和渠道实力应对名酒系列酒和地产酒升级产品的竞争十分有优势, 且在各地渗透率不高, 省外增长空间大。

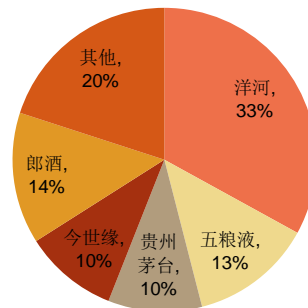
图20：河南市场各酒企销售收入（单位：亿元）



资料来源：渠道调研、申港证券研究所

省外新江苏各市场中市占率低于 10%，空间大。目前公司在省外主要竞争对手为当地地产酒及全国其他次高端名酒，洋河品牌和渠道优势仍较为领先，随着省外经销商和渠道利润的调整到位，“新江苏市场”打造将继续深入、省外营收增长情况将得以好转。目前省外各市场占有率仍不足 10%，产出密度较省内差异较大，仍有很大提升空间。

图21：洋河在江苏省内市场占有率



资料来源：公司公告、申港证券研究所

4.3 聚焦梦之蓝成为新增长驱动力

4.3.1 梦之蓝市场大基础强 放量预期明确

梦之蓝系列化价位带优势明显，梦系列 M3、M6+、M9、手工班，定位次高端、高端，将充分享受消费升级的红利。其中 M3 所在的 300-500 元价位是江苏省内升级的主力价位带，目前渠道接受度高、增长势能强劲。

表19: 梦系列各价位带卡位清晰

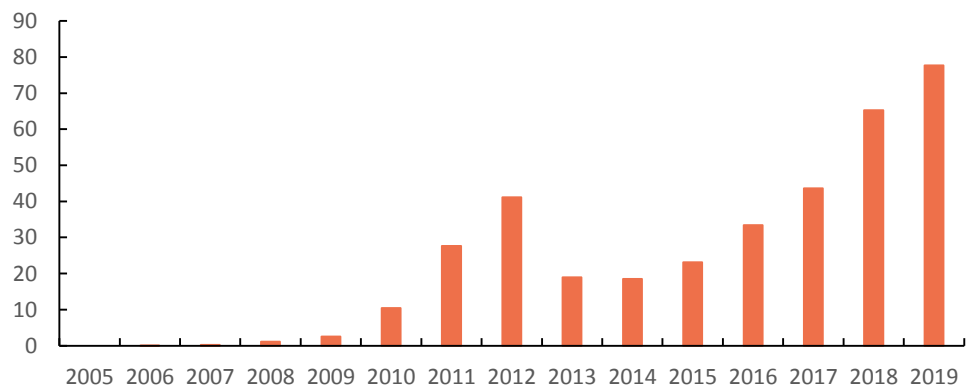
| 序号 | 梦之蓝系列 | 价位带 | 价位带特点 |
|----|--------|-----------|----------------------------------|
| 1 | M3 | 300-500 | 江苏省内主力升级价位带 |
| 2 | M6+ | 600-800 | 次高端未来主力升级价位，高端酒空档，现有品牌少、竞争小 |
| 3 | M9 | 900-1000 | 低于五粮液价位，M9 下调价格后逐步放量，形成对五粮液的部分替代 |
| 4 | 梦之蓝手工班 | 1200-1800 | 拔高形象，打造高端稀缺品质，超过五粮液价位，销量少 |

资料来源：申港证券研究所

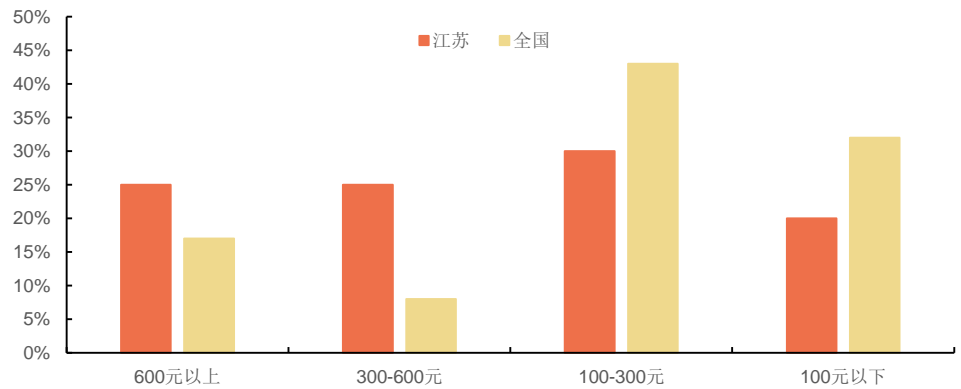
省内市场 300 元以上价位带规模大。江苏人均 GDP 和居民收入高，政商务活动频繁，白酒消费规模大、档次高，消费升级领先全国。从江苏省白酒各价位带来看，300 元以上价位约占比 56%，市场规模 200 亿左右。

