

换挡提速，决战次高端，洋河股份或已锁定次高端龙头

单击此处输入文字。

首次覆盖报告

马浩博(分析师)

证书编号: S0280518060002

● **白酒龙头，酒业“探花”，动力换挡，业绩提速：**白酒市场竞争的本质上是价位段的竞争，我们认为梦之蓝 2018Q1 保持 50%+增速，洋河股份增长驱动力有望从 100-300 元的海天产品换挡为次高端 300+价位梦之蓝。2017 年营收 199 亿继续锁定行业第三。海/天/梦结构有望从 40%/30%/30%向 35%/30%/35% 整体跃升。2018 年 1-5 月海/天/梦增速达到 10%+/5%-8%/50%+。

● **江苏省内海、天、梦为各价位段领头羊，综合市占率遥遥领先：**江苏市场 350-400 亿容量，以上限计算，2017 年洋河股份江苏省内市占率达 40%+，遥遥领先第二名今世缘（市占率 10%左右）。其他品牌如郎酒、泸州老窖等川酒板块整体约占 15%-17%；古井、迎驾、口子窖等徽酒占比不超过 5%。江苏省内 2015-2017 年主动“去库存、理渠道、挺价格”，已恢复至双位数增长

● **深度全国化战略稳扎稳打，省外新江苏纵深发展：**依托海之蓝全国百元价位第一大单品的地位和消费基础，洋河股份积极部署“新江苏”战略，主动引导大区 and 区域分公司/办事处市场做实、渠道做透。目前，省外河南、山东、安徽、河北、湖北、浙江均快速成长为 10 亿+市场。江苏省内外销售贡献 1:1，省内梦之蓝结构性升级快速放量，省外新江苏深度全国化持续拓展下沉，预计全年整体保持 20%左右稳健增速，省外 2018 年贡献首超江苏。

● **首次覆盖给予“强烈推荐”评级：**我们预计 2018-2019 年收入分别为 246.60 亿/295.56 亿，同比 23.8%/19.9%，EPS 分别为 5.65 元/6.97 元，同比 28.41%/23.36%，对应 PE22.7/18.4 倍，给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**江苏省外扩张风险，食品安全风险、宏观经济下滑引发需求不持续风险

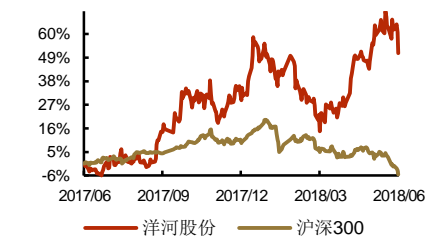
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17183	19,918	24,660	29,556	34,910
增长率(%)	7.0	15.9	23.8	19.9	18.1
净利润(百万元)	5827.2	6,627	8,512	10,508	12,780
增长率(%)	8.6	13.7	28.4	23.4	21.6
毛利率(%)	63.9	66.5	75.7	77.6	79.4
净利率(%)	33.9	33.3	34.5	35.6	36.6
ROE(%)	22.3	22.4	24.9	25.3	25.0
EPS(摊薄/元)	3.87	4.40	5.65	6.97	8.48
P/E(倍)	33.15	29.2	22.7	18.4	15.1
P/B(倍)	7.42	6.5	5.7	4.7	3.8

强烈推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.06.27
收盘价(元):	130.07
一年最低/最高(元):	80.5/149.8
总股本(亿股):	15.07
总市值(亿元):	1,960.14
流通股本(亿股):	12.42
流通市值(亿元):	1,615.72
近 3 月换手率:	20.08%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	14.46	37.6	56.05
绝对	5.1	25.99	50.18

相关报告

目 录

1、 公司简介：苏酒绝对龙头，机制成熟的“双名酒”品牌	4
1.1、 江苏白酒绝对龙头，拥有“洋河+双沟”两大名酒品牌	4
1.2、 企业运营机制成熟，业内领先	4
1.2.1、 股改彻底，管理层持股，追求长期利益稳定与短期利益最大化相结合	4
1.2.2、 “中央集权式”组织模式，高层意志力直达基层	5
1.2.3、 “1+1”深度分销模式，渠道掌控力强	6
1.2.4、 “海天梦想，中国力量”，蓝色经典享誉全国	7
1.3、 2017 年营业收入增速恢复	8
2、 从次高端看洋河股份的市场机会	9
2.1、 白酒市场容量“结构性”扩容显著	9
2.2、 江苏省内市场“结构性扩容”与洋河股份“阶梯式”升级同步	10
2.2.1、 省内主动调整，为长期稳健增长奠定基础	10
2.2.2、 洋河股份江苏省内“阶梯式”升级积极引导，海、天、梦占据各价位段市占率第一	11
2.2.3、 江苏省内品牌竞争加剧，洋河股份笑傲次高端市场	12
2.3、 新江苏市场根基稳固，加速推进深度全国化战略	14
2.3.1、 营销模式创新与复制，保障新江苏市场战略落地	14
2.3.2、 江苏省外“新江苏”精耕河南、山东、安徽等，打造 10 亿+大市场	14
2.4、 产品结构优化+提价，毛利率走高	16
2.4.1、 提价叠加结构优化，剔除消费税影响，毛利率可达 75%	16
2.5、 消费税调整影响净利率略有下降	18
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 洋河股份历史变革	4
图 2： 洋河股份公司股权结构	5
图 3： 大区领导下的分公司、办事处负责制营销架构（示意图）	6
图 4： 江苏省内 75 个办事处（分公司）分布	6
图 5： 江苏省外 310 个办事处（分公司）分布	6
图 6： 洋河股份主要的营销模式	7
图 7： 2004-2018Q1 洋河股份营业收入、增速和年复合增长	8
图 8： 洋河股份营收、归母净利润及其增速	9
图 9： 白酒价格越高外部价值越高	9
图 10： 次高端白酒的市场规模（亿元）	10
图 11： 2017 年洋河股份江苏省内销售收入增长恢复	10
图 12： 江苏省内白酒市场情况	12
图 13： 2017 年洋河股份主要产品结构	12
图 14： 梦之蓝占比提升	12
图 15： 洋河股份白酒平均吨价（万元）	13
图 16： 江苏省白酒市场竞争格局	13
图 17： 2015 年来新江苏市场规划数量	14
图 18： 2015-2017 年江苏省外营收超过 20%	15
图 19： 江苏省外营收占比接近 50%	15
图 20： 洋河股份全国经销商数量（家）	15
图 21： 2017 年洋河股份前五大客户分销比例最低	15
图 22： 洋河股份江苏省外销售额（亿元）及其市占率	16

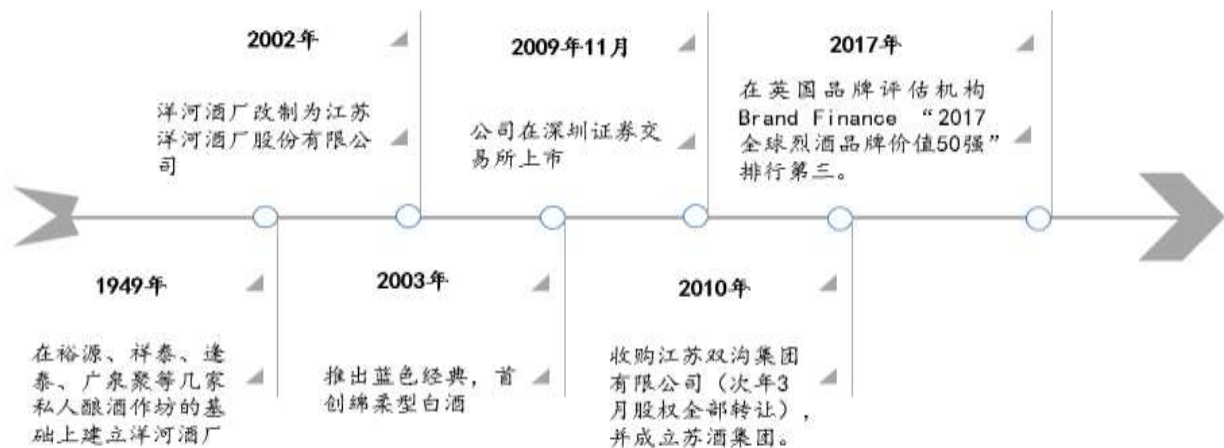
图 23: 2015-2017 年洋河股份在河南省收入 (亿元)	16
图 24: 洋河股份在安徽主要市场	16
图 25: 2015-2017 年洋河股份在安徽省收入 (亿元)	16
图 26: 白酒上市企业毛利率水平	17
图 27: 2018 年毛利率有望达到 75%	17
图 28: 白酒行业税金及其附加水平	17
图 29: 洋河股份销售人员超过 5000 人	17
图 30: 2013-2017 年洋河股份销售人员及其占比	17
图 31: 洋河股份广告及其宣传费用投入	18
图 32: 2017 年洋河股份管理效率提高	18
图 33: 2013 年来公司净利率提高	18
表 1: 历届中国评酒会评选的中国名酒	4
表 2: 公司现任管理层直接持股比例	5
表 3: “1+1”模式与普通小商模式、大商模式的区别	7
表 4: 洋河股份主要产品线	8
表 5: 洋河股份和今世缘提价进程	11
表 6: 洋河股份和今世缘渠道毛利率	11
表 7: 洋河股份海之蓝\天之蓝\梦之蓝市占率位于各价位段首位	11
表 8: 2016 年来洋河股份频频亮相国家级活动	13
表 9: 可比公司估值比较	19

