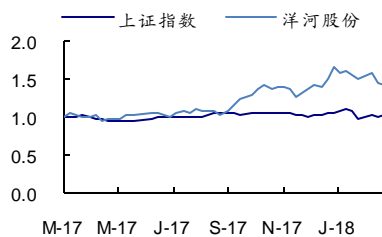


证券研究报告—深度报告
食品饮料
饮料
洋河股份(002304)
买入

合理估值: 142.59 元 昨收盘: 114.5 元 (维持评级)

2018年03月16日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,507/1,240
总市值/流通(百万元)	172,550/141,959
上证综指/深圳成指	3,291/11,164
12个月最高/最低(元)	139.02/76.13

相关研究报告:

《洋河股份-002304-重大事件快评: 消费税影响 Q4 业绩, 提速增长无虞》——2018-03-01
 《洋河股份-002304-2017 年三季报点评: 业绩符合预期, 梦之蓝继续表现》——2017-10-30
 《洋河股份-002304-2017 年中报点评: 业绩超预期, 高端产品拉动增长》——2017-08-29
 《洋河股份-002304-消费升级驱动梦之蓝高速增长, 新江苏市场引领深度全国化》——2017-05-02

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 孙山山

电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告
消费升级促发展, 蓝色经典续辉煌
● 苏酒典范, 业绩稳增长

公司是苏酒代表, 属于老八大名酒之一。自 03 年蓝色经典问世及国改后, 公司业绩突飞猛进, 10 年营收 CAGR 为 32%, 净利润 CAGR 为 42%。17 年公司业绩快报显示营收 197.7 亿, yoy15.05%, 归母净利润 65.98 亿, yoy13.23%。

● 白酒行业转型复苏, 解码海天梦产品

本轮白酒行业复苏, 消费群体由政商为主变为商务个人消费为主。行业 CR5 占比 18%, 对比国外烈酒行业 CR5 占比 60%, 提升空间较大。高端白酒茅台、五粮液合占约 85% 的份额, 剩下不到 20% 由梦之蓝、国窖 1573 等瓜分。目前次高端处于蓝海, 尚未形成一个全国范围内的强势品牌。次高端每年以 150 亿左右在扩容, 预计到 2020 年将达到 900 亿。目前第一梯队有剑南春、郎酒, 第二梯队有洋河股份、山西汾酒、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒。公司海之蓝已成为 100 元-200 元价格带大单品王, 从行业环境、公司战略、销售模式、区域布局四个方面解读; 借鉴海之蓝模式, 天之蓝有成为 300 元-400 元价格带大单品王潜力; 借鉴海之蓝模式, 梦之蓝未来完全有可能提升高端市场占有率。

● 公司执行力强, 区域、渠道、营销齐发力

巩固江苏大本营, 积极开拓新江苏市场, 省内苏北海升天, 苏南天升梦, 省外主打梦之蓝。详细解读江苏、四省一市及河北市场规模及品牌占有率, 分析得出公司在新江苏市场的提升空间巨大。此外, 营销方面, 公司国内央视投放广告和赞助节目丰富产品内涵文化, 国外法兰西梦之蓝之夜、梦之蓝北美之夜等活动提升公司产品形象。未来随着新江苏市场加速成长, 公司全国化道路将会加快, 省内外营收比完全有可能达到 4: 6。

● 投资建议

我们看好公司梦之蓝快速扩容以及新江苏市场的加速增长。预计 17-19 年 EPS 分别为 4.38/5.46/6.70 元。结合绝对估值和相对估值来看, 我们给予公司 18 年 PE21 倍, 对应公司合理估值为 142.59 元, 相比现价存在近 30% 上涨空间, 给予公司“买入”评级。

● 风险提示

白酒行业景气周期持续性较弱; 国家政策调整; 新江苏市场扩张不及预期。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,052	17,183	19,786	23,430	28,097
(+/-%)	9.4%	7.0%	15.1%	18.4%	19.9%
净利润(百万元)	5,365	5,827	6602	8232	10093
(+/-%)	19.0%	8.6%	13.3%	24.7%	22.6%
摊薄每股收益(元)	3.56	3.87	4.38	5.46	6.70
EBIT Margin	43.4%	45.1%	41.5%	44.2%	45.4%
净资产收益率(ROE)	23.4%	22.4%	21.5%	22.6%	23.2%
市盈率(PE)	32.2	29.6	26.14	20.96	17.10
EV/EBITDA	24.2	21.8	20.1	16.4	13.6
市净率(PB)	7.5	6.6	5.63	4.74	3.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司 17 年业绩快报已经公布，因四季度一次性补缴消费税致 17 年归母净利润增速小于营收增速，后续影响将会减弱，我们认为这并不影响公司中长期基本面。

我们看好公司以梦系列为代表的高端产品快速扩容以及受益于消费升级带来的省内外市场特别是新江苏市场的加速增长。预计 17-19 年 EPS 分别为 4.38/5.46/6.70 元。结合绝对估值和相对估值来看，给予公司 18 年 PE21 倍，对应合理估值为 142.59 元，相比现价存在近 30% 上涨空间，给予公司“买入”评级。

核心假设或逻辑

(1) 未来随着公司在省外市场加速发展，以河南、安徽、山东、浙江、上海以及河北等为代表的新江苏市场的提升空间较大，假设公司在以上五省一市每个市场都有至少 4 倍市场空间，那么保守估计未来三年公司省内外营收比约为 4:6。

(2) 公司定位于新国酒，聚焦梦之蓝，全国化进程加速，我们预测 17-19 年营收增速分别为：15.1%、18.4%、19.9%；

(3) 受益于消费升级，省内苏北市场呈现海之蓝升级到天之蓝的趋势，苏南市场呈现天之蓝升级到梦之蓝的趋势，梦之蓝已经成为消费主流。省外市场以高端产品结构为主。我们假设梦之蓝 17-19 年增速分别为：48%、51%、51%。

与市场预期的差异之处

市场认为随着高端格局稳定，洋河的高端产品发展会受阻，但我们认为梦之蓝的发展势不可挡，理由如下：第一，洋河的渠道做的最好，梦之蓝的品牌形象和内涵文化都在逐步的丰富，国内积极参与央视广告《梦之蓝·敬我最尊敬的人》和央视节目《梦之蓝·经典咏流传》等，国外像法兰西梦之蓝之夜、梦之蓝北美之夜等等，消费者的认可度在逐步提升。第二，以四省一市为代表的新江苏市场是公司主攻的重点，未来每个省市公司的销售额至少有 4 倍空间，梦之蓝也是公司省外市场主推的产品。

股价变化的催化因素

18 年次高端市场行业持续景气、新江苏市场扩张超预期、梦之蓝增速超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，白酒行业景气周期持续性较弱；

第二，国家政策调整；

第三，新江苏市场扩张不及预期。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值法	6
估值的敏感性分析	6
相对估值法	7
投资建议	7
公司概况	8
前世今生：苏酒典范，绵柔新国酒	8
业绩情况：四季度因补缴消费税放缓，全年稳增长	8
改革情况：国企改革的典范，业绩突飞猛进	8
白酒行业现状及竞争格局	10
迎来复苏，行业集中度稳步提升	10
行业竞争格局：高端稳定，次高端处于蓝海	13
产品方面：覆盖低中高全价格带，蓝色经典继续发力	15
覆盖低中高全价格带，产品结构丰富	15
海之蓝为什么能成为 100 元-200 元价格带大单品王?	16
天之蓝借鉴海之蓝模式有望成为 300-400 元价位大单品王.....	19
梦之蓝借消费升级抢占高端市场	21
执行方面：布局区域有重点，渠道营销齐发力	23
区域方面：巩固江苏大本营，积极拓展新江苏市场	23
渠道方面：省内渠道继续下沉，省外继续拓展新江苏市场	29
营销方面：积极事件营销，增加品牌知名度	29
风险提示	31
附表：财务预测与估值	32
国信证券投资评级	33
分析师承诺	33
风险提示	33
证券投资咨询业务的说明	33

图表目录

图 1: 洋河股份 10 年营收 (亿) 及 yoy%	8
图 2: 洋河股份 10 年归母净利润 (亿) 及 yoy%	8
图 3: 洋河股份改制后的股权结构比例图	9
图 4: 2006A-2017Q3 六大白酒销售期间费用率 (%) 对比	10
图 5: 2006A-2017Q3 六大白酒 ROE (%) 对比	10
图 6: 六大白酒 10 年营收、净利 CAGR (%) 对比	10
图 7: 2004A-2017Q3 年洋河股份 ROE 及销售费用率 (%)	10
图 8: 2004-2015 年白酒行业主营业务收入 (亿) 及 yoy%	11
图 9: 高端白酒终端价格 (元) 走势	11
图 10: 十年白酒折成 65 度产量 (万千升) 及产销率 (%)	11
图 11: 行业平均净利率、利润增长率、销售增长率 (%)	11
图 12: 高端次高端酒企总营收 (亿) 及其占 (%)	11
图 13: 高端次高端酒企归母净利润合计 (亿) 及占比 (%)	11
图 14: 高端次高端酒企和行业平均毛利率对比 (%)	12
图 15: 高端次高端酒企和行业平均净利率 (%)	12
图 16: 中国白酒行业 CR5 占比情况 (%)	12
图 17: 国外烈酒市场 CR5 占比情况 (%)	12
图 18: 中国白酒行业规模 (单位: 亿) 及未来 5 年 CAGR(%)	14
图 19: 高端白酒市场份额占比情况	14
图 20: 2016 年中国次高端白酒市场竞争格局	15
图 21: 洋河产品结构体系	16
图 22: 2004-2013 年海之蓝收入 (亿)	17
图 23: 蓝色经典占比情况 (%)	17
图 24: 白酒行业 03-12 年主营业务收入 (亿) 及 yoy (%)	18
图 25: 白酒行业 03-12 年利润总额 (亿) 及 yoy (%)	18
图 26: 公司最新十大股东占比情况 (%)	18
图 27: 2007 年-2012 年天之蓝收入情况 (%)	20
图 28: 2008 年-2016 年公司省内外收入 (亿) 及 yoy (%)	21
图 29: 2007 年-2017 年梦之蓝收入 (亿) 及 yoy (%)	21
图 30: 高端白酒市场份额占比情况	22
图 31: 目前各主要酒企销售人员数量一览	22
图 32: 2015 年-2017 年规划新江苏市场数量一览	23
图 33: 江苏省内各主要白酒品牌销售额 (亿)	24
图 34: 2008 年-2016 年省内收入 (亿) 及 yoy (%)	24
图 35: 河南省各主要品牌收入 (亿)	25
图 36: 安徽省各主要品牌收入 (亿)	26
图 37: 山东省各主要品牌收入 (亿)	26
图 38: 浙江省各主要品牌收入 (亿)	27
图 39: 上海市各主要品牌收入 (亿)	27
图 40: 河北省各主要品牌收入 (亿)	28