- ◆ 其中，600 元以上价位带高端酒规模约 100 亿元，占比约 25%，高于全国水平的约 17%。
- ◆ 300-600 元价位带次高端白酒规模约 88 亿元，占比 25%，显著高于全国水平的约 8%。
- ◆ 100-300 元价位带中档白酒规模约 100 亿元，占比 30%，低于全国水平的约 43%。
- ◆ 低于 100 元的大众白酒规模约 55 亿元，占比 20%，低于全国水平的约 32%。

洋河产品结构中，300 元以上价位中梦之蓝系列已占全部营收比例 30% 以上，且约 65% 收入在江苏省内，在江苏消费领先全国升级的情况下，该市场的扩容将显著带动公司营收增长。

图22: 梦之蓝持续放量增长 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告、申港证券研究所

图23：江苏省 300 元以上产品结构占比高于全国平均水平


资料来源：公司公告、申港证券研究所

表20：江苏白酒 300 元以上价格带市场规模约 200 亿元，占比约 50%

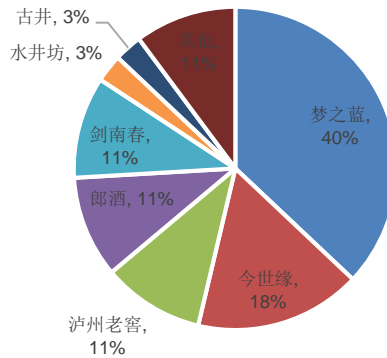
| 序号 | 价位带 | 市场规模 (亿元) | 占比 | 代表品牌 |
|----|-----------|-----------|-----|---|
| 1 | 800 元以上 | 88 | 22% | 茅台、五粮液、1573、青花郎等 |
| 2 | 600-800 元 | 12 | 3% | 洋河 M6+、今世缘 V3 等 |
| 3 | 300-600 元 | 100 | 25% | 洋河 M3、M6、泸州特曲、国缘对开、四开、剑南春、水井坊井台、青花 20、古井 20 年 |
| 4 | 100-300 元 | 120 | 30% | 海之蓝、天之蓝、今世缘淡雅、单开、郎特、臻酿八号、古井 8 年、口子窖 5 年、迎驾洞藏等 |
| 5 | 100 元以下 | 80 | 20% | 柔和双沟、今世缘典藏、汤沟、迎驾贡等 |

资料来源：酒业家、佳酿网、申港证券研究所

梦之蓝在省内 300-600 元价位带基础好、改善空间大。该价位带目前竞争参与者多，全国名酒和本地酒均有涉足。目前仍以本地品牌较强势，今世缘在团购渠道和淮安、南京等重点市场较为强势，渠道利润高、消费人群把握好。洋河在此价位带占有率最高、在省内渠道规模和品牌力优势明显，占据政商、婚宴、聚餐等多消费场景，相较今世缘及省外品牌在江苏以政商消费为主，有更大的恢复及增长空间。随着梦之蓝系列产品调整和上市，渠道利润改善、动销加快后，洋河仍将把握该价位省内市场的主动权，市场占有率将进一步提升。

梦之蓝省外占比将进一步提高。根据公司公告，截至 2019 年上半年，海之蓝 60% 在省外，天之蓝 45% 在省外，梦之蓝 35% 在省外。预计未来随着梦 6+ 大单品的带动、省外产品结构升级，梦之蓝在省外的收入占比将进一步提升。

图24：300-600 元价位带市场份额分布



资料来源：公司公告、酒媒、申港证券研究所

M3 提价控货为升级蓄势，拉高下游产品升级空间。在 9 月底 M3 正式停产前的 9 月 3 日提价 20 元/瓶并控货，为升级版梦 3 拔高价位，提高升级成功率。同时，为未来天之蓝、海之蓝的后续升级，拉高价位带和消费空间。