1、公司简介：苏酒绝对龙头，机制成熟的“双名酒”品牌

1.1、江苏白酒绝对龙头，拥有“洋河+双沟”两大名酒品牌

洋河股份历史悠久，坐拥“洋河”“双沟”两大名酒品牌。自2003年推出“洋河蓝色经典系列”以来，凭借卓越的营销模式，建立了稳固的消费基础，打造出“海之蓝”全国百元价位第一大单品，目前已成为营收199亿，行业第三的白酒龙头企业。2016年以来，在消费升级的大背景下，厂家积极引导“提档升级”，省内苏北、苏中、苏南市场主流消费快速跃升，消费主流价格带从海之蓝快速向天之蓝、梦之蓝M3\M6升级，省外新江苏市场积极快速拓展，从2015年297个增长至2018年的495个，目前公司整体营收70%左右来自新江苏市场。

图1：洋河股份历史变革



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

表1：历届中国评酒会评选的中国名酒

	主办方	名酒数量	名酒品牌
第一届	中国专卖实业公司	四种名酒	茅台、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第二届	国家轻工业部	八种名酒	茅台、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	国家轻工业部	八种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、 洋河大曲 、董酒、泸州老窖特曲
第四届	中国食品协会	十三种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、 双沟大曲 、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	中国食品工业协会	十七种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、 双沟大曲 、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：酒业家，新时代证券研究所

1.2、企业运营机制成熟，业内领先

1.2.1、股改彻底，管理层持股，追求长期利益稳定与短期利益最大化相结合

改制彻底，股东+管理层+经销商形成命运共同体。2006年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（已合并为“江苏蓝色同盟股份有限公司”）增资扩股，实现管理层持股。截至2018Q1，公司前十大股东中，洋河集团、管理层（江苏蓝色同盟股份有限公司）和经销商（海烟物流和捷强烟草糖酒）

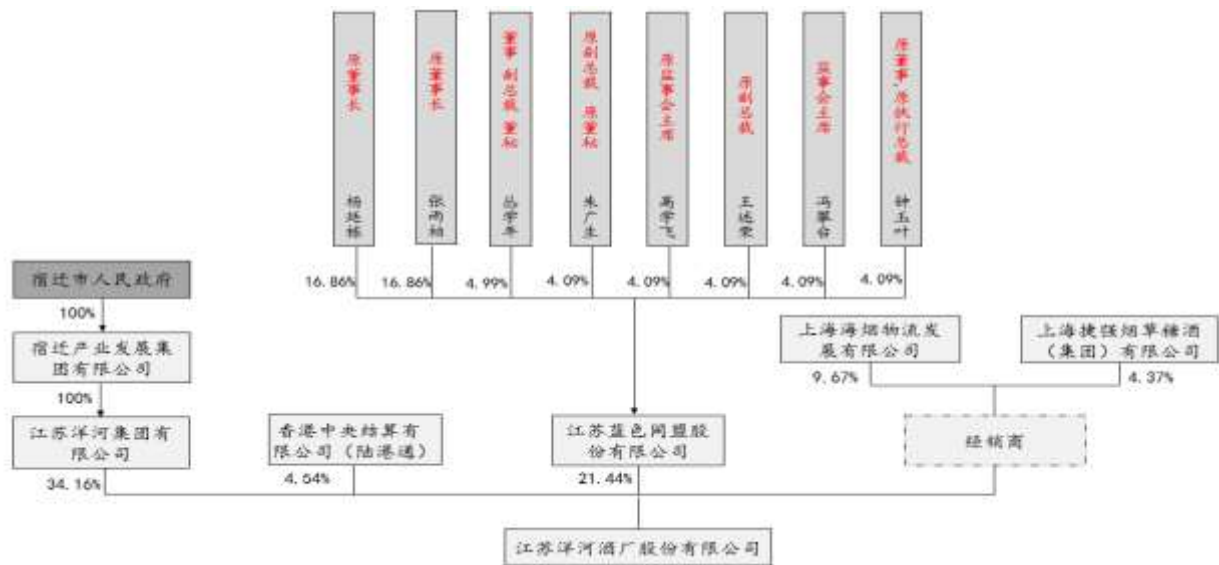
分别持股 34.16%、21.44%和 14.07%，三方利益相连，激发了管理层和经销商积极性。

表2: 公司现任管理层直接持股比例

姓名	职位	持股数量(股)	持股比例
钟玉叶	原董事,原执行总裁	5,912,011	0.39%
冯攀台	监事会主席	5,677,986	0.38%
丛学年	董事,副总裁,董事会秘书,财务负责人	3,378,291	0.22%
周新虎	董事,副总裁,总工程师	2,878,291	0.19%
郑步军	副总裁	65,000	-
王耀	董事长	30,002	-

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图2: 洋河股份公司股权结构



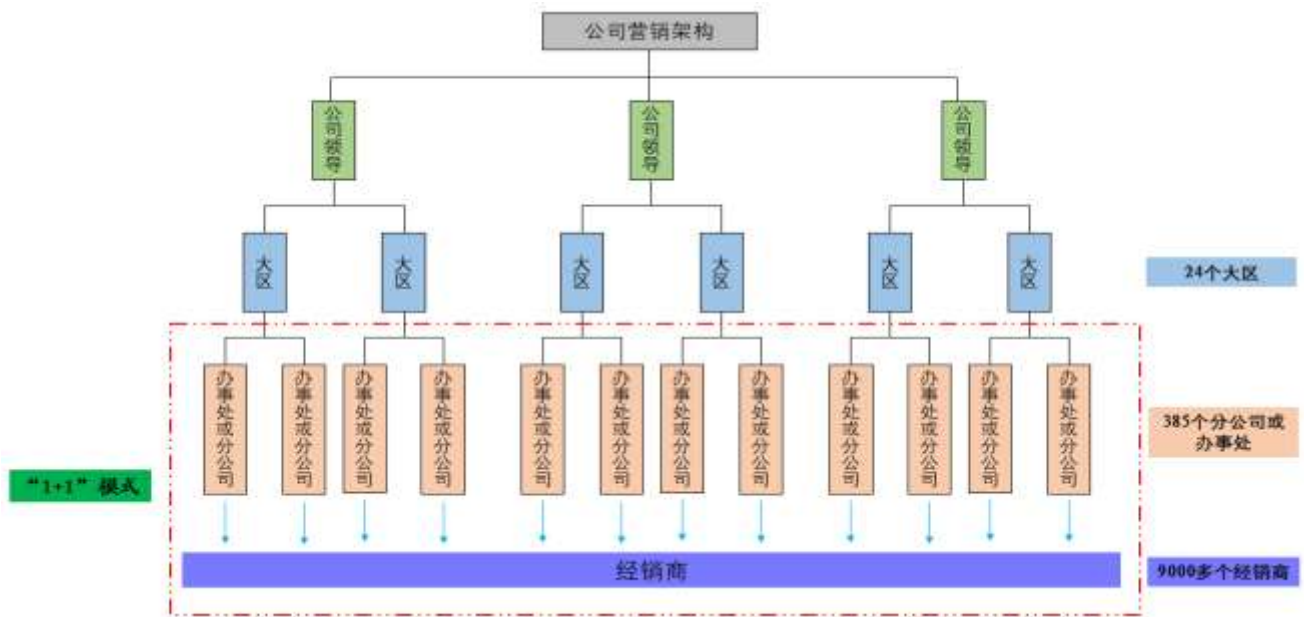
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

1.2.2、“中央集权式”组织模式，高层意志直达基层

极致化保障完善：前后台一条线，中央集权，保证了高层意志的快速落地。

销售公司苏酒集团贸易股份有限公司下设办公室、销售部、市场部、督导部、品牌部、定制酒中心、秩序管理部等等系统化职能支撑系统，前台实施大区领导下的分公司、办事处负责制，目前设立 24 个大区，下设 385 个分公司、办事处。洋河股份“1+1”深度分销模式，由分公司（办事处）派驻专人服务经销商、团购商，匹配完善的作业流程和人员绩效考核方案，实现了战略、策略、落地执行及督导体系的执行闭环。

图3: 大区领导下的分公司、办事处负责制营销架构 (示意图)