图 41: 主要新江苏市场容量和洋河收入情况一览 (亿)	28
图 42: 2015A-2017Q3 主要酒企销售净利率一览 (%)	29
图 43: 2015A-2017Q3 主要酒企销售费用率一览 (%)	29
图 44: 春节前夕洋河微电影《梦之蓝·敬我最尊敬的人》	30
图 45: 春季期间洋河赞助《梦之蓝·经典咏流传》	30
图 46: 巴黎“欢乐春节——法兰西梦之蓝之夜”	31
图 47: 2018 年新春, 梦之蓝高调亮相“北美之夜”	31
表 1: 估值假设	6
表 2: FCFF 估值表	6
表 3: 敏感性分析	7
表 4: 可比公司估值	7
表 5: 2011 年以来中国白酒行业收购兼并情况一览	13
表 6: 中国白酒市场主要价格带分类一览	13
表 7: 主要次高端酒企营销区域一览	15
表 8: 2015 年以来洋河产品提价蓝色经典一览	16
表 9: 4*3 模式解读	19
表 10: 蓝色经典 2008 年营销区域一览	19
表 11: 省内洋河不同产品价格带 和竞品对比一览	29
表 12: 2017 年全球烈酒品牌价值前 10 名一览	31

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 138.15 元。

表 1: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.77	
无风险利率	3.50%	
股票风险溢价	6.00%	
公司股价	113.3	
发行在外股数	1507	
股票市值(E)	170743	170743
债务总额(D)	30	30
Kd	6.00%	6.00%
T	25.21%	25.21%
Ka	8.12%	
有杠杆 Beta	0.77	0.77
Ke	8.12%	
E/(D+E)	99.98%	99.98%
D/(D+E)	0.02%	0.02%
WACC	8.12%	

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 2: FCFF 估值表

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
EBIT	8,218.4	10356.0	12764.3	15379.3	17696.1	20360.3	22402.8	24649.7	27121.2	29839.8	
所得税税率 (%)	25.21%	25.23%	25.22%	25.22%	25.22%	25.22%	25.22%	25.22%	25.22%	25.22%	
EBIT*(1-所得税税率)	6,146.5	7,743.2	9,545.1	11500.7	13233.1	15225.4	16,752.8	18433.0	20,281.2	22314.2	
折旧与摊销	891.1	935.3	973.6	1,008.9	1,042.5	1,075.1	1,107.2	1,138.9	1,170.5	1,201.8	
营运资金净变动	(4989.1)	(2496.2)	(3504.6)	(3131.1)	(3732.7)	(4296.9)	(3,290.1)	(3621.6)	(3,986.1)	(4387.0)	
FCFF	(490.0)	(500.0)	(500.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	310,469.4
PV(FCFF)	1,558.6	5,682.2	6,514.1	8,877.4	10041.8	11502.6	14,068.9	15449.4	16,964.6	18628.1	142219.7
核心企业价值	207,522.9										
减: 净债务	(670.1)										
股票价值	208,193.1										
每股价值	138.15										

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为

±0.5%，则我们计算得出公司股价区间在 119.61-163.81 元，估值中枢为 138.15 元。

表 3: 敏感性分析

138.15	7.3%	7.8%	8.30%	8.8%	9.3%
3.5%	224.08	194.07	170.63	151.83	136.44
3.0%	201.76	177.30	157.69	141.63	128.25
2.5%	184.28	163.81	147.05	133.09	121.29
2.0%	170.21	152.72	138.15	125.84	115.32
1.5%	158.64	143.44	130.60	119.61	110.12
1.0%	148.97	135.56	124.10	114.20	105.57
0.5%	140.75	128.79	118.46	109.45	101.54

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值法

我们选取贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒作为和公司的比较对象。从 PE 角度看公司估值，目前可比公司 18 年平均 PE 为 27.77 倍，而公司 18 年 EPS 为 5.46 元，合理估值为 151.62 元；19 年平均 PE 为 21.26 倍，而公司 19 年 EPS 为 6.70 元，合理估值为 142.44 元。结合两者，我们认为公司合理估值为 147.03 元。

表 4: 可比公司估值

公司	市值 (亿)	股价(元) 2018-03-15	EPS			PE		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
贵州茅台	9376	746.47	21.43	26.99	35.09	34.83	27.66	21.27
五粮液	2961	78.00	2.41	3.20	4.16	32.37	24.38	18.75
泸州老窖	905	61.80	1.80	2.30	2.85	34.33	26.87	21.68
山西汾酒	507	58.60	1.10	1.82	2.51	53.27	32.20	23.35
平均	-	-	6.69	8.58	11.15	38.70	27.77	21.26
洋河股份	1760	116.82	4.38	5.46	6.70	25.86	20.74	16.92

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

我们看好公司以梦系列为代表的高端产品快速扩容以及受益于消费升级带来的省内外市场特别是新江苏市场的加速增长。预计 17-19 年 EPS 分别为 4.38/5.46/6.70 元。结合绝对估值和相对估值来看，给予 18 年 PE21 倍，对应合理估值为 142.59 元，相比现价存在近 30% 上涨空间，给予公司“买入”评级。

公司概况

前世今生：苏酒典范，绵柔新国酒

江苏白酒历来有“三沟一河”之说，而其中的“一河”指的就是洋河股份。它是苏酒最早上市的酒企，还将“三沟”中双沟纳入旗下并成立苏酒集团。公司 03 年推出蓝色经典系列产品，从口感上首创提出绵柔型白酒，改变以往以香型区分白酒的传统。近年来，公司定位于新国酒，持续发力蓝色经典特别是梦之蓝，开始新的征程。

业绩情况：四季度因补缴消费税放缓，全年稳增长

17 年 Q4 营收 28.92 亿元，同增 14.94%，归母净利润 10.16 亿元，同增 2.83%，Q4 收入增速环比放缓，主要是两方面原因所致：第一是 18 年春节较 17 年晚近 20 天，春节备货时间差导致 16Q4 数据偏高；第二是前三季度提前完成年度任务，导致四季度开票动力不足，17 年底预收款水平同比提高。

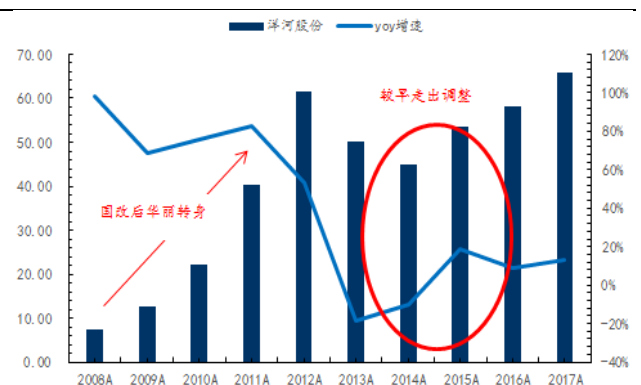
17 年营收 197.70 亿元，同比增长 15.05%；归母净利润 65.98 亿元，同比增长 13.23%，全年净利润增速低于营收增速，主要受 17 年四季度一次性补缴消费税所致，公司从原缴纳的消费税及附加由受托加工单位代扣代缴（代扣代缴的消费税及附加计入委托加工成本）变更为按照最终一级销售单位对外销售价格核定生产企业消费税最低计税价格的方式（缴纳的消费税及附加计入税金及附加）。考虑 17 年前三季度的税金及附加发生额比上年同期增长 137.79%至约 5.58 亿元，占比营收 3.3%，Q3 税金及附加占比营收 6.25%，假设 Q4 税金比例在 7%-8%，预计对利润影响约 2 亿，如果剔除消费税影响，17Q4 利润增速约 15%，全年利润增速仍然高于营收，符合预期。目前公司已按财税新规相应缴纳消费税，后续影响减弱。

图 1：洋河股份 10 年营收（亿）及 yoy%



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 2：洋河股份 10 年归母净利润（亿）及 yoy%



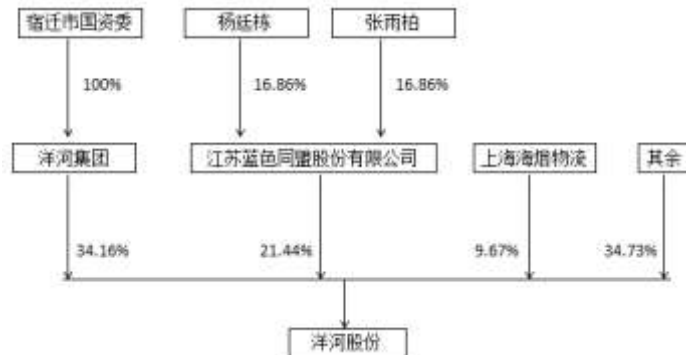
资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

改革情况：国企改革的典范，业绩突飞猛进

洋河经过 2002 年（02 年 12 月宿迁市人民政府批准洋河集团以现金方式对管理层成员进行奖励，并全部投入到拟设立的“江苏洋河酒业股份有限公司”）和 2006 年（06 年 3 月，公司向由中高层管理人员和企业骨干投资组成的蓝天贸易和蓝海贸易增资扩股）两次改制后，公司控股股东变成宿迁市国资委和洋河管理层共同持股，这大大激发了洋河管理层的积极性，也是业内为数不多高管团队持股的酒企。改制后，宿迁市国资委持股 34.16%，管理层宿迁蓝海贸易持股

10.38%，宿迁蓝天贸易持股 11.06%，后公司将代表管理层的蓝天贸易和蓝海贸易整合成江苏蓝天同盟股份有限公司，持股比例不变为 21.44%。

图 3: 洋河股份改制后的股权结构比例图



资料来源: wind, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

改革效果非常明显，体现为收入的快速增长，费用率的快速下降和盈利水平的提升。完善的激励机制导致管理层经营动力的提高，使得洋河在费用控制、盈利能力、市场反应等多个方面走在行业前列。

我们以洋河完成国企改革的 2006 年为基准年，通过对比泸州老窖、汾酒、古井贡、洋河、茅台、五粮液这六家收入及利润最高的白酒企业，以及对比洋河 2006 年国企改革前后经营效果，深入分析改革影响。

横向比较：综合评比位居六家之首

1) 管理效率。国企改革完成之后，公司严格控制费用支出，05 年、06 年期间费用率降低至 20.1%、14.3%；近三年随着消费结构升级，白酒行业迎来复苏和需求旺盛，洋河股份的销售期间费用率为 20% 左右，仍然处于行业较低水平，低于其他一、二线白酒龙头（贵州茅台除外）。2016 年洋河股份销售期间费用率为 20.03%，依旧处于行业较低水平。

2) 盈利能力。以净资产收益率 ROE 作为衡量指标，2006 年股改之后，06、07 年 ROE 显著提升至 63.9%、68.2%，相比 05 年几乎翻倍。洋河 ROE 水平始终保持行业前两名，且多年位居行业最高（2013 年-2014 年行业调整期除外）。2016 年 ROE 为 24.01%，仍然始终保持行业前两名。

3) 成长水平。洋河成长性位于六家之首：2006 到 2016 年洋河营收 CAGR 为 32.0%，在六家中位列第一，高于第二位达 9%；净利润 CAGR 为 42.0%，在六家中位列第二位（古井贡酒净利 CAGR 最高很大程度是因为基数最小），高于第三位达 14.7%，充分显示了洋河股份良好的成长性。