4.3.2 M6+抢先布局 带动整体产品发展

600-800 元是消费升级的下一个蓝海价格带。随着高端酒逐渐将价位上移到 900 元以上，空出的 600-800 元价位目前进入者少，成为新竞争蓝海。全国及江苏省内 600-800 元价格带品牌少、仅有部分次高端名酒的形象产品，该价位对品牌门槛有一定要求、可参与竞争的品牌少，对洋河来说机遇大。

M6+资源投入大、渠道利润足、品牌优势强。

- ◆ M6+的推出，公司给与了酒体设计、品牌资源、经销商选择、渠道布局等多方面的核心资源；2020 年 M6+单独规划销售目标、费用独立投放，实行精细化培育。
- ◆ M6+目前省内终端售价稳定在 620 元以上，终端利润在 80 元以上，渠道动力足。且经过重新招商，切实落地了“一商为主、多商配称”的经销商布局，选择实力强的渠道经销商搭配团购商，渠道拉力强劲；运用扫码手段更好控盘，稳固市场秩序、带动终端动销和开瓶，避免出现前期类似问题。
- ◆ 该价位消费场景主要为政商务交往、高档个人消费，洋河品牌力相比竞品今世缘 V 系列、古井 20 等产品在该价位带更占优势。

M6+占位成功能够带动整体产品发展。M6+升级至 600-800 元价位占位成功，梦系列才会向上实现价格升级扩容。而梦之蓝的价格整体上移，将给公司海天价位等腰部产品与中低端产品留出市场空间。

公司未来战略性聚焦资源力推 M6+，目标将其打造为战略大单品，代表梦系列作为下一阶段的主要增长来源。并以高拉低，以点带面，带动全产品线的发展。

M9、手工班开始实质性参与高端竞争。随着 M9 和手工班 2018 年下调终端成交价，产品开始从形象产品成为实际产生销售产品，除在江苏省外，开始在北京、广州、

深圳等市场布局,做高度引领和品牌传播,销量开始持续增长。M9 实际成交价 900-100 元、手工班成交价 1200 元左右,对国窖 1573、普五开始形成实际竞争。

4.4 双沟品牌打造又一增长极

2020 年双沟品牌事业部独立成立双沟销售公司,由原洋河股份销售公司副总经理张学谦担任总经理,销售团队、渠道独立运作。2020 年 6 月,双沟明确市场全国化战略——先深耕江苏、河南,然后布局近苏市场,最后拓展全国市场。

- ◆ 做好全国化产品线顶层设计,聚焦江苏、河南,加速高端全国化布局。其中,江苏以苏酒和珍宝坊为主,河南以珍宝坊和柔和双沟为主。
- ◆ 在全国化方面,分为三步走战略,2020 年以保增长为主,业绩目标 38 亿;2022 年以稳增长为主,业绩目标 45 亿;2024 年以高增长为主,业绩 55 目标亿。

截止 2020H1,江苏市场双沟整体实现营收目标过半。增长主要来自于苏酒头排酒和绿苏的增长,其次是珍宝坊封坛酒的上市和招商的增长贡献。河南市场已达成全年销售任务的 70%,同比增长 75%。

4.5 企业进入新生命周期

我们认为企业都是自身周期与行业周期共振结果的产物。同行企业泸州老窖在 2013 年逆势错误提价后业绩惨淡、五粮液 2016 年前后价格倒挂、品牌杂乱影响主品牌发展等问题出现之后开启二次创业,均经历过较大幅度的自身调整。关键领导人的改革决心和举措、组组的韧性表现出来,才成就自身为优秀企业。

公司进入新生命周期。洋河已成为次高端中规模超过 200 亿的最大的酒企,同时可能也是全行业销量最大企业,海天梦单品规模均在 40 亿元以上、经销商队伍 1 万家左右、渠道已全国化和全类型,管理难度较其他竞品大很多。公司前期面临的系统性障碍,可能也将是许多竞品企业增长到一定阶段大概率会遇到的。

在当前酒业整体经营管理水平、渠道管理精细化程度已提升到较高水平的现阶段,想要谋求在营销模式、产品升级等方面大幅度领先于同行竞争对手已非常困难。找到新的增长路径、提前做好布局,成为洋河下一个十年增长的关键。