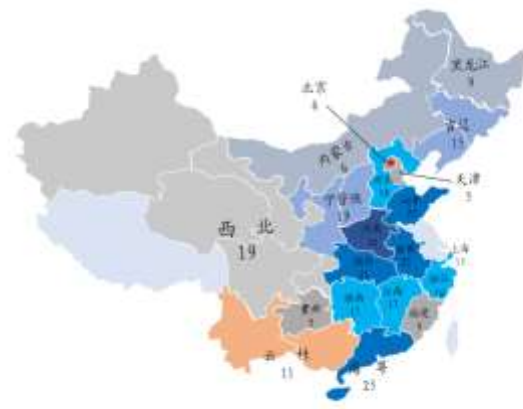
资料来源: 公司官网, 公司公告, 公司年报, 新时代证券研究所

图4: 江苏省内 75 个办事处 (分公司) 分布



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图5: 江苏省外 310 个办事处 (分公司) 分布

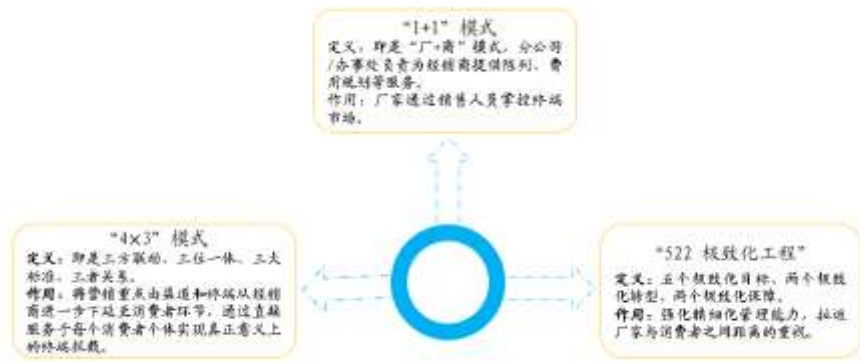


资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

1.2.3、 “1+1” 深度分销模式, 渠道掌控力强

公司自从创立起, 在创新产品的同时, 也不断进行销售模式的创新。“1+1”模式: 由厂家所主导, 公司为经销商提供市场开发、品牌推广、消费者教育、产品陈列等服务, 解决经销商的市场问题, 而经销商主要负责物流和资金周转, 起到仓储和商品配送的作用。“4×3 模式”和“522 极致化工程”: 进行深度分销, 缩短厂家和终端消费者距离, 树立和维护品牌形象。营销模式创新配合品牌塑造, 为公司江苏省内渠道下沉和省外市场扩张打下坚实的基础。

图6： 洋河股份主要的营销模式



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

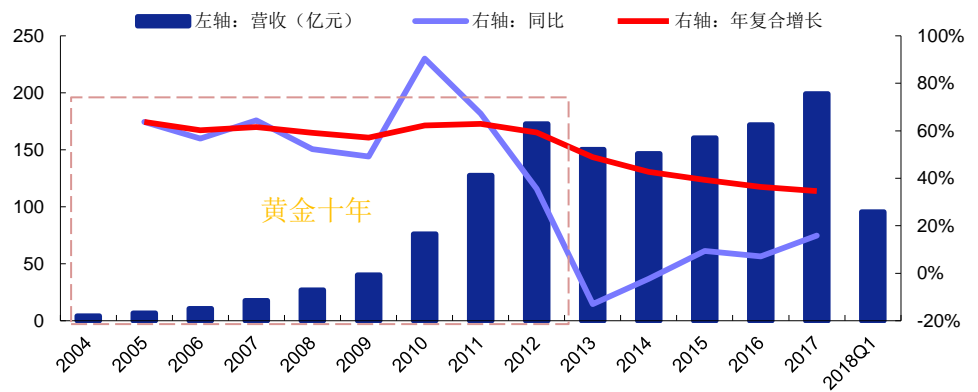
表3： “1+1”模式与普通小商模式、大商模式的区别

模式	“1+1”模式	普通小商模式	大商模式
模式简介	由厂家所主导，公司为经销商提供市场开发、品牌推广、消费者教育、产品陈列等服务，解决经销商的市场问题，而经销商主要负责物流和资金周转，起到仓储和商品配送的作用。	经销商分销金额较小，厂家主导营销环节，经销商负责配送。	厂家主负责经销商进行接触，经销商全权负责区域营工作。
经销商利润	由于终端由厂家负责，渠道毛利率相对较低。	终端由经销商运营，毛利率相对较高。	大商分销能力强，议价能力高，渠道毛利率最高。
优势	厂家终端掌控力强，便于管理，防止窜价，对经销商依赖相对较弱。	有利于渠道下沉，厂家议价能力强。	资金充足、渠道资源丰富，能够迅速覆盖省级、市级市场，忠诚度高、营销能力强。
劣势	厂家终端投入高，销售费用高攀。	经销商忠诚度低，资金压力大，市场影响和营销能力弱。	厂家对终端掌控力弱，缺乏渠道下沉动力。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

1.2.4、“海天梦想，中国力量”，蓝色经典享誉全国

从“男人的情怀”到“中国梦·梦之蓝”再到“新国酒”高端场景植入，洋河蓝色经典·海之蓝/天之蓝/梦之蓝积累了深厚的品牌认知和消费者基础。自2003年推出以来，蓝色经典占比稳步提升，逐步成长为占公司销售70%+的中流砥柱。行业黄金十年洋河股份业绩高速发展，2004-2012年营收复合增长率达59%。海之蓝更是逐步成长为百元价位全国化第一大单品。

图7： 2004-2018Q1 洋河股份营业收入、增速和年复合增长

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

表4： 洋河股份主要产品线

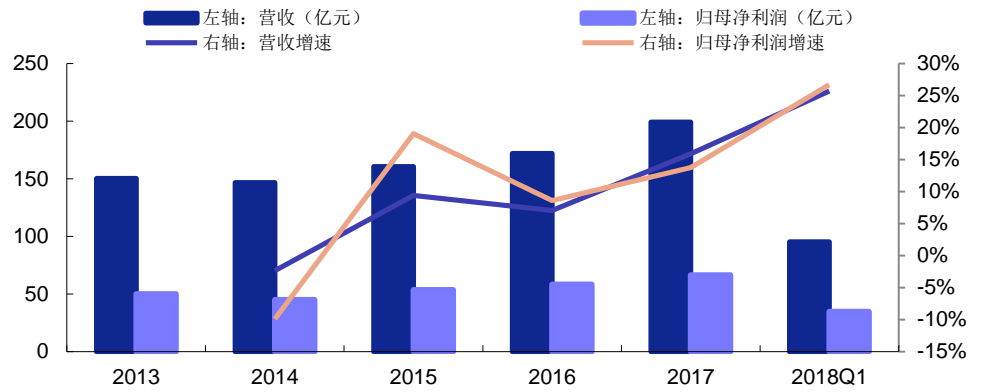
品牌系列	代表产品	覆盖价位带 (元)	定位	消费场景
蓝色经典系列	梦之蓝 M9	1000+	高端	政商务高端宴请
	梦之蓝·手工班			礼品
	梦之蓝 (M3、M6)	300-800	次高端	政商务消费
	天之蓝	300-500	中高端	聚饮
海之蓝	100-200	家宴		
双沟&老名酒	洋河·小海	百元左右及以下	中档及以下	大众消费
	洋河大曲			
	柔和双沟			
	洋河蓝优			
	双沟珍宝坊·君坊			

资料来源：公司官网，京东商城，新时代证券研究所

1.3、2017 年营业收入增速恢复

2017 年量价齐增，营收实现，一季度顺利实现开门红。2017 年洋河股份营收 199 亿元，同比增长 16%；归母净利润 66 亿元，同比增长 14%。主要原因：1) 江苏省内渠道下沉，重点深耕乡镇市场，加大对老名酒推广。2) 全国化进程加快，省外市场调整接近尾声，新江苏市场发力。3) 消费升级影响，提价带动价位提升。2018 年春节滞后，一季度动销旺季，实现营收 95 亿元，同比增长 26%；归母净利润 35 亿元，同比增长 27%，实现开门红。