纵向比较：国企改革带来质的飞越

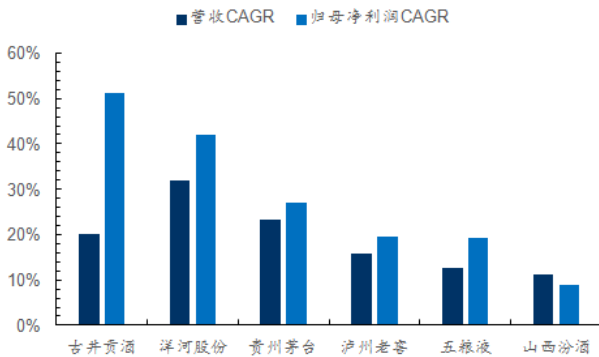
纵向比较来看，更能明显地看出洋河在股改前后发生了质的变化。04、05 年洋河期间费用率高达 27%、25.6%；05 年、06 年降低至 20.1%、14.3%，虽白酒行业迎来复苏导致销售期间费用率上升但仍然处于 20% 左右的行业较低水平。04、05 年洋河 ROE 水平为 11.5%、36.4%，位居同行业较低水平；06、07 年 ROE 显著提升至 63.9%、68.2%，相比 05 年几乎翻倍。16 年洋河股份 ROE 虽然降至 24.01%，依然是行业的翘楚。

图 4: 2006A-2017Q3 六大白酒销售期间费用率 (%) 对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 六大白酒 10 年营收、净利 CAGR (%) 对比



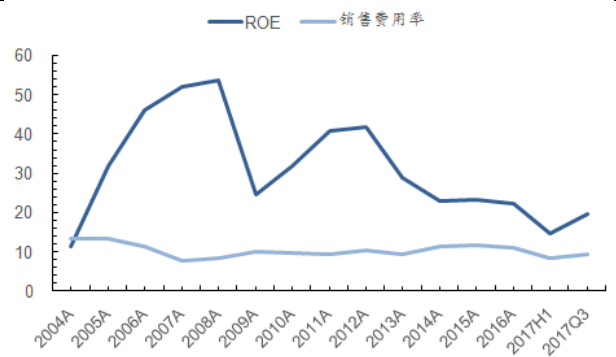
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2006A-2017Q3 六大白酒 ROE (%) 对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2004A-2017Q3 年洋河股份 ROE 及销售费用率 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

白酒行业现状及竞争格局

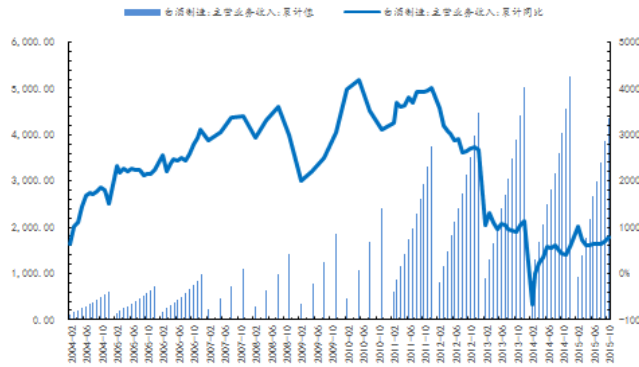
迎来复苏，行业集中度稳步提升

迎来复苏，行业回暖

2004 到 2012 年，中国白酒行业迎来了量价齐升的黄金十年，虽然 2008 年全球遭遇次贷危机，但中央出台 4 万亿刺激政策，将 08 年白酒调整周期往后推迟。2013 年十八届三中全会后，中央政府“反腐”力度逐渐加大，三公消费受到限制，使得白酒行业遭遇“断崖式”下跌，白酒行业迎来调整周期，白酒产量、销售额、价格及利润总额都有不同程度下降。

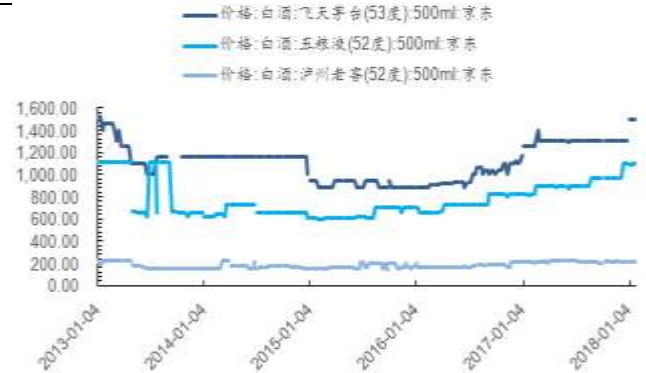
在经历 2013-2014 年两年困难期，中国白酒行业于 2014 年见底。根据前瞻产业研究院提供的《2015-2020 年中国白酒行业市场需求与投资战略规划分析报告》指出，2012 年 100 元至 300 元的中高端白酒消费中，政务、商务与民间消费占比分别为 25%、35%、45%，而随着政策打压，2014 年政务消费占比急骤下滑到 3%，商务与民间消费占比分别为 42%与 55%。2015 年起，随着白酒行业重点从高端政商消费向由“消费升级”为特征的大众消费转型后，行业回暖。本轮白酒行业复苏，基础更加夯实，复苏的根基在于消费群体由原来的三公消费转向消费升级所带来的商务、大众消费群体。

图 8: 2004-2015 年白酒行业主营业务收入 (亿) 及 yoy%



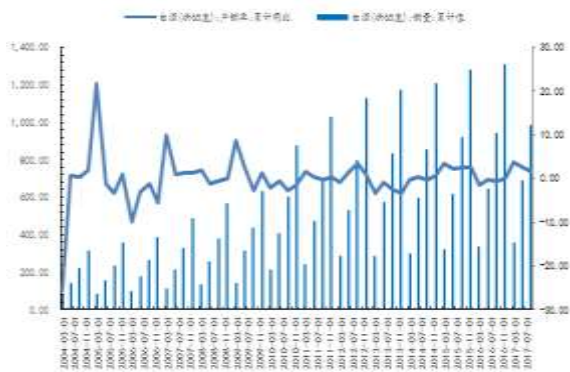
资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 9: 高端白酒终端价格 (元) 走势



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 10: 十年白酒折成 65 度产量 (万千升) 及产销率 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 行业平均净利润率、利润增长率、销售增长率 (%)

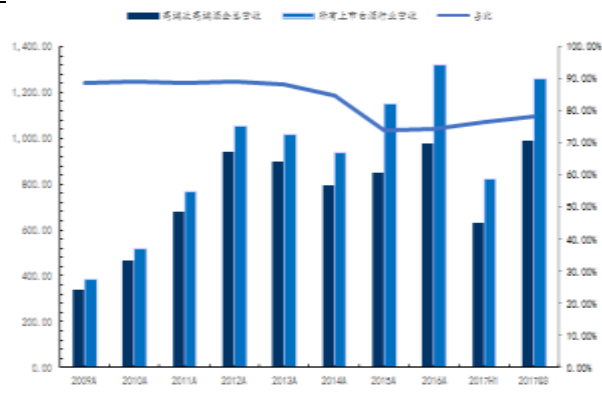


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

高端次高端酒业加速成长，远超行业平均指标

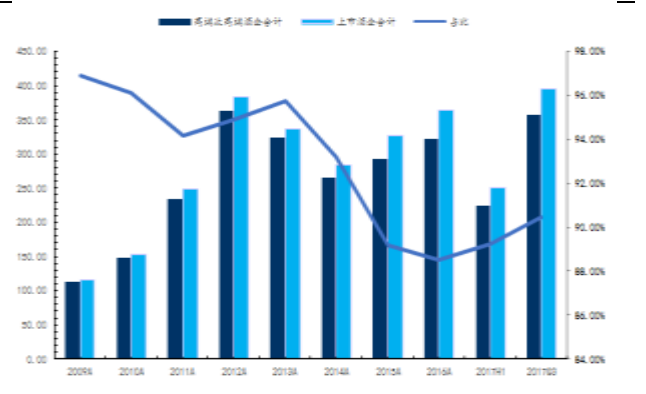
自 2015 年起，行业回暖逐步迎来复苏，高端次高端酒业的业绩表现出色。我们这里选取贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒八家上市酒企作为高端次高端酒企代表，高端次高端酒企 17Q3 总营收合计占比为 78.37%，同比增长 4.89 个 pct；17Q3 归母净利润合计占比 90.47%，同比增长 2.07 个 pct。

图 12: 高端次高端酒企总营收 (亿) 及其占 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

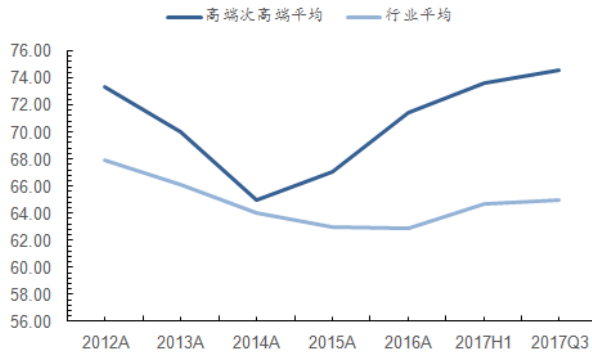
图 13: 高端次高端酒企归母净利润合计 (亿) 及占比 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

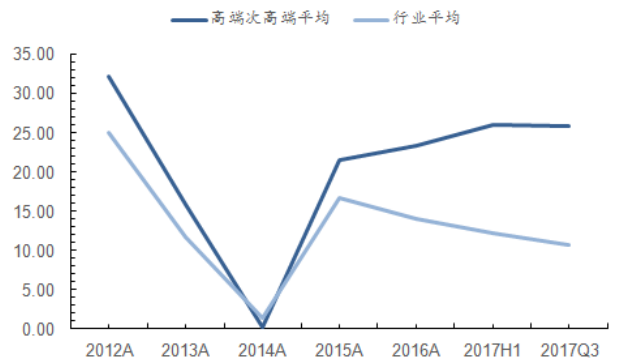
通过高端次高端平均毛利率和行业平均毛利率对比，我们可以发现两者的剪刀差在 14 年达到最低 0.86pct，随后行业逐步复苏，剪刀差逐年变宽，17Q3 达到目前最高 9.59pct；同样，高端次高端平均净利率和行业平均净利率的剪刀差在 14 年达到最低-1.06pct，随后行业逐步复苏，剪刀差逐年变宽，17Q3 达到目前最高 15.24pct。

图 14: 高端次高端酒企和行业平均毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 高端次高端酒企和行业平均净利率 (%)

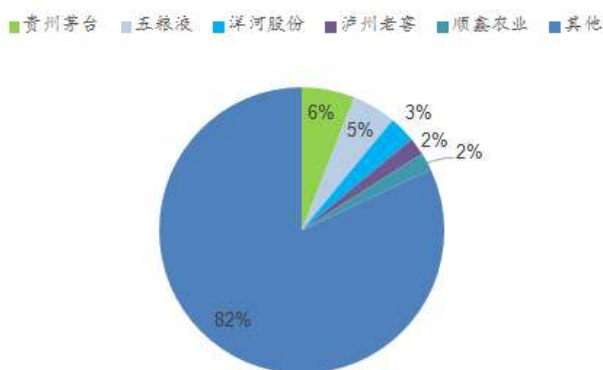


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

行业 CR5 占比不到 20%，行业集中度稳步提升

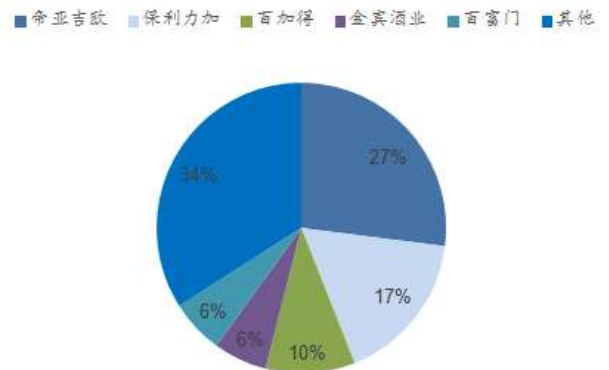
据中国产业信息网报道，目前国内白酒行业的市场规模超过 6000 亿人民币，但生产企业的数量众多。据酒业协会统计，目前我国白酒生产企业约有 2 万多家，而上规模的企业却仅有 1500 余家。另外，不同地理区域对白酒文化、口味和品牌的偏好也不尽相同，这就导致市场分散化现象明显，市场集中度偏低。目前中国白酒行业 CR5 占比 18%，而国外烈酒行业 CR5 占比 60%，对比发现还有很大提升空间。自 2011 年洋河收购双沟开始，行业内陆续出现收购兼并事件。2018 年 2 月 9 日泸州老窖以 1059 万收购老窖集团所持有的川酒投全部 30% 的股权。未来行业收购并购是趋势，行业集中化趋势越来越明显，名酒收购区域酒企是趋势。