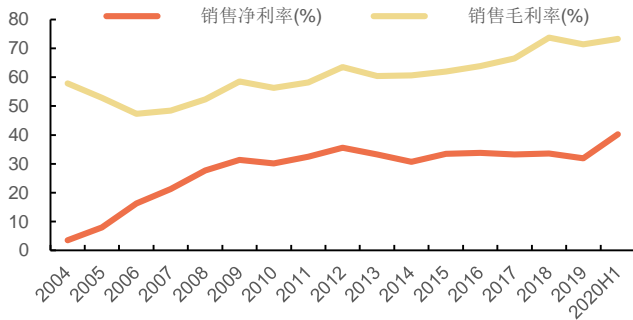
公司当前的经销商体系调整将引导经销商提升自身经营水平、改变渠道端以往只愿顺势赚钱不想开拓市场的局面,事业部制等也是公司变强的必然尝试。随着下半年业绩拐点的到来,公司将进入更为稳健的新生命周期。

4.6 财务分析:销售费用率低 营销施展空间大

公司经营效率仍保持在较高水平,净利率领先于主要竞品,毛利率不断提高,盈利能力强。

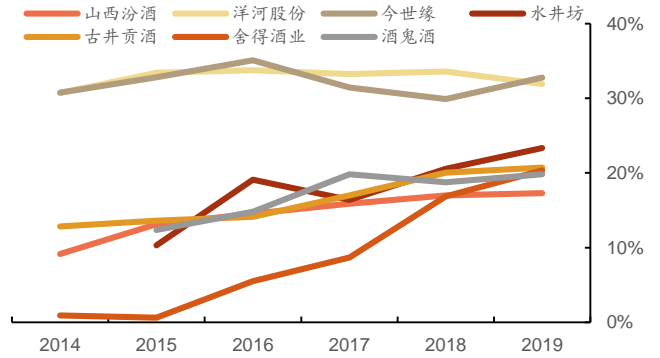
销售费用率低于主要竞争对手,保持较低水平。随着公司营销转型理顺渠道后,为保持合理动销拉力,预计费用率将有所提高,目前的低费用率为企业创造高于其他竞争对手的空间。