图8： 洋河股份营收、归母净利润及其增速

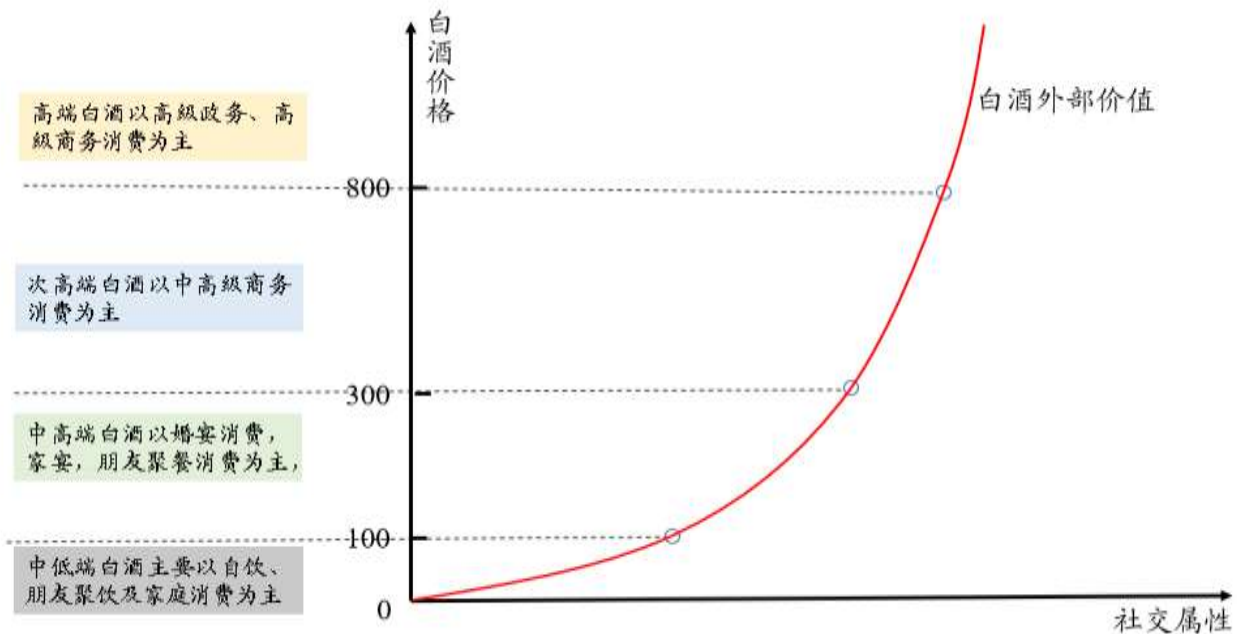


资料来源：公司年报，新时代证券研究所

2、从次高端看洋河股份的市场机会

白酒具有明显的社交属性。白酒的本质是社交，白酒市场竞争的本质是价位段竞争，且随着价格的提高，社交属性越强，外部价值越高。

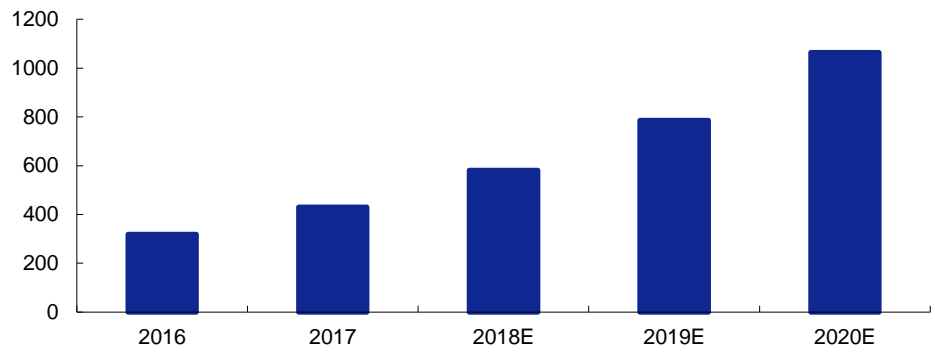
图9： 白酒价格越高外部价值越高



资料来源：赶酒会，新时代证券研究所

2.1、白酒市场容量“结构性”扩容显著

次高端扩容。消费升级的大背景下，飞天茅台价格提高抬升了行业天花板，为区域龙头品牌及全国次高端品牌的发展拉大了生存和发展空间。具体表现为区域龙头生命线价位 100-300 元快速发展和次高端 300-600 元价位加速扩容。预计未来 5 年次高端价位段容量将从目前的 7% 左右份额提升至 15%-17%，即从 400 亿左右提升至 1000 亿级。

图10: 次高端白酒的市场规模(亿元)

资料来源: 中国产业信息网预测, 新时代证券研究所

2.2、江苏省内市场“结构性扩容”与洋河股份“阶梯式”升级同步

2.2.1、省内主动调整, 为长期稳健增长奠定基础

省内调整结束, 实现轻松上阵。2015-2017年公司对省内进行主动调整, 包括去库存、稳价格、理渠道等, 以牺牲短期业绩收入为代价, 将海之蓝、天之蓝、梦之蓝渠道价格及实际成交价提升10%-20%, 理顺了渠道利益价值链, 延长产品生命周期, 导入配额制等为2016年以来的业绩稳健增长提供了机制保障。

图11: 2017年洋河股份江苏省内销售收入增长恢复

资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

提价进程持续, 经销商信心大振。2015年经销商毛利3%-5%, 信心受挫, 终端毛利不足5%, 海之蓝实际成交价115元左右。2017年行业回暖持续, 公司对海/天/梦3/梦6每瓶分别提价4元/6元/15元/20元, 有利公司价位提档和盈利能力提高。2018年7月公司再次提高终端和出厂价, 此次提价: 1) 提高公司盈利能力, 吸收消费税调整影响。2) 有利于价位提档, 顺应江苏省消费升级。3) 增厚经销商毛利率, 改善厂商关系, 预计经销商毛利率提升2-3pct, 达到10%-15%。

表5: 洋河股份和今世缘提价进程

公司	时间	提价进程
洋河股份	2017	出厂价: “梦”系列梦三、梦六、梦九分别提高 10 元、20 元、30 元
	2018/2/15	出厂价: 海之蓝上调 4 元/瓶、天之蓝上调 6 元/瓶, 梦三、梦六提升 15 元/瓶、20 元/瓶。
	2018/7/1	终端价: 海之蓝 60 元/箱, 天之蓝 100 元/箱, 梦三 110 元/箱, 梦六 140 元/箱, 梦九 600 元/箱。 出厂价: 海之蓝 4 元/瓶, 天之蓝 6 元/瓶, 梦三 5 元/瓶, 梦六 5 元/瓶, 梦九 10 元/瓶
今世缘	2017/7/1	终端价: 对开国缘提价 10 元、四开国缘提价 20 元
	2017/11/1	终端价: 四开国缘上调 20 元/瓶、对开国缘上调 15 元/瓶、单开国缘上调 10 元/瓶、柔雅国缘上调 10 元/瓶、淡雅国缘上调 5 元/瓶。
	2018 年初	出厂价: 由于包材上涨, 公司对产品出厂价调高 5%。

资料来源: 洋河股份公司公告, 今世缘公司公告, 徽酒, 新时代证券研究所

表6: 洋河股份和今世缘渠道毛利率

时间	品牌	经销商毛利率	烟酒店毛利率	备注
2015 年提价前	洋河股份	3%-5%	5%	
2018 年多次提价后	洋河股份	8%-12%	5%-10%	主导产品综合毛利
	今世缘	15%-17%	8%-15%	

资料来源: 酒业家, 徽酒, 新时代证券研究所

2.2.2、洋河股份江苏省内“阶梯式”升级积极引导, 海、天、梦占据各价位段市占率第一

洋河股份产品升级呈“阶梯式”特征: 江苏消费整体较高, 苏北、苏中、苏南消费多有差异, 消费升级阶段多有不同, 苏北仍以海之蓝价位消费为主, 处于向天之蓝价位升级过程中, 苏中以天之蓝、梦之蓝 M3 价位消费为主, 目前向 M3、M6 价位升级, 苏南呈现消费能力较强且包容性较高, 本土消费在 200 元以上, 主流消费以天之蓝及以上价位产品为主。