图 16: 中国白酒行业 CR5 占比情况 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图 17: 国外烈酒市场 CR5 占比情况 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

表 5: 2011 年以来中国白酒行业收购兼并情况一览

2011 年	<ul style="list-style-type: none"> • 洋河股份以 18.1 亿元收购双沟酒业 67.52% 股权
2012 年	<ul style="list-style-type: none"> • 联想控股酒业 4 亿元全资收购孔府家酒 • 上海糖业 4715 万收购四川全兴酒业 40% 股权
2013 年	<ul style="list-style-type: none"> • 洋河 300 万全资收购湖北梨花村酒厂 • 帝亚吉欧 2.33 亿收购水井坊剩余 47% 股权 • 五粮液 2.5 亿收购河北永不分梨酒业 • 维维股份 3.6 亿收购枝江酒业 30% 股权
2014 年	<ul style="list-style-type: none"> • 平安集团 5 亿收购宜宾红楼梦酒业 25% 股权 • 洋河以 212.9 万全资收购湖南宁乡汨罗春酒厂 • 洋河以 200 万全资收购哈尔滨宾州酿酒厂
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> • 五粮液 2.55 亿收购河南五谷春酒业 51% 股权 • 青青稞酒 1.44 亿收购中酒网 90.55% 股权 • 天洋集团 38 亿收购沱牌舍得集团 • 劲酒 1.7 亿收购贵州台轩酒业 95% 股权
2016 年	<ul style="list-style-type: none"> • 古井贡酒 8.16 亿收购湖北黄鹤楼酒业 51% 股权 • 洋河 1.9 亿全资收购贵州贵酒
2017 年	<ul style="list-style-type: none"> • 老白干酒 13.99 亿全资收购丰联酒业
2018 年	<ul style="list-style-type: none"> • 泸州老窖以 1059 万收购泸州老窖集团所持有的川酒投全部 30% 股权 • 洋河 4.3 亿收购智利 VSPT 集团 12.5% 股份

资料来源：公司公告，酒业家，国信证券经济研究所整理

行业竞争格局：高端稳定，次高端处于蓝海

白酒行业比较分散，我们以 600 元作为划分高端白酒和非高端白酒的分界线，以 300 元作为划分次高端和中低端分界线，以 100 元作为划分低端和中端分界线。

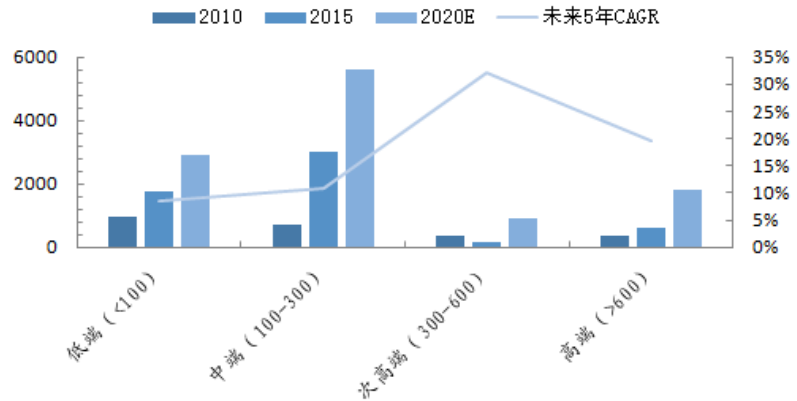
表 6: 中国白酒市场主要价格带分类一览

高端酒市场	<ul style="list-style-type: none"> • 以 600 元作为划分高端白酒的分界线，主要由茅台、五粮液、梦之蓝和国窖 1573 占据，而茅台、五粮液两大巨头占据 80-85% 的高端市场，梦之蓝和国窖 1573 抢占剩下不到 20% 的份额； • 稳固的寡头垄断格局，茅五泸定在 250-300 元的价格差距，其他高端酒式微； • “消费升级”趋势下高端白酒需求增长持续性较强，具备提价权。
次高端酒市场	<ul style="list-style-type: none"> • 竞争较为激烈、波动较大，各企业泛全国化品牌渠道扩张形成了垄断竞争格局； • 次高端白酒的比拼，加强渠道和组织上的建设是重中之重； • 整顿系列酒产品和销售政策，每个价区上保留 2-3 支代表性产品，保证价格不重合。系列酒价格体系错开，避免品牌之间相互挤压市场份额。
中低端酒市场	<ul style="list-style-type: none"> • 中低端酒品牌大多占据区域性市场，面对低收入人群； • 中端酒名酒系列与省级龙头长期共存，低端酒市场持续收缩； • 中端向次高端跃迁，内生外延扩张并全国性布局是提升销售和利润的重点。

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

中国的白酒市场从 2010 年的 2422 亿增长到 2016 年的 6349 亿，6 年复合增长率为 17.42%，预计到 2020 年中国白酒市场规模将突破 10000 亿。受益于消费升级及高净值人群扩大，高端及次高端白酒将继续保持较高速发展。预计到 2020 年高端白酒市场规模有望突破 1800 亿，未来 5 年高端酒 CAGR 为 19.66%；次高端白酒将达到 900 多亿，未来 5 年 CAGR 为 31.99%。

图 18: 中国白酒行业规模 (单位: 亿) 及未来 5 年 CAGR(%)

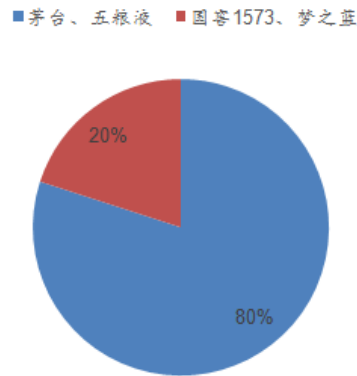


资料来源: 糖酒资讯, 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

高端白酒: 寡头垄断, 二八定律表现明显

中国文化其实是酒文化, 更准确的说是白酒文化。酿酒技术世界上独成一派。由于历史、区域等原因, 白酒行业集中度比较低, 82% 为中小企业, 其中甚至还有小酒坊, 为防止自家品牌相互挤压, 一般酒企会将系列酒 (如果有的话) 和品牌酒分开销售, 铺设不同的营销渠道。以 600 元以上作为分界线的酒品中, 茅五泸和梦之蓝牢牢占据了大部分市场, 特别是茅台、五粮液两大巨头合占约 80-85% 的高端市场, 剩下不到 20% 左右由梦之蓝、国窖 1573 等瓜分。二八定律在高端白酒市场得到验证。

图 19: 高端白酒市场份额占比情况



资料来源: wind, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

次高端白酒: 目前处于蓝海, 尚未形成一个全国范围强势品牌

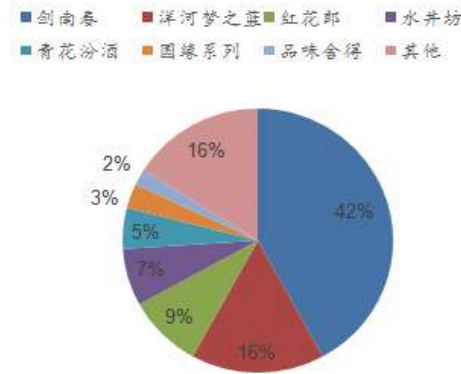
据酒业家报道, 次高端未来每年将获得 150 亿左右的增量扩容, 16 年次高端市场规模 316 亿, 预计 17 年次高端市场规模有望达到 450 亿, 到 2020 年前后有望达到 900 亿。目前次高端处于蓝海, 次高端产品竞争激烈程度弱于中低端产品。

次高端白酒目前市场主流认同的酒企有洋河股份、酒鬼酒、水井坊、山西汾酒、舍得酒业、剑南春及郎酒等。目前次高端白酒第一梯队的有剑南春、郎酒, 舍得酒业、水井坊、山西汾酒及洋河股份等处于第二梯队跟进趋势。目前次高端处于蓝海, 次高端产品激烈程度弱于中低端产品。

现阶段次高端品牌酒企尚未形成全国性强势品牌, 虽然其中以剑南春为次高端

品牌标杆，但其 2016 年次高端营收 60 余亿，占比约 30%，预计剑南春 2017 年的营收有望突破 100 亿。同时随着白酒行业复苏，高端品牌纷纷提价，区域性品牌也将产品体系逐步向上延伸至 300-600 价格带。

图 20: 2016 年中国次高端白酒市场竞争格局



资料来源: wind, 酒业家, 国信证券经济研究所整理

表 7: 主要次高端酒企营销区域一览

企业	次高端品牌代表	主要营销区域
剑南春	水晶剑	全国
郎酒	红花郎、青花郎	全国
舍得酒业	品味舍得、智慧舍得	全国渠道运作基本成熟
洋河股份	天之蓝、梦之蓝 M1/M3/M6	苏为主, 重点打造豫、皖、浙、沪和鲁等新江苏市场
水井坊	臻酿八号/井台装	以川为主, 重点在豫、赣、粤、湘
酒鬼酒	红坛十五年	湘为主, 拓展省外市场
山西汾酒	青花系列	晋为主, 重点拓展环山西区域

资料来源: 公司官网, 酒业家, 国信证券经济研究所整理

产品方面: 覆盖低中高全价格带, 蓝色经典继续发力

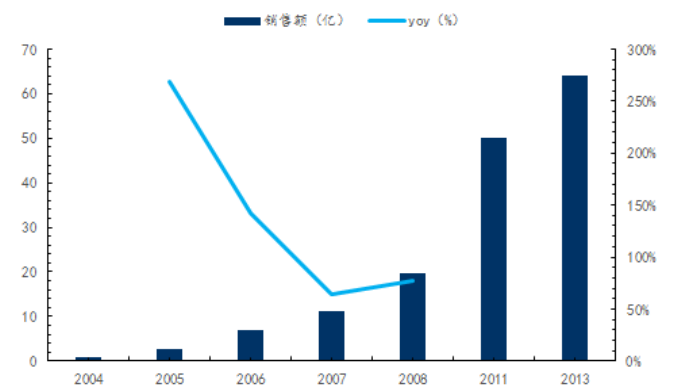
覆盖低中高全价格带, 产品结构丰富

公司拥有洋河、双沟两个中国名酒、两个中华老字号、拥有“洋河”、“双沟”、“蓝色经典”、“珍宝坊”、“梦之蓝”等五枚中国驰名商标。公司产品结构一直在不断完善, 03 年推出蓝色经典系列, 该系列在原有的洋河大曲基础上做出拓展, 涵盖中端、次高端、高端及超高端产品。2011 年公司完全收购双沟之后将双沟系列产品纳入公司产品体系中, 公司产品结构进一步完善。