图25: 销售毛利率和净利率保持较高水平



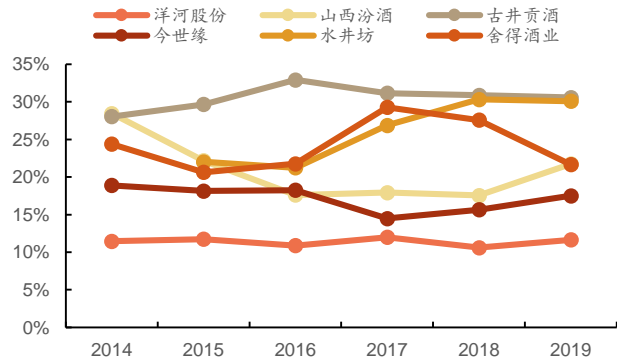
资料来源: wind、申港证券研究所

图26: 净利率领先主要竞品



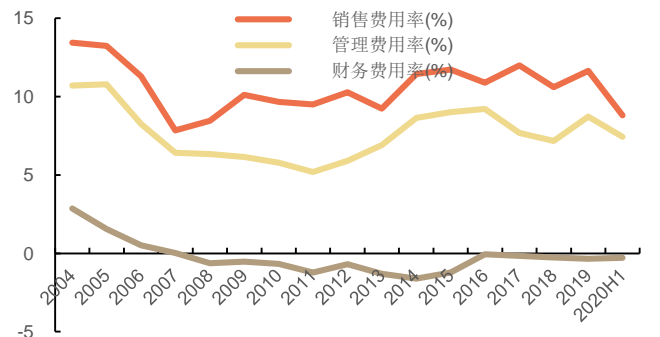
资料来源: wind、申港证券研究所

图27: 销售费用率低于主要竞争对手



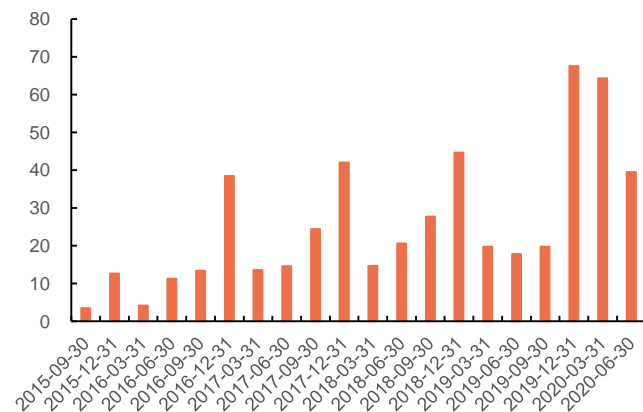
资料来源: wind、申港证券研究所

图28: 期间费用率情况



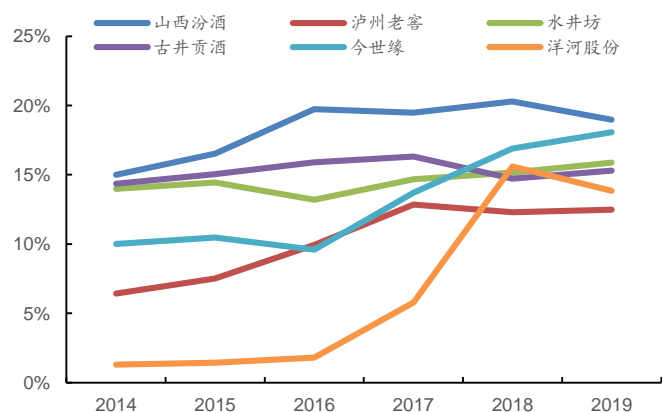
资料来源: wind、申港证券研究所

图29: 预收款 (合同负债) 保持稳定 (单位: 亿元)



资料来源: wind、申港证券研究所

图30: 营业税金及附加比率低于主要竞品企业



资料来源: wind、申港证券研究所

5. 盈利预测

公司营销转型各项促增长动作目前已接近尾声, 渠道和产品销售上积累的问题得以

逐步解决。随着梦之蓝系列 M6+完成招商开始放量、M3 提价和控货带动、海天动销开始恢复，预计梦之蓝维持增长、海天明年恢复两位数增长。

对未来公司经营情况假设如下：

成长性

梦之蓝在 M3 提价和切换新品、以及 M6+开始放量的带动下，2020-2022 年增速达 8%、20%、15%。

天之蓝随着公司费用投入和产品升级的带动，2020-2022 年增速达-11%、12%、9%。

海之蓝在省外提高占有和省内止滑综合影响下，2020-2022 年增速达-7%、10%、6%。

双沟品牌及公司中低档白酒在双沟销售公司独立运作及产品自然销售的情况下，2020-2022 年增速达-3%、5%、10%。

红酒因与白酒以往的渠道协同关系减弱独立发展，预计 2020-2022 年增速达-12%、-5%、0%。

盈利能力

毛利率：随着海天基本盘企稳、梦系列营收占比提高带动整体产品结构提升，中高端产品占比扩大，预计毛利率将逐年提升。2020-2022 年可达 75.5%、76.2%、77.2%。

销售费用率：目前公司销售费用率低于主要竞争对手，预计随着本轮营销转型对费用投入原则的重新确立以及应对市场竞争的需要，公司可能加大费用投入。2020 年上半年受疫情影响及控货去库存带动下，销售费用率 8.8%较往年偏低，预计 2020 年全年销售费用率 10.8%，2021-2022 年为 11.80%、11.95%。

管理费用率：考虑公司一直进行的降本增效、公司人员薪酬福利的自然增长等因素，管理费用保持稳定，2020-2022 年为 7.54%、7.78%、7.66%。

投资建议：预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 226.77、254.84、281.16 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 80.16 亿元、88.94 亿元和 98.97 亿元，每股收益分别为 5.32 元、5.90 元和 6.57 元，对应 PE 分别为 23.5X、21.2X 和 19.0X，首次覆盖给予“买入”评级。