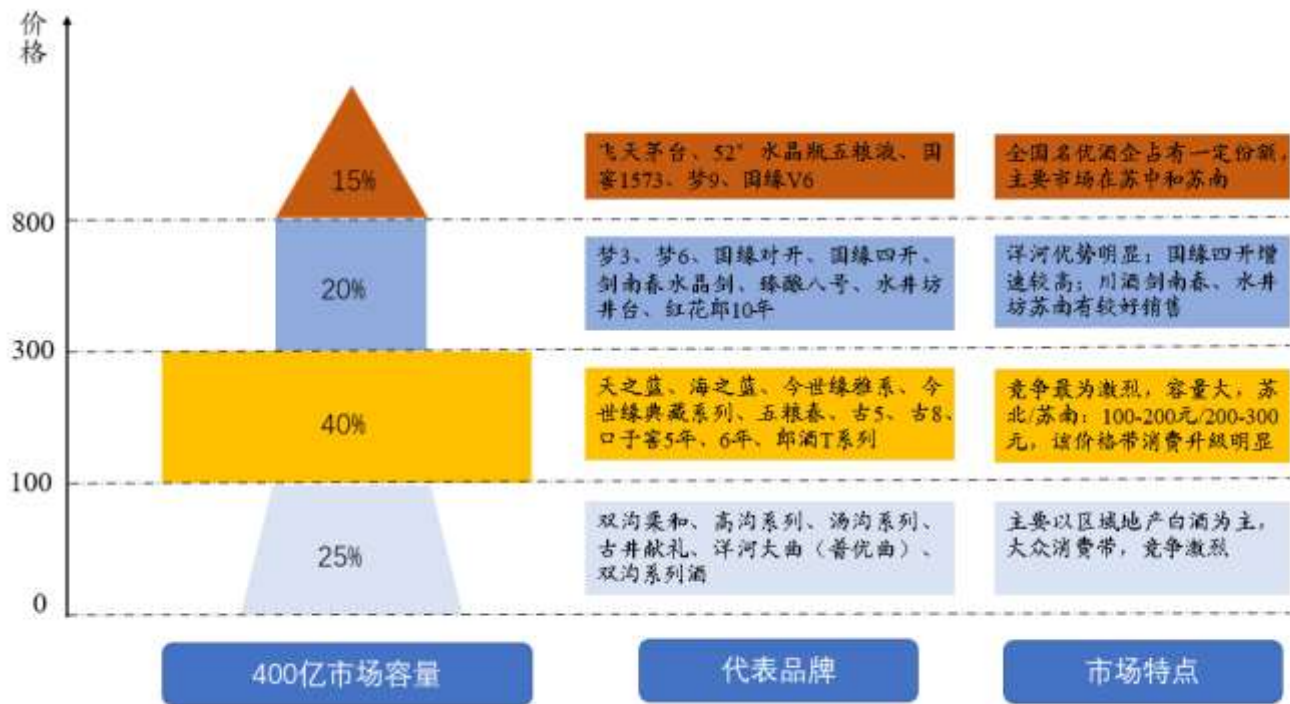
表7: 洋河股份海之蓝\天之蓝\梦之蓝市占率位于各价位段首位

地区	主流价格带 (元)	主流地产品牌	消费特征
苏北	100-150	海之蓝\天之蓝 今世缘·国缘雅系 郎酒·郎牌特曲	人口基数大, 白酒消费量大, 价位相对低, 偏向本土品牌
苏中	100-200 200-400	海之蓝\天之蓝\梦之蓝 M3 今世缘典藏系列\国缘对开\四开	经济发达, 政商务宴请频繁, 对周边地市及安徽有较强辐射作用
苏南	200-300 300-600	古井贡·特制 700ml 天之蓝\梦之蓝 M3\M6 剑南春、水井坊 国缘对开和国缘四开等	包容性强, 消费档次相对较高

资料来源: 酒业家, 新时代证券研究所

次高端占据 20% 市场份额, 洋河股份次高端地位稳固。 江苏白酒大省, 消费升级助推次高端扩容。据测算, 江苏省次高端目前约占 20% 白酒市场份额, 2017 年洋河股份占据江苏省内次高端的 50%。

图12: 江苏省内白酒市场情况

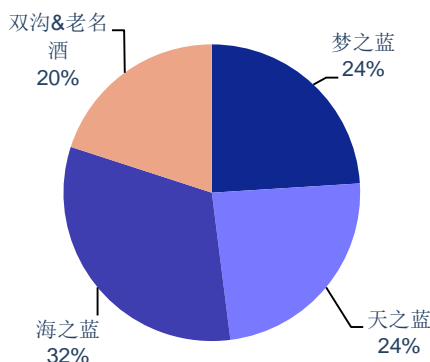


资料来源：佳酿网，酒业家，新时代证券研究所测算

2.2.3、江苏省内品牌竞争加剧，洋河股份笑傲次高端市场

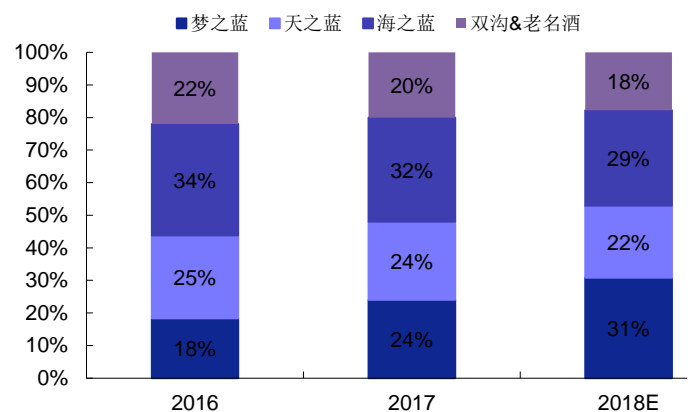
梦之蓝高速增长，2017年首超天之蓝，2018年有望超过海之蓝。2017年蓝色经典系列保持高速增长，海/天/梦分别增速7%/8%/50%，在蓝色经典中分别占40%/30%/30%。消费升级带动M3和M6苏南放量，高增长下营收首超天之蓝，2018Q1梦之蓝仍然保持50%以上增长，若产品增速保持不变，我们预计2018年，梦之蓝有望超过海之蓝，第一大营收产品系列，产品结构进一步优化。结构优化带动吨价上移，2017年公司平均吨价9.22万元，同比增长6%。

图13: 2017年洋河股份主要产品结构

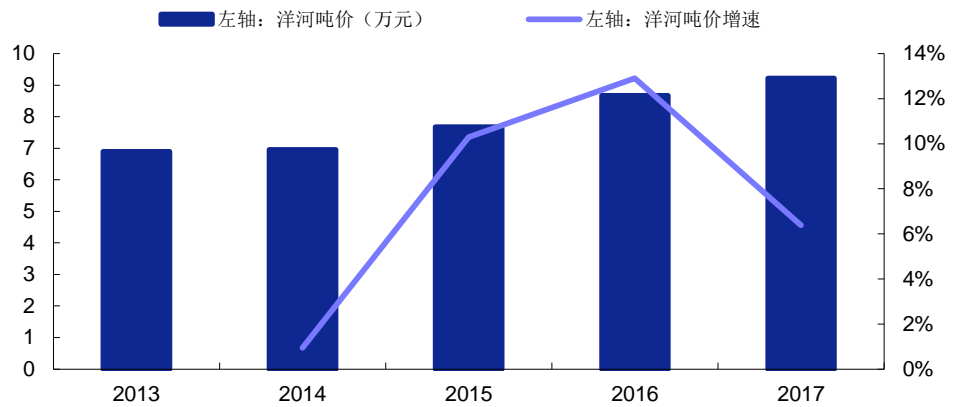


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图14: 梦之蓝占比提升

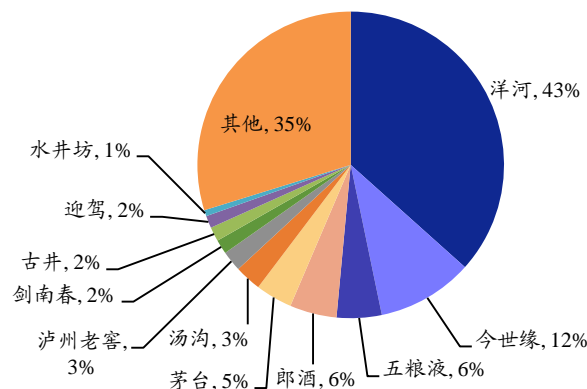


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图15: 洋河股份白酒平均吨价 (万元)

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

洋河股份江苏省内龙头地位稳固。(销售口径)以市场容量上线400亿推算,2017年洋河股份市占率不低于40%,遥遥领先第二位今世缘(市占率10%左右)。徽酒“抱残守缺”,古井、迎驾、高炉家仍保留上一轮竞争中留下的优势区域,在新区域及新价位段上相对拓展乏力。川酒“战鼓擂动”,以郎酒、泸州老窖、剑南春为代表的川酒挤压增长,小品牌日渐没落。分价位段看,梦之蓝牢牢锁定次高端50%左右销售。

图16: 江苏省白酒市场竞争格局

资料来源: 各公司公告, 佳酿网, 新时代证券研究所

梦之蓝塑造“国酒”新形象, 频繁刷屏国家级活动。洋河股份积极布局价格上沿产品塑造高端形象。2016年来公司积极参与、赞助国家级活动,从2016年的G20峰会、互联网大会,到2017年的“一带一路”国际高峰论坛,再到最近的上合峰会。参与规格越来越高,梦之蓝M9“国酒”抱负远大。

洋河股份以市场领导者姿态由单一渠道竞争向更加重视核心消费者沟通的品牌竞争转型,牢牢锁定高端客户群,如国家品牌计划、建立梦之蓝公益研究院、以经销商为主题的梦想汇、“时代新国酒”大国大事件场景植入等等。

表8: 2016年来洋河股份频频亮相国家级活动

时间	事件
2016年9月	洋河股份成为“国家名片”,在杭州举办的G20峰会亮相。
2016年11月	梦之蓝成为第三届互联网大会宴会用酒
2017年3月	洋河股份成为2017年赛季中超联赛官方供应商
2017年5月	梦之蓝亮相“一带一路”国际高峰论坛
2018年6月	梦9助力青岛上合峰会