此外, 公司不断收购其他区域的酒企将其他品牌纳入公司产品体系。2016 年洋河收购贵州贵酒, 从浓香领域拓展到酱香领域。2016 年底 2017 年初, 公司推出梦之蓝手工班系列, 定价 1688 元, 该产品弥补 M6 和 M9 中间价格带的空白。此外, 公司还推出线上专属产品邃之蓝、高之蓝和遥之蓝产品以及专为微商渠道定制的洋河无忌, 这都进一步丰富了洋河的渠道营销方式。

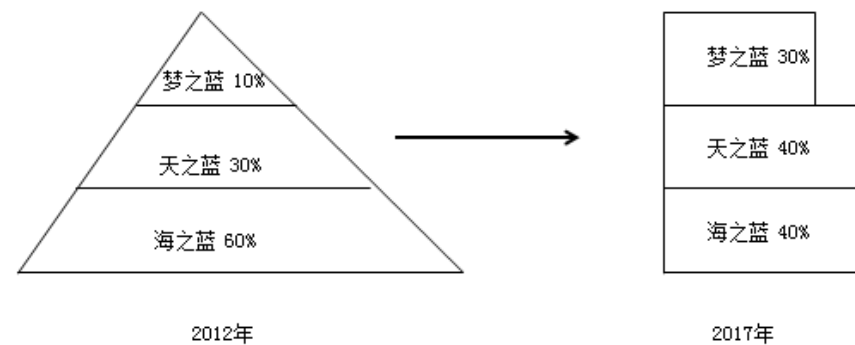
2018 年 2 月, 公司推出重磅新品梦之蓝 M1 尊享版, 继续加码次高端, 抢占次高端市场红利。这样更加丰富公司的产品结构, 覆盖低中高全价格带。

图 22: 2004-2013 年海之蓝收入 (亿)



资料来源: 酒业家, 糖酒资讯, 第一营销网, 国信证券经济研究所整理

图 23: 蓝色经典占比情况 (%)

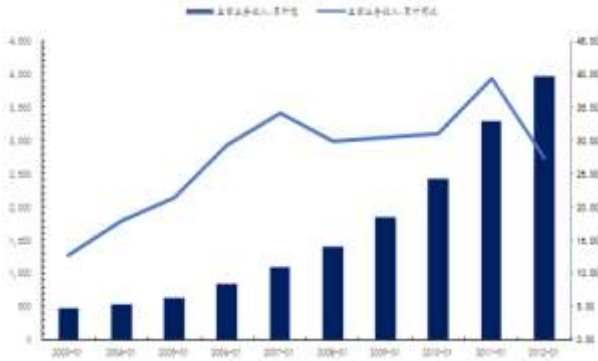


资料来源: 第一营销网, 酒业家, 国信证券经济研究所整理

下面我们从当时的行业环境、公司战略、销售模式及当时区域布局来探究海之蓝成为中端大单品王的原因, 寻找天之蓝可以借鉴的经验。

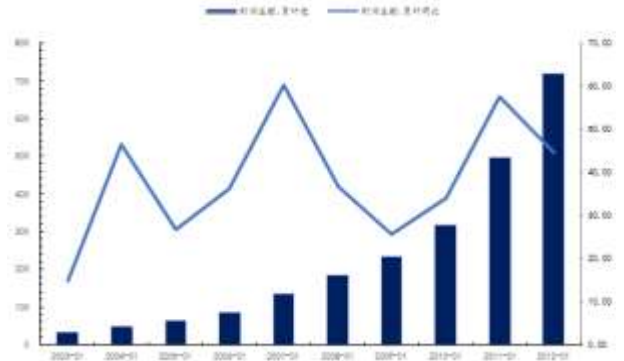
行业环境。蓝色经典上市是 2003 年下半年, 而中国白酒行业调整周期 (1998 年-2003 年) 刚刚结束, 步入白酒行业黄金十年。这一轮白酒牛市主要是高端白酒品牌的舞台, 茅五泸、酒鬼酒、水井坊等酒企中的高端产品在这十年价格飙涨, 由于黄金十年主要酒企注重高端超高端品牌的开发, 中端产品的关注度没有那么高, 这给海之蓝的扩张提供了良好的外部环境, 也成就了海之蓝 100 元-200 元价格带单品王。

图 24: 白酒行业 03-12 年主营业务收入 (亿) 及 yoy (%)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 25: 白酒行业 03-12 年利润总额 (亿) 及 yoy (%)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

公司战略。公司先进行国企改革 (经过 02 年和 06 年两次改制), 理清利益关系, 利益绑定管理层, 然后在深交所 (09 年 11 月中小板) 上市。公司管理层比较稳定, 这保证公司的经营战略中长期不会发生太大变化, 同时也保证公司管理层和股东层面的利益是一致的, 这也为海之蓝业绩爆发奠定了良好的基础。蓝色经典上市之初, 公司的战略是集中资源和优势推广海之蓝, 先省内后省外。

图 26: 公司最新十大股东占比情况 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

销售模式。对于海之蓝中端产品, 洋河采取深度分销利用盘中盘模式, 创建厂商为主的“1+1”模式和利用“4*3”终端模式去拓展业务和区域。盘中盘模式是厂家集中资源做好重点地区的 A 类酒店, 形成示范效应, 拉动经销商做好 B 类、C 类酒店餐饮, A 类酒店为“内盘”, 其它酒店为“外盘”。而 2000 年餐饮业开始繁荣, 洋河刚好赶上机遇, 外加“1+1”模式公司直接向终端市场投放资源, 承担开发风险, 经销商负责物流和资金周转。此外, 4*3 终端营销模式, 将营销重点由渠道和终端从经销商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。此模式是在核心酒店费用过高的情况下, 开发各区域的核心企事业单位, 进入团购渠道。

表 9: 4*3 模式解读

选项	内容	
定义	保证目标消费群不使，但在核心酒店费用过高情况下，改为开发各区域的核心企事业单位	
具体措施	三方联动	集团销售、核心酒店、媒体联动
	三位一体	重点客户部、酒店部、品牌推广部
	三大标准	品牌理念、社会背景、资金实力
	三者关系	公司和经销商责任、权利、义务关系

资料来源：公司官网，酒业家，国信证券经济研究所整理

区域布局。针对海之蓝，公司先在大本营江苏北部五个城市进行推广，然后往苏中三个城市及苏南五个城市进行推广。等待时机成熟时，将海之蓝往省外进行推广，配合上述销售模式在江苏周边省份如安徽、河南、山东等推广，然后再往范围更广的省份进行推广。这种方式最终促使海之蓝既在省内站稳脚跟，又能在省外生根发芽。2008 年末洋河共打造 42 个营销网点，其中江苏市场 13 个，江苏以外市场 29 个。

表 10: 蓝色经典 2008 年营销区域一览

销售地区	营销区域
江苏市场	徐州、淮安、盐城、连云港、宿迁、扬州、泰州、南通、苏州、无锡、常州、镇江、南京
南部	上海、皖南、皖中、皖北、福建、江西、浙江、湘鄂、云川渝、黔贵、海南、广州、深圳、粤中、粤东、粤西
中部	豫北、豫中、豫东、豫西、鲁南、鲁中、鲁东、晋陕、西北
北部	北京、东北、华北、辽宁

资料来源：洋河股份招股说明书，酒业家，国信证券经济研究所整理

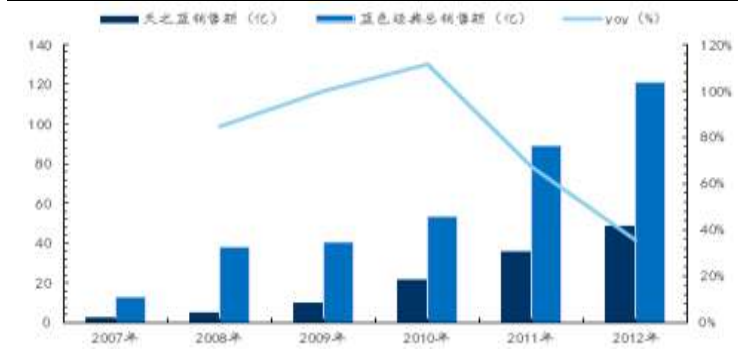
从以上四个方面，我们可以发现海之蓝能够成为中端产品价格带的大单品王，是内外因共同作用的结果，离不开行业大环境，也离不开公司战略的严格执行、销售模式的选择以及推广区域的布局。

天之蓝借鉴海之蓝模式有望成为 300-400 元价位大单品王

海之蓝已成为中端产品 100 元-200 元价格带的大单品王，那么天之蓝能否成为 300 元-400 元次高端价格带的大单品王？

通过以上演绎海之蓝中端产品的大单品王之路，我们认为天之蓝是可以借鉴其模式成为 300 元-400 元次高端价格带的大单品王。天之蓝是海之蓝的升级版，天之蓝在过去几年的业绩表现一样出色。据第一营销网报道，2007 年天之蓝销售收入 2.71 亿，2008 年天之蓝销售收入 5 亿元，洋河整体销售 37.6 亿元；2009 年天之蓝销售 10 亿元，洋河整体销售 40.02 亿元；从 2009 年起，天之蓝的销量贡献率逐年快速提高，2010 年上半年天之蓝在省内蓝色经典系列中的比重已经达到 60%。按天之蓝高峰期占蓝色经典 40% 比例，我们经过测算，认为 2012 年天之蓝销售额约为 48.36 亿，5 年复合增长率约为 78%。

图 27: 2007 年-2012 年天之蓝收入情况 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

下面我们将从目前的行业环境、公司战略、销售模式、区域布局等因素探究天之蓝成为 300 元-400 元次高端价格带大单品王的可能性。

行业环境。上一轮行业调整期（2013 年-2015 年）已经过去，行业迎来复苏，行业集中度持续提升。由于前面已论述本轮白酒行业复苏的原因及表现，此处不再赘述。此处只强调一点，本轮复苏叠加消费升级因素，白酒的主要消费人群由原来的三公消费群体转为商务和个人为主的消费群体，基础比以往更加夯实。伴随着消费升级及高端酒稀缺性，次高端白酒性价比高，成为市场的宠儿，这对于天之蓝是个利好的因素。

公司战略。自 2015 年王耀先生担任洋河股份公司董事长，张雨柏先生退出洋河股份董事会担任苏酒集团董事局主席，公司管理层没有太大变动，比较稳定。此外，公司也有意将天之蓝打造成 300 元左右价格带的大单品。为此，2017 年公司进行调整，主要表现在三个方面，一是控制市场库存，省内、省外都调整完毕，为未来动销打下基础；二是产能已提前进行布局；第三，营销方面做出调整，广告追求直达消费者，并加大面向终端和新媒体的投入。这对于天之蓝也是个利好消息。

销售模式。天之蓝的销售模式可借鉴海之蓝的成功经验，将 4*3 模式发挥到极致。外加公司为应对上一轮白酒调整与时俱进提出的“5382”模式，天之蓝有望继续发力。

区域布局。本轮复苏叠加消费升级因素，“海升天”，“天升梦”是趋势。省内市场中苏北地区目前呈现出海之蓝往天之蓝升级的趋势，苏南地区目前呈现出天之蓝向梦之蓝升级的趋势；省外市场特别是新江苏市场（主要指河南、山东、安徽、浙江及上海等区域）目前也呈现出海之蓝往天之蓝升级，天之蓝往梦之蓝升级的趋势。公司省外营收由 2008 年的 6.77 亿元增长到 2012 年的 61.47 亿元，4 年复合增长率为 55%，8 年的复合增长率为 21.20%。省外市场特别是新江苏市场未来将是天之蓝的主战场。公司未来的规划也是省外营收占比要超过省内，实现全国化道路。

图 28: 2008 年-2016 年公司省内外收入 (亿) 及 yoy (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 我们认为天之蓝未来有望复制海之蓝在 100 元-200 元价格带大单品王之路, 成为 300 元-400 元次高端价格带的大单品王。

梦之蓝借消费升级抢占高端市场

前面我们已经分析过海之蓝已成为 100 元-200 元价格带的大单品王, 天之蓝有望成为 300 元-400 元价格带的大单品王, 那么梦之蓝呢。凭借消费升级机遇, 蓝色经典高端产品-梦之蓝继续抢占高端市场。

据调研显示, 从绝对额来看, M3> M6> M9, 从销售增速来看 M9> M6> M3。M6 销售占梦系列的 30%, M3 占比更大, M3 和 M6 合计占 80% 以上。据酒业家报道, 梦之蓝 2007 年销售额 0.56 亿, 2008 年销售额 2016 年销售额超过 60 亿, 2017 年销售额约为 107 亿, 10 年复合增长率为 69.09%。梦之蓝将是增长先锋, 省外预计有 50-100% 左右的增长, 省外梦之蓝的规模已经超过天之蓝。

图 29: 2007 年-2017 年梦之蓝收入 (亿) 及 yoy (%)



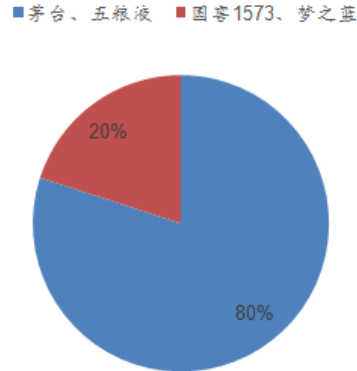
资料来源: 酒业家, 第一营销网, 国信证券经济研究所整理

下面我们从目前的行业环境、公司战略、销售模式、区域布局等来探究梦之蓝抢占高端市场的可能性。

行业环境。 由于梦之蓝系列产品涉及次高端、高端及超高端, 故我们在分析行业环境时, 需要先分析大的行业环境, 然后分析目前的竞争格局。如上述分析天之蓝成为 300 元-400 元大单品的行业一样, 行业目前复苏并回暖。这里重点分析梦 3、梦 6、梦 9 及手工班的竞争格局。前文已经分析过白酒行业竞争格局, 这里不再赘述。由于白酒行业高端超高端白酒竞争格局比较稳定, 洋河有一席之地, 但占比不大, 高端市场 80% 以上份额由飞天茅台和五粮液所占比, 泸州老窖和洋河占剩余的 20%, 高端白酒俱乐部只有三张半门票, 洋河由于高端产品目前占公司总营收比重不大, 故只获得高端白酒俱乐部半张门票。相对于高

端白酒的产量及稀缺性，叠加消费升级因素，梦 3 作为次高端产品的性价比较高，在梦之蓝系列中占比较重，其次是梦 6。

图 30: 高端白酒市场份额占比情况

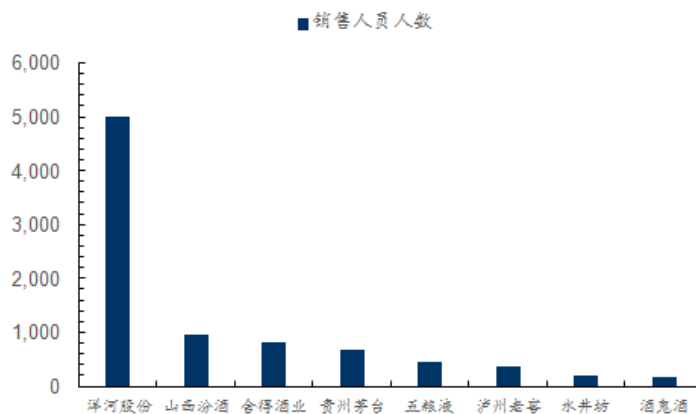


资料来源: wind, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司战略。目前，公司管理比较稳定，这对公司长期经营是有利的。此外，据调研显示公司管理层将梦 3 终端价定于 500 元以上，梦 6 终端价定位于 800 元以上，梦 9 和手工班终端价定位于 1200 元-1500 元价格带产品。为此，公司采取一些措施，最主要的就是产能布局，公司不需要扩产能。

销售模式。借鉴海之蓝的销售模式，和厂商共建“1+1”模式，公司负责区域开发风险，经销商负责物流和资金周转，这样公司可以严格把控营销渠道。且所在区域的营销团队还负责对终端进行指导，直接与终端客户接触，及时了解不同渠道的需求，这样能够保证公司产品研发有的放矢，洋河的渠道做的好归因于和终端消费者接触。采用深度分销的“1+1”模式需要大量的销售人员。公司目前拥有 5000 名销售人员，是上市酒企中销售人员最多的。

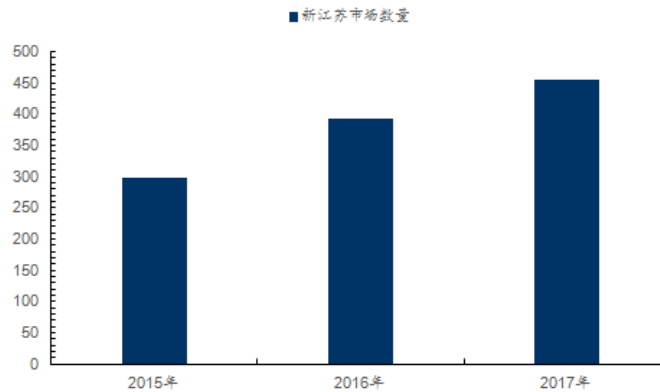
图 31: 目前各主要酒企销售人员数量一览



资料来源: wind, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

区域布局。公司对梦之蓝布局，开始是从省内市场开始推广，主要是在苏南地区。因江苏经济发展不平衡，苏南地区的消费水平远超苏北地区，故公司选择苏南作为推广区域是明智的。此外，省外市场特别是新江苏市场，公司积极布局，先推广海之蓝，后推广天之蓝、梦之蓝。叠加消费升级因素，天升梦趋势越来越明显。省外新江苏市场数量由 2015 年 297 个增长到 2017 年 455 个，两年复合增长率为 23.8%。新江苏市场未来将成为梦之蓝的主战场。

图 32: 2015 年-2017 年规划新江苏市场数量一览



资料来源: wind, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 虽然目前高端市场门票只有三张半, 洋河只拿到半张门票, 但受益于消费升级, 省内苏南呈现天之蓝升级到梦之蓝趋势, 省外主打梦之蓝产品。我们认为梦之蓝抢占高端市场的机会比较大, 未来完全有可能在高端市场列有一席之地, 成为高端产品的代表茅五泸洋。

执行方面: 布局区域有重点, 渠道营销齐发力

区域方面: 巩固江苏大本营, 积极拓展新江苏市场

公司位于江苏北部, 苏北是公司的根据地, 江苏是公司的大本营。公司深耕江苏多年, 确立了苏酒第一的地位。为了实现公司产品全国化, 公司积极开拓省外业务, 特别是新江苏市场战略的提出, 更加明确公司省外市场的目标, 公司更能聚焦资源去占领新江苏市场份额, 2017年规划的新江苏市场有 455 个。

省内市场: 苏北海升天, 苏南天升梦

江苏综合经济实力处于全国前列, 区域经济发展迅速, 规模大且地市县实力强, 城市化水平高。江苏市场因省内三沟一河, 特别是洋河和今世缘在中端、次高端、高端的布局, 导致江苏省内次高端、高端市场竞争激烈, 中端没有那么激烈。上海观峰智力集团调研报告显示, 江苏白酒市场容量约 260 亿且在不断扩容。其中江苏市场茅台销售额约 23 亿, 五粮液销售额约 15 亿, 洋河销售额约 92 亿, 古井贡酒销售额约 7 亿, 泸州老窖销售额约 14 亿, 剑南春销售额约 3 亿, 郎酒销售额约 20 亿 (2017 年年度目标)。

图 33: 江苏省内各主要白酒品牌销售额 (亿)

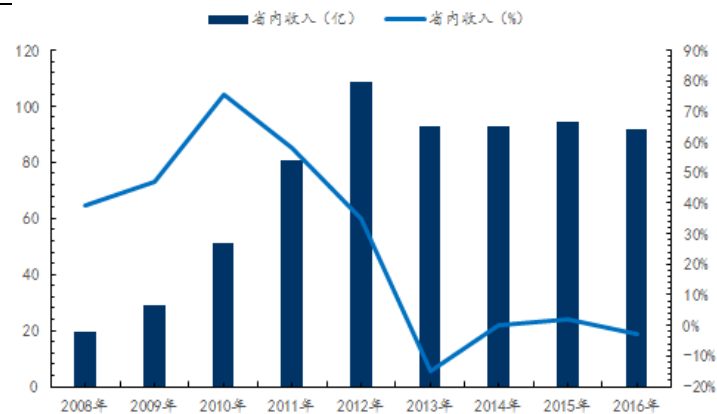


资料来源: 佳酿网, 酒业家, 微酒, 酒食汇, 国信证券经济研究所整理

在江苏市场, 100-300 元之间的价位段一直被洋河海之蓝、天之蓝占据较大市场份额, 其他名酒在此价位段的表现都不是很理想。目前省内市场消费升级趋势非常明显: 宴席市场, 300 元以下无人问津; 梦三增长迅速, 梦六在商务、团购市场份额逐渐扩大。梦九和手工班在高端宴请市场的占比也不断扩大。省内苏北市场海之蓝升级到天之蓝的趋势, 苏南市场天之蓝升级到梦之蓝的趋势, 梦之蓝已经成为消费主流。甚至在苏南、苏中的一些县级市场, 梦 6 已经成为消费主流。

江苏是洋河的根据地, 2016 年占整体营收的 55%。2016 年江苏市场营收 92.01 亿元, 同比下降 2.71%。江苏省内市场占有率虽然很高, 但区域之间差异较大, 最高的县区可以做到 5 亿以上, 最低的不到 1 亿。对于区域的不平衡, 公司计划通过 1-2 年在省内消灭低于亿元销售的县区。

图 34: 2008 年-2016 年省内收入 (亿) 及 yoy (%)



资料来源: wind, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

省外市场: 拓展新江苏市场, 连接点线面成板块

省外市场 2016 年营收占公司总营收为 45%, 公司重点开拓新江苏市场, 新江苏市场占省外市场总营收的 95%左右。新江苏市场战略的实施为洋河蓝色经典全国化道路奠定了基础。公司将年销售额 800 万以上的县区和年销售额 1500 万以上的市划分为新江苏市场, 不在仅仅局限于以省为单位做划分, 新江苏市场对渠道进行扁平化管理, 费用直接从总部划分给新江苏市场, 同时在人力资源方面进行倾斜, 从而使得资源投入更聚焦。真正做到集中资源, 聚焦投入, 这大大激发了销售人员和当地经销商积极性。新江苏市场是一个资源聚焦, 梯