表21：可比公司估值：洋河股份低于平均水平（数据截止9月29日）

| 证券简称 | 收盘价(元) | 市值(亿元) | PE | | | EPS | | |
|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 20E | 21E | 22E | 20E | 21E | 22E |
| 贵州茅台 | 1652.3 | 20756 | 43.44 | 36.33 | 31.12 | 37.51 | 44.85 | 52.35 |
| 五粮液 | 219.73 | 8529 | 41.13 | 34.04 | 28.98 | 5.26 | 6.35 | 7.46 |
| 泸州老窖 | 144 | 2109 | 37.67 | 30.81 | 25.94 | 3.66 | 4.47 | 5.31 |
| 今世缘 | 44.46 | 558 | 33.63 | 27.39 | 22.18 | 1.29 | 1.59 | 1.96 |
| 山西汾酒 | 196.68 | 1714 | 69.77 | 55.36 | 45.33 | 2.84 | 3.58 | 4.37 |
| 古井贡酒 | 212 | 901 | 48.46 | 38.93 | 32.48 | 4.5 | 5.6 | 6.71 |
| 舍得酒业 | 29.81 | 101 | 19.1 | 15.43 | 12.86 | 1.55 | 1.92 | 2.3 |
| 老白干酒 | 10.8 | 97 | 28.33 | 22.03 | 19.46 | 0.39 | 0.5 | 0.57 |
| 顺鑫农业 | 60.08 | 445 | 47.24 | 36.16 | 28.85 | 1.28 | 1.67 | 2.09 |
| 均值 | | | 40.97 | 32.94 | 27.47 | | | |
| 洋河股份 | | | 23.50 | 21.18 | 19.03 | | | |