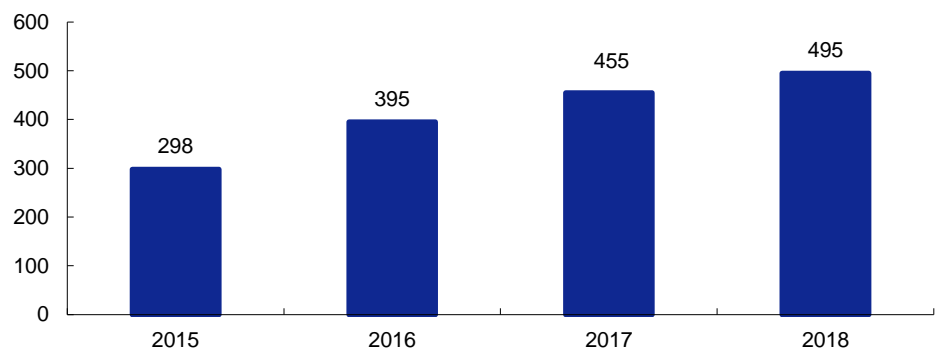
2.3、新江苏市场根基稳固，加速推进深度全国化战略

2.3.1、营销模式创新与复制，保障新江苏市场战略落地

未来的白酒品牌竞争是营销系统能力的竞争，洋河股份不断进行营销创新与迭代，无论是“盘中盘”营销模式还是渠道“1+1”深度分销模式、“4×3”后终端模式，江苏省内成功经验的总结与省外河南、山东、安徽等大市场的实验都为新江苏战略全面落地提供了保障。

新江苏市场：洋河股份打破以省为单位责任主体划分形式，细化以市或县为单位，根据该市场上一年度销量，县级市场达到 800 万，地级市场达到 1500 万即可纳入新江苏市场，实行动态调整，下发新江苏市场销售额指标，并匹配增量一定的费用额度，纳入继续考核体系。2015 年公司实行新江苏市场以来，数量增长明显，2017 年新江苏市场 455 个，截至 2018 年新江苏市场已达到 495 个。

图 17： 2015 年来新江苏市场规划数量

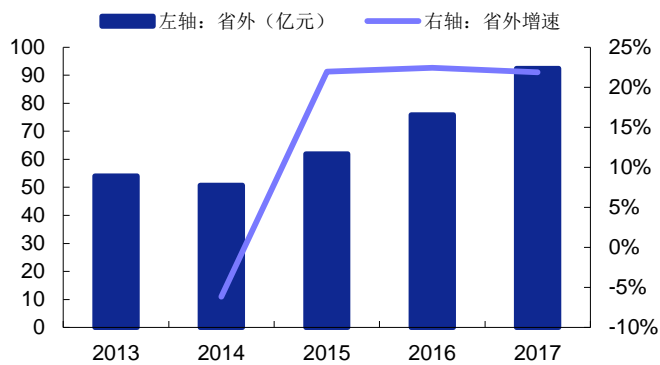


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.3.2、江苏省外“新江苏”精耕河南、山东、安徽等，打造 10 亿+大市场

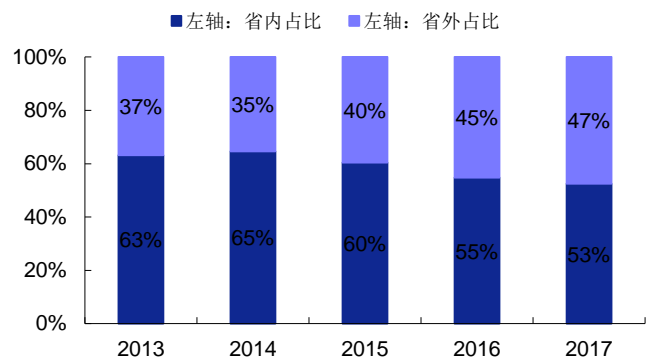
2017 年省外市场继续保持较快增长。实现营收 92 亿元，同比增长 22%，较江苏省内高 11pct。江苏省内外分别占比 53%/47%，预计 2018 年省外占比将超省内，公司目标 2020 年左右省内外贡献比将为 3: 7。分地区来看，2017 年洋河股份在河南 30 亿+（市占率 8%+）、山东 20 亿+（5%+）、安徽 15 亿+（7%+）、河北 10 亿+（6%+）、浙江 10 亿+（7%+）、湖北 10 亿+（4%+）。

图18: 2015-2017年江苏省外营收超过20%



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

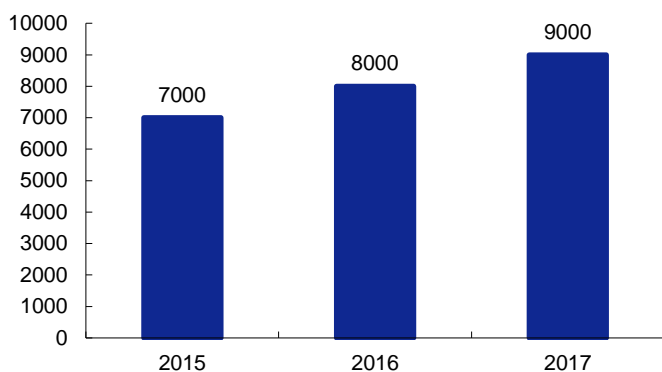
图19: 江苏省外营收占比接近50%



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

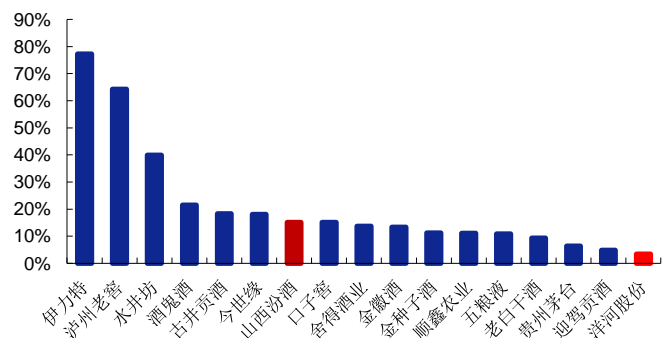
洋河股份“1+1”模式，新江苏市场战略落地的利器。据统计，洋河股份全国33个省市区，330个地市，2582个县区，合作的终端网点达200万家以上，办事处（分公司）385家，其中省外310家，主要分布在河南（36）、安徽（25）、山东（25）、湖北（21）、河北（18）、江西（17）等地。公司拥有一支行业内人员最多、理念最新、执行力最强的营销团队，与9000多家经销商合作，拥有3万多名地面推广人员，同时不断加大深度分销模式。

图20: 洋河股份全国经销商数量（家）



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图21: 2017年洋河股份前五大客户分销比例最低

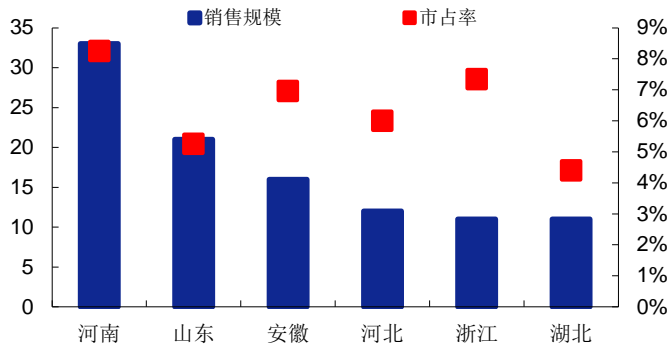


资料来源: 各公司年报, 新时代证券研究所

背靠白酒大省，洋河股份享受地缘优势。洋河股份地处白酒大省腹地，利用地缘优势在河南、山东、安徽等地进行攻城略地。分地区销售来看，2017年洋河股份在河南33亿（市占率8%）、山东21亿（5%）、安徽16亿（7%）、河北12亿（6%）、浙江11亿（7%）、湖北11亿（4%）。

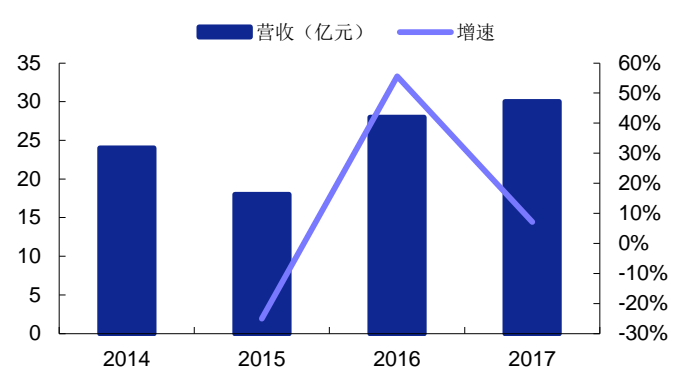
河南市场：省外扩张的样板市场。河南白酒市场包容性强，市场容量约400亿元，地产酒相对弱势，处于集体沦陷的尴尬境地。巨大市场+地产酒影响小，全国化的名优白酒省外扩张首选河南市场。洋河股份2005年进入河南市场，以蓝色经典导入，依靠人脉资源营销，2008年营收达到2.6亿元，2013年营收31亿元，达到销售峰值，之后出现下滑，2017年营收33亿元，较2016年上涨5亿。按照2016年销售额计算，洋河股份占有河南8%的市场份额，位居第二。洋河股份在河南成功在于：1）公司高管主抓河南市场。2）利用江苏商会进行前期市场推广，“盘中盘”营销模式主攻意见领袖，辐射大众消费。3）深度分销，加大渠道投入，目前洋河股份在豫业务团队超过600人。

图22: 洋河股份江苏省外销售额(亿元)及其市占率



资料来源: 佳酿网, 新时代证券研究所测算

图23: 2015-2017年洋河股份在河南省收入(亿元)



资料来源: 佳酿网, 新时代证券研究所

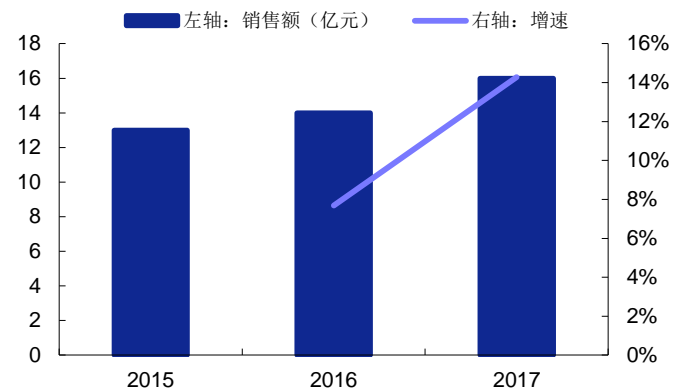
安徽市场: 地缘优势市场。业内素有“西不入川, 东不如皖”, 安徽白酒市场进入门槛较高, 外酒较难进入。安徽拥有 230 亿市场容量, 古井、口子窖、金种子酒和迎驾贡酒占据安徽超过 35% 的白酒市场。洋河股份 2007 年进入安徽市场, 利用地缘优势大肆攻城略地, 2016 年销售额 14 亿元, 市占率 7%, 分地区来看, 洋河股份主攻合肥、滁州、六安等皖中地区, 销售收入均在 1 亿元以上。江苏、安徽最为白酒行业的风向标, 消费升级走在前列; 目前安徽主流价位 80-150 元, 对标苏北, 主流价位有望达到 200 元。2017 年安徽收入 16 亿元, 消费升级+品牌优势, 2018 年收入有望继续攀升。

图24: 洋河股份在安徽主要市场



资料来源: 糖酒快讯, 新时代证券研究所

图25: 2015-2017年洋河股份在安徽省收入(亿元)



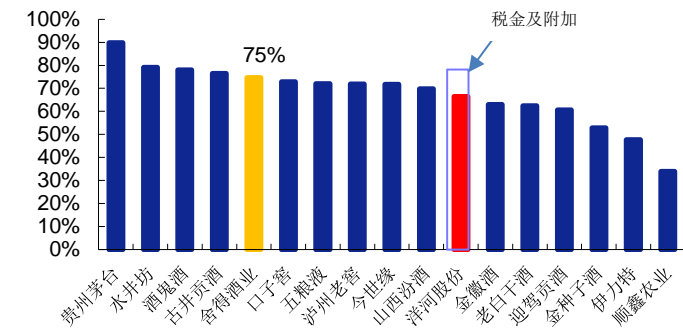
资料来源: 酒业家, 新时代证券研究所

2.4、产品结构优化+提价, 毛利率走高

2.4.1、提价叠加结构优化, 剔除消费税影响, 毛利率可达 75%

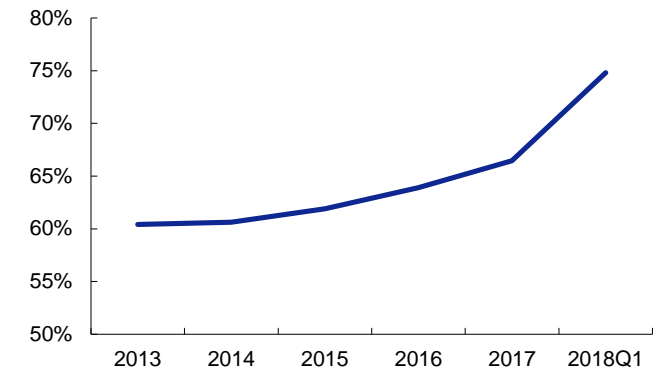
会计科目调整, 2018 年毛利率有望达到 75% 以上。产品结构优化+提价影响, 洋河股份近年来毛利率持续高升, 2017 年毛利率 66%, 较 2016 年上涨 2.56pct。洋河股份消费税采取生产公司代扣代缴, 计入产品成本, 受之影响洋河股份毛利率低于同行 8pct-12pct, 剔除会计科目影响, 我们预计公司 2017 年可达到 75%。2018 年公司会计科目调整, 将原来计入成本的消费税计入税金及附加科目, 2018Q1 毛利率 75% (+14pct), 税金及附加占比 16.2% (-14pct)。2018 年科目调整后, 我们预计毛利率有望突破 75%, 达到行业前列。

图26: 白酒上市企业毛利率水平



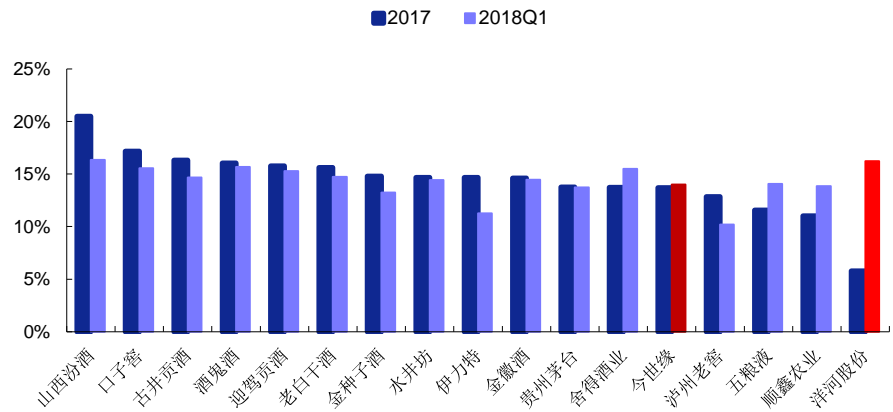
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图27: 2018年毛利率有望达到75%



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

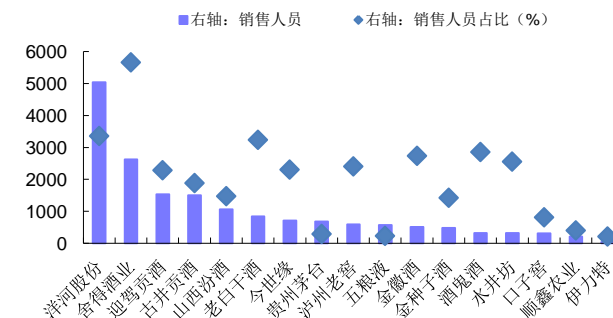
图28: 白酒行业税金及其附加水平



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

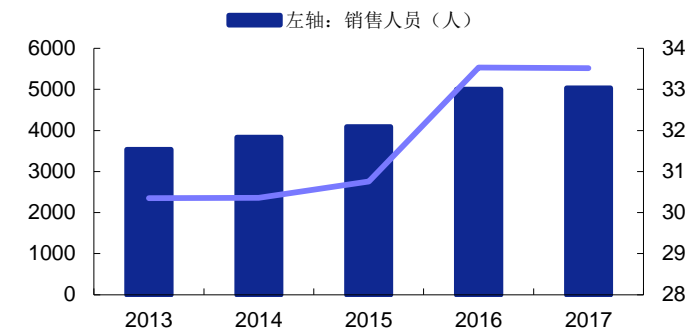
重视终端市场消费者培育, 担负经销商的人力储备库。对接“1+1”模式, 洋河股份加大市场销售人员投入, 将经销商的销售人员纳入公司统一管理, 2017年销售人员 5036人, 占总人数的 34%, 位居行业前列。销售人员扩军, 增强公司对终端掌控力, 及时了解市场需求动态, 及时响应市场需求。

图29: 洋河股份销售人员超过 5000 人



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

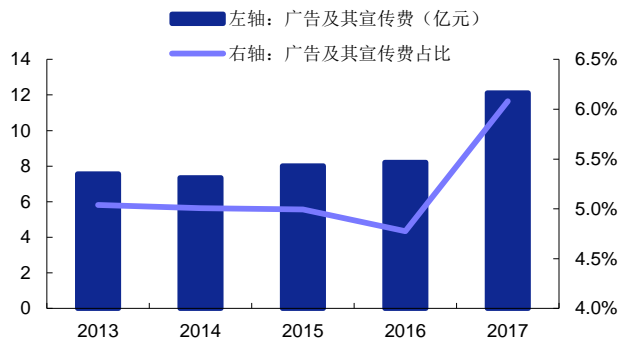
图30: 2013-2017年洋河股份销售人员及其占比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

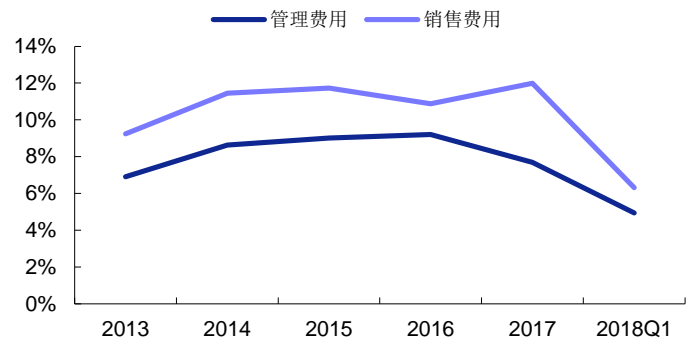
全国化进程持续, 品牌投入加大; 管理效率提高, 管理费用下降。2017年公司广告及宣传费 12 亿元 (+47.5pct), 占比 6%。原因: 1) 央视、自媒体广告投入, 地面广告投放加大。2) 江苏省内渠道下沉乡镇, 促销宣传增加。广告宣传费提高带来销售费用攀升, 2017年销售费用率 12% (+1pct)。管理费用管控得当, 效率提高, 2017年管理费用率 7.7% (-1.5pct)。

图31: 洋河股份广告及其宣传费用投入



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图32: 2017年洋河股份管理效率提高

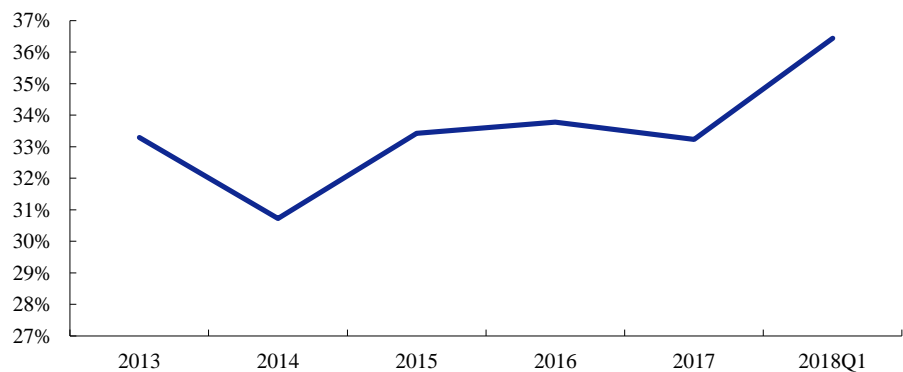


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

2.5、消费税调整影响净利率略有下降

消费税影响, 2017年净利率略有下降。受消费税调整影响, 2017年公司净利率33.2%, 较2016年降低0.6pct。我们认为2018年消费税影响将会消失, 净利率会抬头向上, 原因1) 提价带动, 截至6月底洋河股份两次提高出厂价; 2) 消费升级持续, 产品结构进一步优化。

图33: 2013年来公司净利率提高



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

表9: 可比公司估值比较

标题	公司	市值(亿元)	收入增速(%)		利润增速(%)		EPS		PE	
			2017A	2017A	2018E	2019E	2018E	2019E		
高端	贵州茅台	9189	49.8	62.0	28.9	35.5	25	21		
	五粮液	2950	23.0	42.6	3.3	4.2	23	18		
	泸州老窖	891	20.5	30.7	2.4	3.1	25	19		
次高端	洋河股份	1983	15.9	13.7	5.5	6.9	24	18		
	山西汾酒	545	37.1	56.0	1.8	2.5	35	25		
	水井坊	270	74.1	49.2	1.3	2.0	41	27		
	舍得酒业	122	12.1	79.0	1.1	1.9	31	19		
中高端	古井贡酒	391	15.8	38.5	3.4	4.5	26	20		
	口子窖	369	27.3	42.1	2.4	3.0	25	20		
	今世缘	286	15.6	18.2	0.9	1.2	25	20		
	顺鑫农业	214	4.8	6.3	1.6	2.3	23	17		
	迎驾贡酒	147	3.3	-2.4	0.9	1.0	20	18		
	老白干酒	133	4.0	47.5	0.6	0.8	33	24		
	金种子酒	36	-10.1	-51.9	-	-	-	-		

资料来源: Wind 资讯,新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	25325	28527	31203	40225	46760	营业收入	17183	19918	24660	29556	34910
现金	2457	1751	1593	1900	1858	营业成本	6203	6681	5991	6628	7179
应收账款	11	8	15	13	21	营业税金及附加	310	1152	3206	3842	4538
其他应收款	111	57	150	98	195	营业费用	1869	2387	2836	3547	4189
预付账款	69	87	106	125	148	管理费用	1582	1532	1850	2217	2618
存货	12222	12862	13766	15692	16213	财务费用	-9	-34	-86	-96	-68
其他流动资产	10456	13761	15572	22396	28324	资产减值损失	48	23	0	0	0
非流动资产	13479	14732	16471	18136	19808	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	21	2	-18	-39	-60	投资净收益	547	624	451	550	543
固定资产	7970	8250	9792	11372	13029	营业利润	7727	8836	11359	14013	17041
无形资产	1635	1654	1606	1534	1457	营业外收入	46	20	20	20	20
其他非流动资产	3854	4826	5091	5269	5383	营业外支出	12	8	14	11	11
资产总计	38804	43258	47674	58361	66568	利润总额	7761	8848	11365	14022	17049
流动负债	12437	13439	13196	16575	15253	所得税	1956	2229	2863	3530	4295
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	5805	6619	8502	10491	12754
应付账款	784	1111	588	1292	745	少数股东损益	-22	-8	-11	-17	-25
其他流动负债	11653	12327	12607	15283	14509	归属母公司净利润	5827	6627	8512	10508	12780
非流动负债	330	325	325	325	325	EBITDA	8418	9486	11967	14758	17930
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	3.87	4.40	5.65	6.97	8.48
其他非流动负债	330	324	324	324	324						
负债合计	12767	13763	13520	16900	15578	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	-16	-20	-31	-47	-73	成长能力					
股本	1507	1507	1507	1507	1507	营业收入(%)	7.0	15.9	23.8	19.9	18.1
资本公积	742	742	742	742	742	营业利润(%)	8.2	14.4	28.5	23.4	21.6
留存收益	23803	27265	31291	36130	41907	归属于母公司净利润(%)	8.6	13.7	28.4	23.4	21.6
归属母公司股东权益	26053	29515	34184	41509	51063	获利能力					
负债和股东权益	38804	43258	47674	58361	66568	毛利率(%)	63.9	66.5	75.7	77.6	79.4
						净利率(%)	33.9	33.3	34.5	35.6	36.6
						ROE(%)	22.3	22.4	24.9	25.3	25.0
						ROIC(%)	22.0	22.2	24.7	25.1	24.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.9	31.8	28.4	29.0	23.4
						净负债比率(%)	-9.4	(5.9)	(4.7)	(4.6)	-3.6
						流动比率	2.0	2.1	2.4	2.4	3.1
						速动比率	1.1	1.2	1.3	1.5	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	1988.8	2063.0	2063.0	2063.0	2063.0
						应付账款周转率	7.8	7.0	7.0	7.0	7.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	3.87	4.40	5.65	6.97	8.48
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	2.43	3.68	3.52	3.44
						每股净资产(最新摊薄)	17.29	19.59	22.68	27.54	33.88
						估值比率					
						P/E	33.15	29.15	22.70	18.39	15.12
						P/B	7.42	6.55	5.65	4.65	3.78
						EV/EBITDA	22.67	20.2	16.0	13.0	10.7

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	7405	6883	5540	5299	5181
净利润	5805	6619	8502	10491	12754
折旧摊销	731	691	652	789	937
财务费用	-9	-34	-86	-96	-68
投资损失	-547	-624	-451	-550	-543
营运资金变动	-4260	-2906	-3078	-5335	-7899
其他经营现金流	5686	3137	0	0	0
投资活动现金流	-5964	-4161	-1941	-1904	-2066
资本支出	480	325	1760	1686	1693
长期投资	25	19	20	21	21
其他投资现金流	-5459	-3817	-161	-198	-351
筹资活动现金流	-3697	-3417	-3757	-3087	-3158
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	0	-0	(0)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3697	-3417	-3757	-3087	-3158
现金净增加额	-2251	-707	-159	308	-42

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，机械与动力工程硕士，7年从业经验，曾任东吴证券研究所所长助理兼食品饮料行业、中小盘首席，海通证券食品饮料行业首席分析师，14-16年连续三年新财富最佳分析师前五，2018年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>