次推进的策略，将优势资源进行聚焦投入，复制江苏经验，然后连线做板块市场，最后形成面，整体市场启动，实现省外市场的突破和深度全国化。

公司目前重点打造河南、安徽、山东、浙江、上海等“新江苏市场”，未来将成为公司业绩增长引擎，预计将保持 30%左右的高增长。

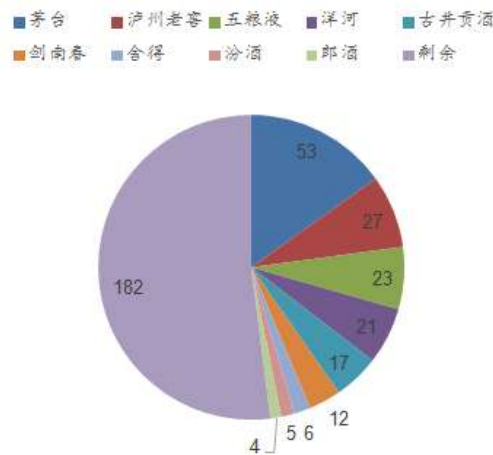
下面我们重点分析以上四省一市以及河北省的市场容量及竞品收入情况，探究新江苏市场复制公司江苏市场收入的可行性。

河南地区。2003-2012 是中国白酒发展扩容增长的“黄金十年”，豫酒在宋河、仰韶、宝丰、杜康、张弓、赊店六大品牌的带领下尽享行业发展周期的红利。随后遭遇国家限制“三公消费”和“禁酒令”，白酒行业开始进入深度调整期。这次行业调整开始并没有对以中低端产品（河南省内酒企产品更多定位在 100 元-300 元价格带）为主的豫酒造成过大的冲击，相反却是中高端白酒遇冷。但豫酒并没有抓住机遇进行转型升级，反而不断消耗行业发展的周期红利，致使豫酒企业与相邻的徽酒、苏酒、鄂酒之间的差距不断拉大。

截至 2016 年，豫酒营收在 20 亿元以上酒企一家都没有，营收在 10 亿元以上的只有宋河和仰韶两家，甚至更多的地方小酒企营收只有几千万元。从外部因素上来说，茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、古井等省外强势酒企纷纷入侵河南市场，攫取了大量的市场份额。

目前河南白酒市场容量约 350 亿，其中茅台销售额约 53 亿，五粮液销售额约 23 亿，洋河销售额约 21 亿，古井贡酒销售额约 17 亿，泸州老窖销售额约 27 亿，汾酒销售额约 5 亿，剑南春销售额约 12 亿，郎酒销售额约 4 亿（2017 年年度目标），舍得销售额 6 个多亿。

图 35: 河南省各主要品牌收入（亿）



资料来源：微酒，佳酿网，酒业家，酒食汇，国信证券经济研究所整理

从以上数据来看，河南地区洋河的销售额占比为 6%，尚不足 10%。我们认为对照省内洋河市占率，还有至少 4 倍的空间，即销售额从目前的 21 亿增长到未来的 84 亿以上。

安徽地区。2016 年安徽省白酒产量 44.89 万吨，占全国白酒总产量的 3.30%，排名全国前十，是产销大省；安徽白酒市场容量约 250 亿，其中茅台销售额约 8 亿，五粮液销售额约 7 亿，洋河销售额约 14 亿（其中梦之蓝销售额 1 个多亿），泸州老窖销售额约 4 亿，剑南春销售额约 3 亿，古井贡酒销售额约 70 亿，迎

驾贡酒销售额约 60 亿，金种子酒销售额约 30 亿元，口子窖销售额约 30 亿元，皖酒销售额约 10 亿元，宣酒销售额约 10 亿元，水井坊销售额约 5000 万，汾酒目前尚未进入安徽市场。

从价格带看，徽酒在 50-300 元价格带表现强势，而省外品牌在 300 元以上的次高端、高端及超高端市场和 50 元以下的低端市场相对占优；其中徽酒呈现出“100-300 元以古井和口子窖头垄断、50-100 以迎驾、宣酒、高炉家等品牌为主、50 元以下以金种子、文王贡等品牌为主”的分层竞争格局。

图 36: 安徽省各主要品牌收入 (亿)



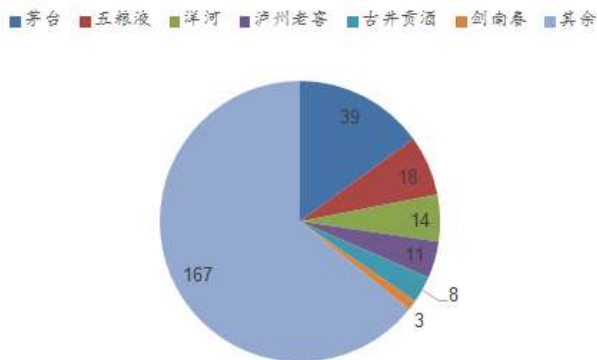
资料来源: 微酒, 佳酿网, 酒业家, 酒食汇, 国信证券经济研究所整理

从以上数据来看，洋河在安徽省的市占率约为 5.6%，尚不足 10%。对照省内洋河市占率，至少有 4 倍的发展空间，即销售额从目前的 14 亿增长到 56 亿以上。此外，梦之蓝在安徽市场的销售额还有望借着消费升级趋势继续增长，由目前的 1 个多亿销售额增长到 4 个多亿。

山东地区。山东市场开放程度仅次于河南市场，地域化程度高。因山东地区并无强势本土品牌，全国性名酒、二线名酒都在山东有不俗表现，地产酒产品基本都集中在 300 元以下。次高端以上产品基本都由像贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、剑南春等外部强势品牌占据。

山东市场容量约 260 亿，其中茅台销售额约 39 亿，五粮液销售额约 18 亿，洋河销售额约 14 亿，古井贡酒销售额约 8 亿，泸州老窖销售额约 11 亿，剑南春销售额约 3 亿。

图 37: 山东省各主要品牌收入 (亿)



资料来源: 微酒, 佳酿网, 酒业家, 酒食汇, 国信证券经济研究所整理

从以上数据可以看出，山东市场洋河的市占率约为 5.4%，尚不足 10%，对照省内洋河市占率，至少有 4 倍的发展空间，即销售额从目前的 14 亿增长到 56 亿以上。

浙江地区。浙江地区作为黄酒生产大省和红酒消费大省，本土一直缺乏知名的白酒生产厂家和品牌，凭借雄冠全国的民营经济和强大的居民消费力，白酒消费能力却名列全国前列。白酒企业比较少且价格带多处于 300 元以下价格带，300 元以上次高端、高端产品基本都由像茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、剑南春等外地强势品牌占据。

浙江市场容量约 230 亿，其中茅台销售额约 20 亿，五粮液销售额约 11 亿，洋河销售额约 9 亿，古井贡酒销售额约 2 亿，泸州老窖销售额约 5 亿，剑南春销售额约 6 亿。

图 38: 浙江省各主要品牌收入 (亿)



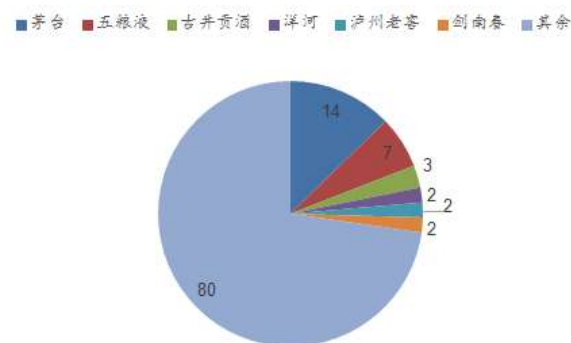
资料来源：微酒，佳酿网，酒业家，酒食汇，国信证券经济研究所整理

从以上数据来看，浙江地区洋河市占率约为 4%，尚不足 10%，对照省内洋河市占率来看，至少有 4 倍发展空间，即销售额从目前的 9 亿增长到 36 亿以上。

上海地区。上海作为中国最为开放的城市，居民消费水平居全国前列。目前上海市场白酒种类繁多，贵州酒、川酒、徽酒等几大家族旗下的品牌无数。目前上海白酒消费只占了整体酒类消费的极少部分，啤酒、黄酒、红酒、白酒所占份额分别是 4:3:2:1。

上海白酒市场容量约 110 亿，其中茅台销售额约 14 亿，五粮液销售额约 7 亿，洋河销售额约 2 亿，古井贡酒销售额约 3 亿，泸州老窖销售额约 2 亿，剑南春销售额约 2 亿。

图 39: 上海市各主要品牌收入 (亿)



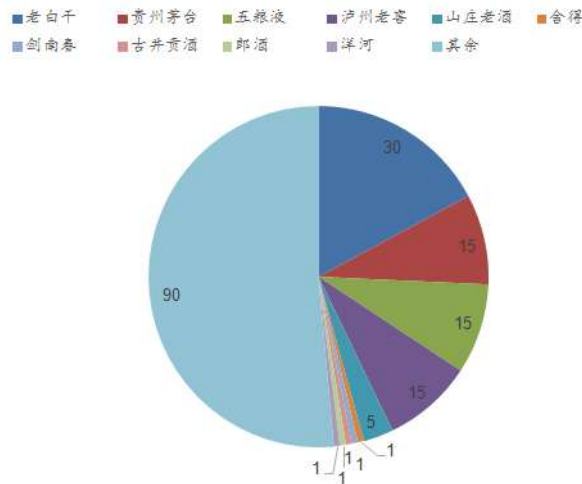
资料来源：微酒，佳酿网，酒业家，酒食汇，国信证券经济研究所整理

从以上数据来看，上海地区洋河市占率约 2%，相比省内洋河 35%的市占率而言，至少有 4 倍空间，即销售额从目前的 2 亿增长到 8 亿以上。

河北地区。河北属于半开放型市场，地产龙头老白干酒一枝独秀。河北市场的竞争格局介于安徽市场的封闭型和河南市场的开放型之间的状态，市场包容性大，外来品牌居多，外来品牌与本区域龙头各占一块地盘，外来品牌中泸州老窖、郎酒、洋河和古井贡酒基础相对较好，河北市场产品竞争比较充分，也最为激烈。

河北省消费水平较低，高端酒的消费主要集中在唐山、石家庄和秦皇岛三个经济相对发达、消费水平相对较高的地级市。河北市场的主流价位，也是利润贡献最大的价位集中在 80-200 元的中高端价位。河北市场容量在 150 亿-200 亿，我们取中位数 175 亿。其中老白干销售额约 30 亿，山庄老酒销售额约 5 亿，丛台销售额约 5 亿，茅台销售额约 15 亿，五粮液销售额约 15 亿，泸州老窖销售额约 15 亿，舍得、剑南春、洋河天之蓝等销售额超过 1 亿。

图 40: 河北省各主要品牌收入 (亿)

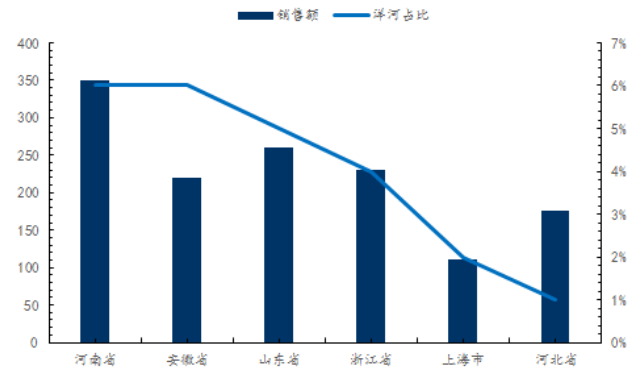


资料来源: 微酒, 佳酿网, 酒业家, 酒食汇, 国信证券经济研究所整理

从以上数据来看，河北市场竞争非常激烈，洋河市占率约 1%，相比省内洋河市占率还有至少 4 倍的提升空间，即销售额从目前的 1 个多亿增长到 4 亿以上。

综上所述，新江苏市场未来还有很大的发展空间，我们认为洋河只要将新江苏市场经营好，公司销售额破千亿是完全有可能的。

图 41: 主要新江苏市场容量和洋河收入情况一览 (亿)



资料来源: 微酒, 佳酿网, 酒业家, 酒食汇, 国信证券经济研究所整理

渠道方面：省内渠道继续下沉，省外继续拓展新江苏市场

江苏省内部发展不平衡，苏北地区经济发展水平弱于苏南地区，这就决定了苏北地区消费水平弱于苏南地区。借着消费升级趋势，苏北由海之蓝向天之蓝升级，而苏南由天之蓝向梦之蓝升级。省外市场也推动“海升天，天升梦”。

此外，公司产品在省内不同区域销售情况也不同，最高的县区可以做到年销售额 5 亿元以上，最低的不到 1 亿销售额。为了提升和巩固公司在江苏省的地位，公司计划通过 1-2 年在省内消灭低于亿元销售的县区，渠道继续下沉扁平化，这将进一步增加公司在省内的市占率。

表 11：省内洋河不同产品价格带 和竞品对比一览

价格带	主力产品
600 元以上	茅五泸、青花郎、梦 6、梦 9、梦之蓝手工班、绿苏、国缘 V 系列等
300 元-600 元	天之蓝、梦 1、梦 3、剑南春、红花郎、水井坊、品味舍得、智慧舍得、酒鬼内参、国缘 K 系列等
100 元-300 元	海之蓝、古井贡酒、老白干、口子窖、迎驾贡酒等
100 元以下	双沟、汤沟、洋河大曲、高沟等；

资料来源：微酒，酒业家，公司年报，国信证券经济研究所整理

省外继续拓展新江苏市场，将点连成线，线连成面，面连成板块，公司将年销售额超过 800 万以上的县区和年销售额超过 1500 万以上的市划分为新江苏市场，改变以往以省为单位的做法，这样能够最大限度的保证新江苏市场的实施。2017 年规划 455 个新江苏市场，大概率能完成。

公司继续采取厂商共建的“1+1”模式，公司负责开发当地市场承担风险，经销商负责物流和资金周转。且配合 4*3 终端营销模式，将营销重点由渠道和终端从经销商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。此模式是在核心酒店费用过高的情况下，开发各区域的核心企事业单位，进入团购渠道。此外，洋河在产品导入初期首选当地一级优质经销商合作，同时也不断培养二级经销商，避免受到一级经销商的牵制，进一步强化公司主导地位。

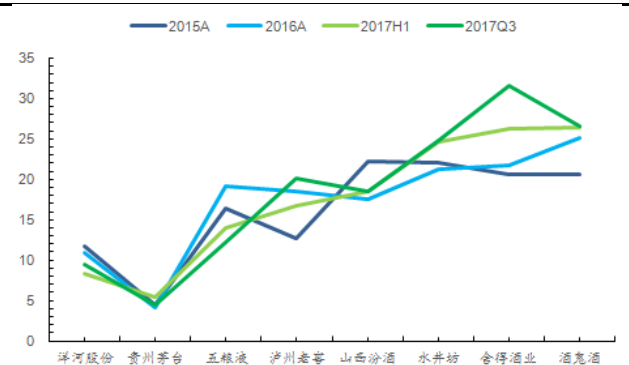
该模式对销售人员数量有要求，公司是目前上市公司销售人员最多的，公司销售人员目前为 5000 人，人员的扩张意味着销售费用的快速增长，这样能够保证新江苏市场的顺利实施，但公司的销售净利率却没有下降，销售费用率在同行中也是较低的。

图 42：2015A-2017Q3 主要酒企销售净利率一览（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 43：2015A-2017Q3 主要酒企销售费用率一览（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

营销方面：积极事件营销，增加品牌知名度

公司营销工作在业内也是首屈一指的。从产品上，公司首先摒弃以前酒企所宣传的香型，创造性地从口感上提出绵柔这个概念让人耳目一新；其次，蓝色经典度数分 38 度、42 度、46 度等满足多元化需求；最后，公司放弃以前酒企主打的黄色、红色包装，改用蓝色包装，和蓝色经典产品相匹配主题。从价格上，公司 2003 年推出的蓝色经典系列产品，也赶上行业发展黄金十年，也是众多酒企推出次高端、高端乃至超高端产品的时机，公司恰如其分地将自己产品定位拔高，从而给消费者留下深刻印象。

从渠道上，公司除采用传统的“1+1”线下销售模式外，积极拥抱互联网，开发洋河 1 号 APP、及时上线天猫、京东商城，受众更加广泛，给予消费者多元化选择，这也给消费者留下深刻印象。

从促销上，公司首先精选广告词，由“洋河蓝色经典，男人的情怀”到创造性地提出“中国梦，梦之蓝”，“中国梦”这个词比政府提出的“中国梦”还要早。其次，投放广告的覆盖比较广，广告的主色调也是蓝色，强化蓝色就代表洋河蓝色经典，积极参与媒体广告如央视广告和央视节目等，如春节前夕的“梦之蓝·敬我最尊敬的人”、“梦之蓝·经典咏流传”。此外，和新浪合作的《一封家书》项目，以及搭档央视节目《谢谢了，我的家》等。这些有“温度”的活动构成了梦之蓝 2018 年品牌 IP 的传播基调，与此前梦之蓝传播中强调“品质”不同的是，这次传播基调“行动和情怀”传递了梦之蓝的情怀与梦想。最后，蓝色经典积极赞助各种赛事，增加品牌知名度，例如梦之蓝成为一带一路论坛专用酒、杭州 G20 峰会国宴用酒。响应国家号召，公司积极走出去，如在巴黎举办的“欢乐春节——法兰西梦之蓝之夜”、在伦敦举办的第三届胡润百富伦敦春晚暨胡润中英关系颁奖盛典、在肯尼亚举办的“绵柔洋河，中国味道”--洋河股份全球推介会、在韩国江陵举办的“为奥运喝彩·为梦想举杯”为主题的中国书画艺术展等都有梦之蓝的影子。此外，2018 年新春伊始，梦之蓝高调亮相“北美之夜”，本次系列盛典从加拿大温哥华到美国洛杉矶，梦之蓝作为主角得到广泛赞扬。这些都为公司后续发展注入新的活力。

图 44：春节前夕洋河微电影《梦之蓝·敬我最尊敬的人》



资料来源：新浪网，酒业家，国信证券经济研究所整理

图 45：春季期间洋河赞助《梦之蓝·经典咏流传》



资料来源：央视，酒业家，国信证券经济研究所整理

图 46: 巴黎“欢乐春节——法兰西梦之蓝之夜”



资料来源: 腾讯网, 酒食汇, 国信证券经济研究所整理

图 47: 2018 年新春, 梦之蓝高调亮相“北美之夜”



资料来源: 腾讯网, 酒食汇, 国信证券经济研究所整理

英国品牌评估机构 Brand Finance 发布“2017 全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜。前 10 名中, 中国有 4 家白酒企业上榜, 洋河以 42.81 亿美元的品牌价值位列全球第 3, 全国第 2, 仅次于茅台。这也是洋河多年营销努力工作的结果。

表 12: 2017 年全球烈酒品牌价值前 10 名一览

品牌	国家	品牌价值 (亿美元)
茅台	中国	115.48
尊尼获加	英国	45.48
洋河	中国	42.81
杰克丹尼	美国	30.55
轩尼诗	法国	27.11
泸州老窖	中国	25.09
百加得	美国	21.85
斯米诺伏特加	美国	20.33
五粮液	中国	19.75
绝对伏特加	瑞典	17.59

资料来源: 酒业家, 搜狐, 国信证券经济研究所整理

风险提示

白酒行业弱复苏; 国家政策调整; 新江苏市场扩张不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2457	2543	6263	10313	营业收入	17183	19786	23430	28097
应收款项	273	304	353	416	营业成本	6203	6971	7995	9339
存货净额	12222	12844	14606	17433	营业税金及附加	310	851	773	927
其他流动资产	10135	12485	14644	17532	销售费用	1869	2038	2366	2782
流动资产合计	25325	28414	36104	45933	管理费用	1582	1708	1940	2285
固定资产	8515	8147	7745	7305	财务费用	(9)	(37)	(65)	(123)
无形资产及其他	1635	1569	1504	1438	投资收益	547	567	575	586
投资性房地产	3308	3308	3308	3308	资产减值及公允价值变动	(48)	(34)	(34)	(34)
长期股权投资	21	19	17	14	其他收入	0	0	0	0
资产总计	38804	41457	48678	57999	营业利润	7727	8788	10961	13439
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30	营业外净收支	34	6	6	6
应付款项	1744	2041	2281	2707	利润总额	7761	8794	10967	13445
其他流动负债	10693	8413	9650	11501	所得税费用	1956	2217	2767	3391
流动负债合计	12437	10484	11961	14239	少数股东损益	(22)	(25)	(31)	(39)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	5827	6602	8232	10093
其他长期负债	330	328	327	326					
长期负债合计	330	328	327	326	现金流量表 (百万元)				
负债合计	12767	10813	12288	14564	净利润	5827	6602	8232	10093
少数股东权益	(16)	(30)	(46)	(67)	资产减值准备	36	(1)	(2)	(2)
股东权益	26053	30674	36436	43501	折旧摊销	725	891	935	974
负债和股东权益总计	38804	41457	48678	57999	公允价值变动损失	48	34	34	34
					财务费用	(9)	(37)	(65)	(123)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(5469)	(4989)	(2496)	(3505)
每股收益	3.87	4.38	5.46	6.70	其它	(48)	(13)	(15)	(18)
每股红利	1.80	1.31	1.64	2.01	经营活动现金流	1119	2524	6688	7575
每股净资产	17.29	20.35	24.18	28.87	资本开支	(638)	(490)	(500)	(500)
ROIC	23%	22%	25%	29%	其它投资现金流	116	0	0	0
ROE	22%	22%	23%	23%	投资活动现金流	(496)	(488)	(498)	(497)
毛利率	64%	65%	66%	67%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	45%	42%	44%	45%	负债净变化	(0)	0	0	0
EBITDA Margin	46%	46%	48%	49%	支付股利、利息	(2714)	(1981)	(2469)	(3028)
收入增长	7%	15%	18%	20%	其它融资现金流	2553	30	0	0
净利润增长率	9%	13%	25%	23%	融资活动现金流	(2874)	(1951)	(2469)	(3028)
资产负债率	33%	26%	25%	25%	现金净变动	(2251)	86	3720	4050
息率	1.6%	1.1%	1.4%	1.8%	货币资金的期初余额	4708	2457	2543	6263
P/E	29.6	26.1	21.0	17.1	货币资金的期末余额	2457	2543	6263	10313
P/B	6.6	5.6	4.7	4.0	企业自由现金流	18	1559	5682	6514
EV/EBITDA	21.8	20.1	16.4	13.6	权益自由现金流	2571	1616	5731	6606

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032