资料来源：wind、申港证券研究所 注：除洋河股份其他公司预测均来自Wind一致预测

表22: 公司盈利预测表

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | | 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 24160 | 23126 | 22677 | 25484 | 28117 | 流动资产合计 | 35875 | 37806 | 42512 | 45547 | 51016 | | | | | | |
| 营业成本 | 6353 | 6626 | 5552 | 6073 | 6410 | 货币资金 | 3615 | 4300 | 3805 | 4533 | 8320 | | | | | | |
| 营业税金及附加 | 3770 | 3201 | 3339 | 3640 | 4078 | 应收账款 | 5 | 16 | 10 | 15 | 15 | | | | | | |
| 营业费用 | 2561 | 2692 | 2449 | 3007 | 3345 | 其他应收款 | 48 | 38 | 37 | 41 | 46 | | | | | | |
| 管理费用 | 1704 | 1856 | 1710 | 1984 | 2154 | 预付款项 | 19 | 200 | 92 | 101 | 106 | | | | | | |
| 研发费用 | 28 | 160 | 91 | 134 | 124 | 存货 | 13892 | 14433 | 12118 | 13241 | 13982 | | | | | | |
| 财务费用 | -65 | -78 | -72 | -75 | -73 | 其他流动资产 | 16932 | 183 | 8037 | 9031 | 9964 | | | | | | |
| 资产减值损失 | 1 | -2 | 0 | 0 | 0 | 非流动资产合计 | 13689 | 15649 | 14914 | 14348 | 13676 | | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 159 | 79 | 119 | 99 | 长期股权投资 | 9 | 25 | 25 | 25 | 25 | | | | | | |
| 投资净收益 | 918 | 851 | 884 | 867 | 876 | 固定资产 | 7834 | 7257 | 6580 | 5988 | 5341 | | | | | | |
| 营业利润 | 10814 | 9762 | 10657 | 11794 | 13141 | 无形资产 | 1782 | 1747 | 1697 | 1649 | 1601 | | | | | | |
| 营业外收入 | 38 | 22 | 5 | 14 | 9 | 商誉 | 276 | 276 | 276 | 276 | 276 | | | | | | |
| 营业外支出 | 12 | 13 | 2 | 8 | 5 | 其他非流动资产 | 205 | 204 | 196 | 221 | 244 | | | | | | |
| 利润总额 | 10839 | 9771 | 10660 | 11800 | 13145 | 资产总计 | 49564 | 53455 | 57426 | 59895 | 64693 | | | | | | |
| 所得税 | 2724 | 2385 | 2640 | 2901 | 3244 | 流动负债合计 | 15628 | 16537 | 16746 | 15726 | 16420 | | | | | | |
| 净利润 | 8115 | 7386 | 8020 | 8898 | 9901 | 短期借款 | 0 | 0 | 1791 | 0 | 0 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 3 | 4 | 4 | 4 | 应付账款 | 1261 | 1331 | 1093 | 1196 | 1262 | | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 8115 | 7383 | 8016 | 8894 | 9897 | 预收款项 | 4468 | 6754 | 5408 | 6078 | 6706 | | | | | | |
| EBITDA | 13238 | 12153 | 11362 | 12509 | 13862 | 一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| EPS (元) | 5.39 | 4.90 | 5.32 | 5.90 | 6.57 | 非流动负债合计 | 311 | 427 | 427 | 427 | 427 | | | | | | |
| 主要财务比率 | | | | | | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| | | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | | 负债合计 | 15939 | 16963 | 17172 | 16153 | 16847 | | | | | | |
| 营业收入增长 | 21.30% | -4.28% | -1.94% | 12.38% | 10.33% | 少数股东权益 | -20 | -17 | -14 | -10 | -5 | | | | | | |
| 营业利润增长 | 22.38% | -9.73% | 9.17% | 10.66% | 11.42% | 实收资本(或股本) | 1507 | 1507 | 1507 | 1507 | 1507 | | | | | | |
| 归属于母公司净利润增长 | 22.45% | -9.02% | 8.58% | 10.96% | 11.27% | 资本公积 | 742 | 742 | 1000 | 1000 | 1000 | | | | | | |
| 获利能力 | | | | | | 未分配利润 | 30784 | 33510 | 37011 | 40495 | 44594 | | | | | | |
| 毛利率(%) | 73.70% | 71.35% | 75.52% | 76.17% | 77.20% | 归属母公司股东权益合计 | 33645 | 36509 | 40268 | 43752 | 47851 | | | | | | |
| 净利率(%) | 33.59% | 31.94% | 35.36% | 34.92% | 35.22% | 负债和所有者权益 | 49564 | 53455 | 57426 | 59895 | 64693 | | | | | | |
| 总资产净利润(%) | 16.37% | 13.81% | 13.96% | 14.85% | 15.30% | 现金流量表 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| ROE(%) | 24.12% | 20.22% | 19.91% | 20.33% | 20.68% | | | | | | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 偿债能力 | | | | | | 经营活动现金流 | 9057 | 6798 | 978 | 7092 | 8660 | | | | | | |
| 资产负债率(%) | 32% | 32% | 30% | 27% | 26% | 净利润 | 8115 | 7386 | 8020 | 8898 | 9901 | | | | | | |
| 流动比率 | 2.30 | 2.29 | 2.54 | 2.90 | 3.11 | 折旧摊销 | 757 | 775 | 777 | 791 | 794 | | | | | | |
| 速动比率 | 1.41 | 1.41 | 1.82 | 2.05 | 2.26 | 财务费用 | -65 | -78 | -72 | -75 | -73 | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | | 应付账款减少 | 3 | -11 | 6 | -4 | 0 | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.45 | 0.41 | 0.43 | 0.45 | 预收账款增加 | 269 | 2285 | -1345 | 669 | 628 | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3475 | 2151 | 1711 | 2027 | 1919 | 投资活动现金流 | -3349 | -1293 | 922 | 762 | 852 | | | | | | |
| 应付账款周转率 | 20.36 | 17.84 | 18.71 | 22.26 | 22.88 | 公允价值变动收益 | 0 | 159 | 79 | 119 | 99 | | | | | | |
| 每股指标(元) | | | | | | 长期股权投资减少 | -7 | -16 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 5.39 | 4.90 | 5.32 | 5.90 | 6.57 | 投资收益 | 918 | 851 | 884 | 867 | 876 | | | | | | |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 1.24 | 0.45 | -0.33 | 0.48 | 2.51 | 筹资活动现金流 | -3841 | -4823 | -2394 | -7127 | -5724 | | | | | | |
| 每股净资产(最新摊薄) | 22.33 | 24.23 | 26.72 | 29.03 | 31.75 | 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 估值比率 | | | | | | 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| P/E | 23.21 | 25.51 | 23.50 | 21.18 | 19.03 | 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| P/B | 5.60 | 5.16 | 4.68 | 4.31 | 3.94 | 资本公积增加 | 0 | 0 | 258 | 0 | 0 | | | | | | |
| EV/EBITDA | 13.96 | 15.15 | 16.40 | 14.70 | 12.99 | 现金净增加额 | 1866 | 682 | -495 | 728 | 3787 | | | | | | |

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |