

# 洋河股份 (002304)

证券研究报告

2018年08月04日

## 消费升级差异化下再论洋河的竞争优势

### 消费升级趋势差异化分析：一二线城市和三四线城市消费趋势的同与不同

我国消费升级稳步进行，消费结构发生转变，25—45岁人群成为消费主体，中产阶级数量迅速增长，千禧群体收入不断提升，导致人们对于产品品质、体验重视程度加强，品牌忠诚度提高，消费品牌化趋势明显。

截止到2017年我国城镇化率仅为58.52%，导致一二线、三四线城市消费升级呈现不同的态度：

一二线城市由于普遍负债压力大，实际消费能力被拖累，导致消费回归理性，更产品注重性价比；同时，高端消费持续增长，以白酒行业为例，2018年Q1季度以来增速保持在15%左右。

而三四线城市财富累积效应明显，中产阶级增速高于一二线城市，消费能力逐渐向一二线城市看齐。消费品牌化、集中化趋势明显，并且由于电商迅速发展，导致消费市场扁平化，消费潜力巨大。

### 洋河在不同消费升级趋势下差异性竞争优势：一二线市场的高端化升级与三四线市场的集中度提升

凭借品牌和渠道优势，在次高端赛道优异背景下，洋河率先恢复增长态势，15年达到20%的增速，截止到2018Q1净利润已达34.76亿元，同比增长达26.97%。

**一二线城市：**梦之蓝巩固洋河高端市场地位，数据显示17年全年销售额的增长幅度达到232%，跻身百亿大单品阵营，梦之蓝M9产品的线上销售额更是实现了21倍的增长；手工端广受好评，高定价、数量稀有、主打健康三方面特点，使得其未来在一二线城市表现值得期待。此外，在省外经济发达地区市占率远不如江苏省内，未来有较大提升空间。

**三四线城市：**从品牌、产品、渠道三力分析，相较于大部分地方品牌具有优势，凸显性价比；对比全国知名品牌，强大的营销能力以及全面的渠道深耕，则有利于产品的推广和市场的竞争。目前来看，洋河在三四线城市市占率仍然较低，未来提升空间很大。

### 盈利预测及估值

2018Q1洋河营收增长率和归母净利润增长率分别为25.68%和26.69%，符合公司预测20%-30%增长。基于上述原因，我们预测2018-2019年营收249.0/293.8亿，预计EPS5.72/6.98，给予19年25倍PE。目标价格由195元下调至174.5元，主要由于17年营收和净利润增长不达预期，目标空间为48.35%。

### 风险提示：食品安全问题，市场推广不如预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,183.11	19,917.94	24,901.41	29,383.67	39,332.97
增长率(%)	7.04	15.92	25.02	18.00	33.86
EBITDA(百万元)	8,443.69	9,456.21	11,836.24	14,223.90	16,690.34
净利润(百万元)	5,827.17	6,627.17	8,627.07	10,520.33	12,378.95
增长率(%)	8.61	13.73	30.18	21.95	17.67
EPS(元/股)	3.87	4.40	5.72	6.98	8.21
市盈率(P/E)	30.88	27.15	20.86	17.10	14.54
市净率(P/B)	6.91	6.10	5.38	4.72	4.13
市销率(P/S)	10.47	9.03	7.23	6.12	4.57
EV/EBITDA	11.92	17.62	14.17	11.43	9.91

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	117.63元
目标价格	174.5元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,506.99
流通A股股本(百万股)	1,242.19
A股总市值(百万元)	177,267.00
流通A股市值(百万元)	146,119.28
每股净资产(元)	21.88
资产负债率(%)	25.73
一年内最高/最低(元)	149.80/85.01

### 作者

刘鹏	分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
何长天	联系人
hechangtian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《洋河股份-年报点评报告:一季报增长超预期,优秀管理占据消费升级先机》2018-05-18
- 《洋河股份-公司点评:春节动销量价齐升验证增长逻辑》2018-02-09
- 《洋河股份-公司研究简报:春节配额彰显增长势头,海外收购验证平台化逻辑》2018-01-16



## 创新点

- 1、将消费升级差异化，区别分析一二线城市和三四线城市的消费升级特点，并且以此为切入点分析了洋河在不同消费区域所表现出的竞争力；
- 2、分析呈现了公司在行业变革背景下的禀赋优势：1、新国酒的定位，凸显品牌力；2、全价格带聚焦核心单品，梦之蓝巩固高端地位，手工班满足升级趋势以及健康要求；3、渠道深耕，新江苏市场发展迅速。

## 业绩催化剂

- 1、收入扩大后的费用规模效应；
- 2、省外放量，市占率不断提高带来的业绩增长；
- 3、产品结构升级（高端化）。

## 内容目录

<b>1. 消费升级趋势差异化分析：一二线城市和三四线城市消费趋势的同与不同</b> .....	5
1.1. 年龄结构、消费主体变更推动消费品牌化.....	5
1.2. 城镇化率仅为 58.52%，一二线三四线消费升级呈现差异 .....	7
1.2.1. 一二线城市：高端消费品持续增长，主流价格带提升.....	7
1.2.2. 三四线城市：中产阶级增长高于一二线，品牌化成为消费趋势 .....	9
<b>2. 洋河在不同消费升级趋势下差异性竞争优势：一二线市场的高端化升级与三四线市场的集中度提升</b> .....	10
2.1. 次高端 CR2 仅为 34%，洋河优势逐渐显现 .....	10
2.2. 切合不同区域升级趋势，洋河有望成为真正全国性白酒龙头.....	11
2.2.1. 一二线城市：梦之蓝巩固高端地位，价格带提升加速海天升级 .....	11
2.2.2. 三四线城市：品牌、产品、渠道优势明显，三四线扩张仍有充足空间 .....	12
<b>3. 盈利预测及估值</b> .....	15

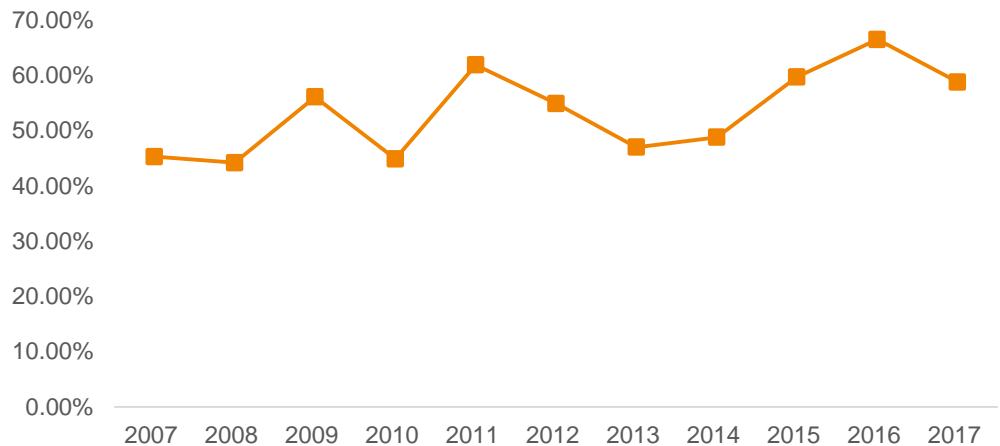
## 图表目录

图 1: 消费对 GDP 增长贡献率.....	5
图 2: 2016 年全国年龄分布情况.....	5
图 3: 2015 年全国中产阶级占比情况.....	5
图 4: 千禧人群收入情况 (万亿美元).....	6
图 5: 2017 年 3-7 月中国消费升级指数持续增长.....	7
图 6: 消费者品牌忠诚度.....	7
图 7: 北京、上海与部分三四线城市实际可支配消费收入与房价对比.....	8
图 8: 36 个大中城市白酒平均价格变化情况 (元).....	8
图 9: 36 个大中城市白酒平均价格同比变化情况 (%).....	9
图 10: 中产阶级增长情况 (%).....	9
图 11: 洋河净利润变化情况.....	10
图 12: 次高端白酒产品集中度情况.....	10
图 13: 次高端白酒产品销量情况 (亿元).....	10
图 14: 手工班要求生产工艺严格.....	11
图 15: 手工班精美的包装.....	11
图 16: 洋河入选全球烈酒 50 强排名第三.....	12
图 17: 洋河 2016 年中国品牌价值排名第一.....	12
图 18: 洋河销售投入情况与其它主要酒企对比.....	13
图 19: 洋河小海.....	14
图 20: 洋河小曲.....	14
图 21: 洋河渠道运营模式.....	14
表 1: 人们对不同产品消费升级意愿.....	6
表 2: 梦之蓝高端白酒系列价格情况 (元).....	11

## 1. 消费升级趋势差异化分析：一二线城市和三四线城市消费趋势的同与不同

截止到 2017 年，我国人均 GDP 已经达到 8800 美元，根据历史经验以及工业化阶段理论来看，已经进入消费服务业快速增长的工业化后期。目前消费已经成为驱动我国经济增长的主要动力，如图所示，消费对 GDP 增长贡献率自 2007 年以来始终保持在 40%以上，并且 16 年达到峰值 66.5%。消费在拉动 GDP 增长中逐渐占据主导地位，过去依靠廉价出口以及公共投资建设的时代基本结束。

图 1：消费对 GDP 增长贡献率

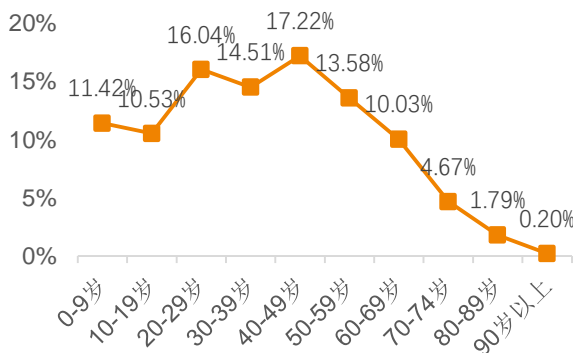


资料来源：国家统计局、亿欧智库，天风证券研究所

### 1.1. 年龄结构、消费主体变更推动消费品牌化

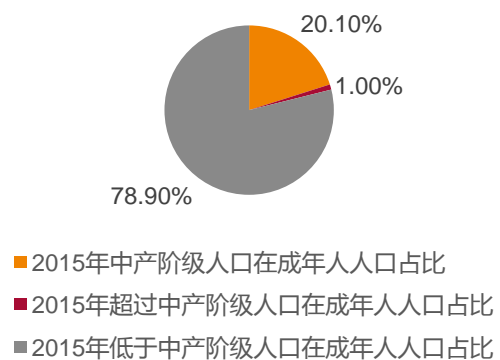
年龄结构和消费主体的变化，是导致消费升级的深层原因，2016 年我国人口峰值主要分布在 20-29 岁、40-49 岁两个区间，未来两年年龄结构也将不会产生太大变化。这样的结构使得我国目前消费主体主要是 25-45 岁的群体，保证了社会购买力的稳健。此外，根据中国产业信息网的数据来看，2015 年我国中产阶级数量达到 2.01 亿，占比成年人口 20.10%，掌握社会财富 28.3 万亿，预计未来这一占比将继续上升；2015 年统计千禧人群收入为 3 万亿美元，预计 2030 年将会翻倍至 6 万亿美元。

图 2：2016 年全国年龄分布情况



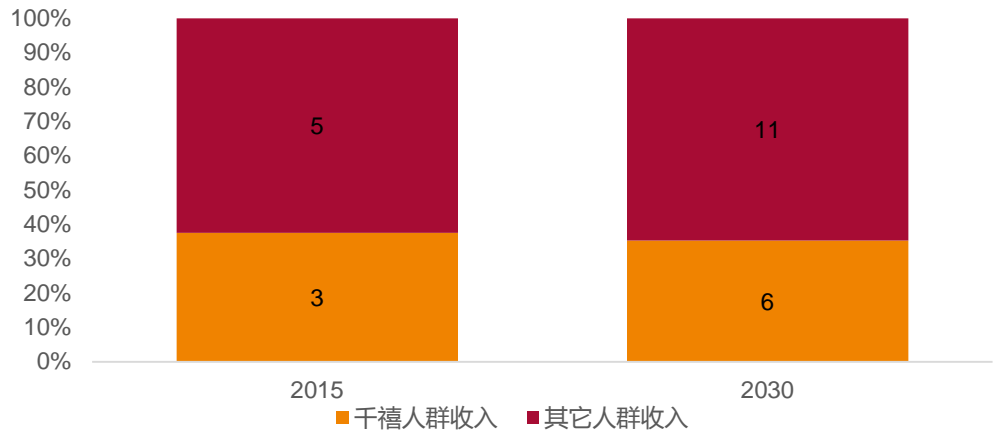
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 3：2015 年全国中产阶级占比情况



资料来源：搜狐财经，天风证券研究所

图 4: 千禧人群收入情况 (万亿美元)



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

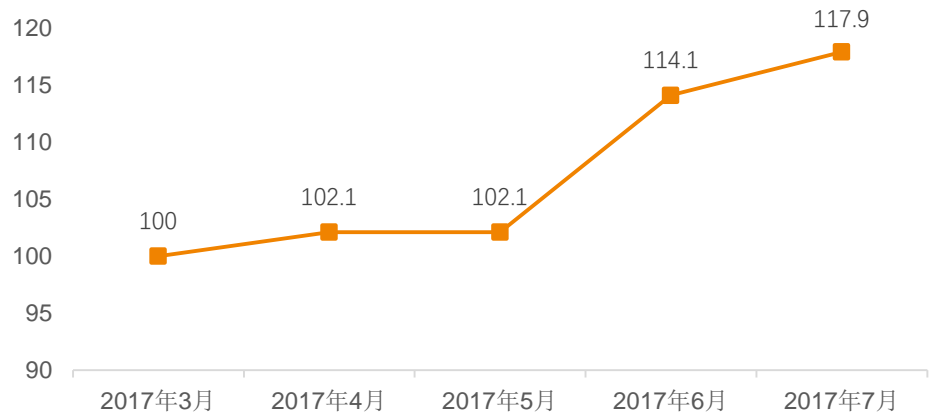
这一变化导致人们更愿意将支出倾斜于品牌好、性价比高的产品, 根据麦肯锡 2016 年中国消费者调查报告, 我国消费升级主要集中于化妆品、饮品、生鲜领域。除此之外, 报告显示我国消费者对食品饮料、个人洗护、服装等品类品牌忠诚度上升。这一趋势使得消费升级主要发生的行业集中度上升, 行业龙头受益。

表 1: 人们对不同产品消费升级意愿

产品名称	降级消费	升级消费
化妆品	4%	44%
酒类	2%	36%
牛奶	4%	29%
护发用品	3%	26%
大米	3%	25%
生鲜	1%	24%
啤酒	2%	22%
冷冻奶制品	2%	22%
曲奇	4%	19%
果汁	2%	18%
冷冻预制品	4%	17%
瓶装水	6%	15%
碳酸饮料	3%	7%

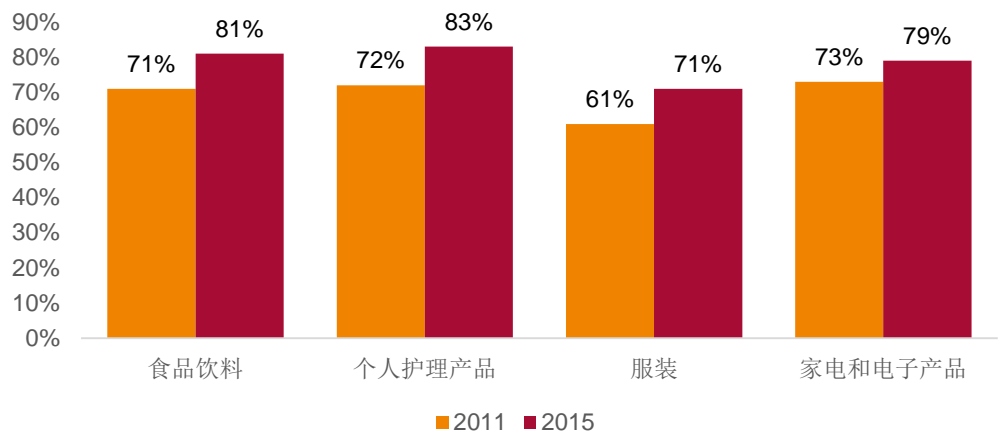
资料来源: 麦肯锡消费者调查报告, 天风证券研究所

图 5：2017 年 3-7 月中国消费升级指数持续增长



资料来源：CBNData，天风证券研究所

图 6：消费者品牌忠诚度



资料来源：麦肯锡消费者调查报告，天风证券研究所

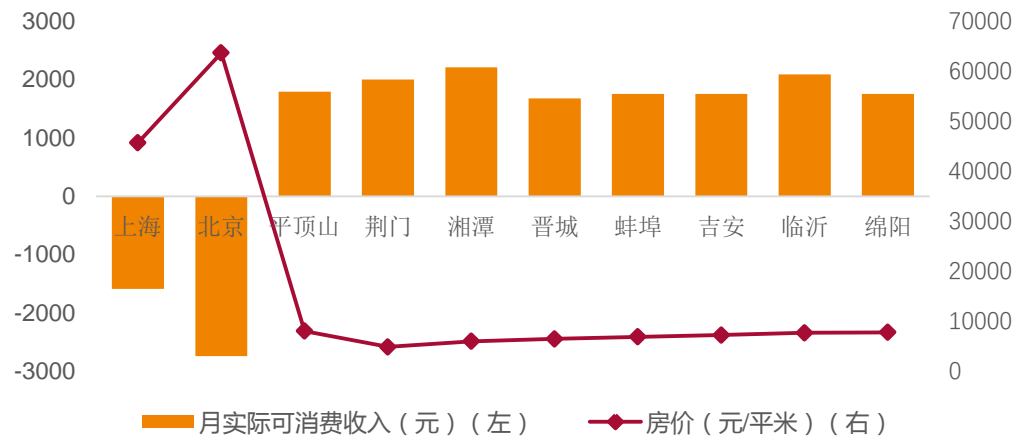
## 1.2. 城镇化率仅为 58.52%，一二线三四线消费升级呈现差异

我国地区发展不均衡，数据表明 17 年全国城镇化率仅为 58.52%，且一二线和三四线以下城市之间差异较大，这使得我国不同区域消费升级呈现出不同的特征。总体情况，低线城市消费增速自 2016 年反超一二线城市，2017 年占比达 48.8%。伴随人均收入水平持续提升，低线城市的消费占比持续提升，并在 2016 年、2017 年连续两年增速超过一二线城市。

### 1.2.1. 一二线城市：高端消费品持续增长，主流价格带提升

一二线城市仍然是财富的聚集地，高收入、高净值的中产阶层占比仍然位居前列。但目前普遍情况是，一二线城市负债压力更大，剔除房贷后可支配收入低于三四线城市。（假设人均购房面积 35 平米，实际可消费支出=可支配收入-住房按揭月供费用；假设首付比例 30%，贷款年限 30 年，利率按照每年基准利率计算无折扣）。一二线城市受高房价影响，按揭费用挤占居民消费能力。但这并不意味着一二线城市是在进行消费降级，而是说一二线城市消费趋于理性，更注重产品的性价比，因此次高端产品优势凸显。

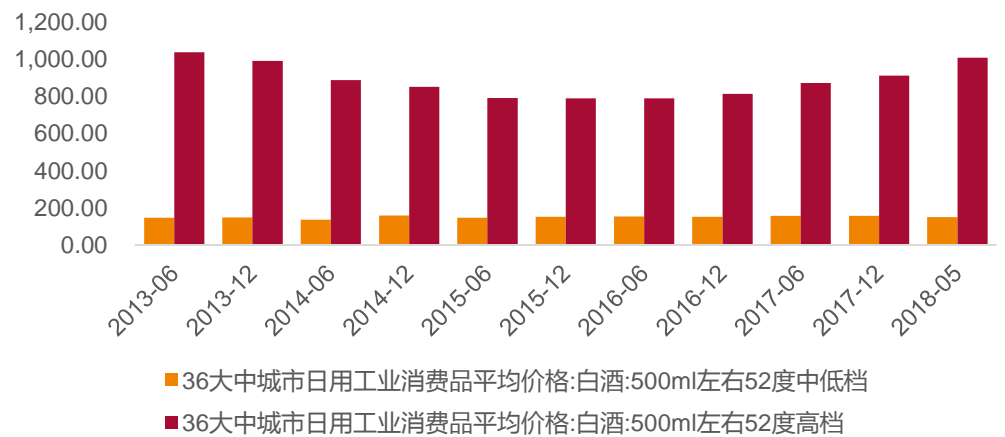
图 7：北京、上海与部分三四线城市实际可支配消费收入与房价对比



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

从消费品价格角度来看，价格上涨仍然是一二线城市的主旋律，尤其是高端产品的增长。以白酒行业为例，根据三十六个大中城市平均白酒价格来看，截止到 18 年 5 月一二线城市高档白酒价格已经回升至自 13 年 6 月以来的最高价格，而中低档白酒价格相对 13 年略有提升也接近近年来峰值，但增长速度远低于高端白酒。

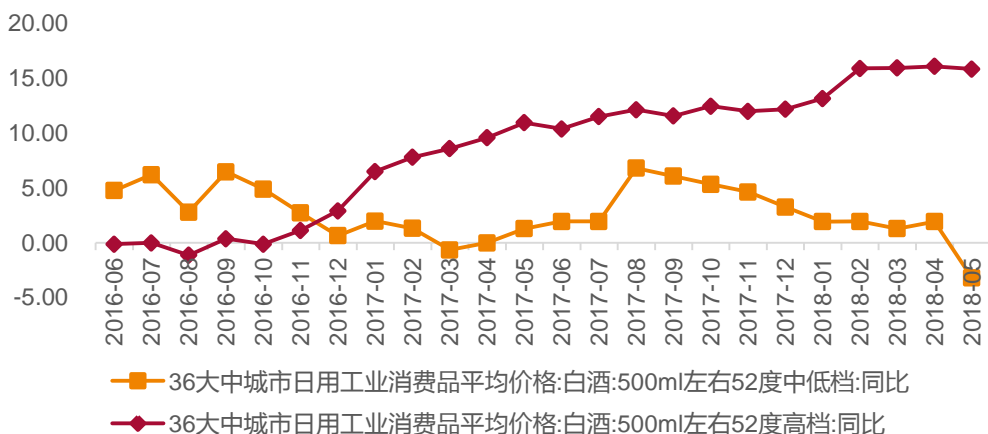
图 8：36 个大中城市白酒平均价格变化情况（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所



图 9：36 个大中城市白酒平均价格同比变化情况（%）



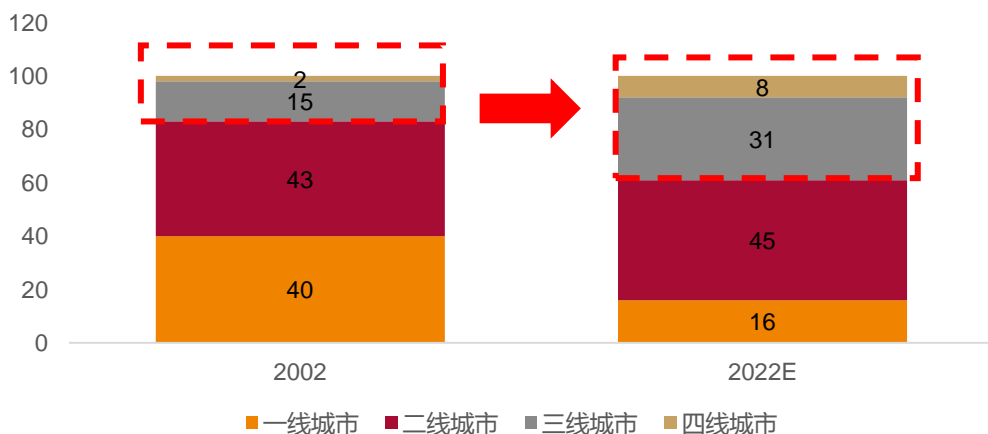
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2.2. 三四线城市：中产阶级增长高于一二线，品牌化成为消费趋势

从人口规模来看，受益于农村人口的继续上翻和一二线城市农民工吸纳下降，三四线城市人口出现集聚效应。目前，三线城市的人口规模是一线城市的 6 倍左右，且近年来人口增速仍会保持一个较高水平。

从财富角度看，收入增长以及棚改货币化的财富效应，三四线城市财富累积加快。据麦肯锡预测，未来十年内，中国城市家庭中，中产阶级在城市人口占比将大幅提升，在 2022 年时达到 76%。其中，来自三、四线城市的中产阶级，将成为占比增长最快的群体。

图 10：中产阶级增长情况（%）



资料来源：麦肯锡报告，天风证券研究所

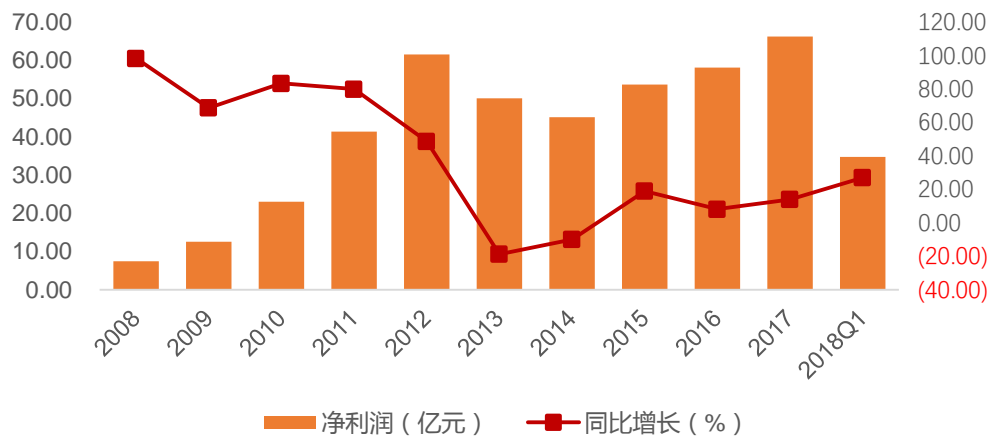
结合实际进行分析，三四线的中产阶层所在的城市房价不高，实际可支配收入总体来说相较一二线城市更高，这一点前文数据有显示。这类人也越来越需要，通过他们的购买行为来彰显自我，这就对产品品质和品牌都产生了更高的需求，这是三四线消费升级的趋势。而这一切消费意愿，都能通过互联网实现，想要的商品，都能通过电商轻而易举得到，消费市场变得扁平化。

## 2. 洋河在不同消费升级趋势下差异性竞争优势：一二线市场的高端化升级与三四线市场的集中度提升

### 2.1. 次高端 CR2 仅为 34%，洋河优势逐渐显现

在 12 年经历去三公之后，白酒泡沫迅速破灭，白酒市场出清，行业竞争格局优化。之后进入调整期，由于当时洋河主力产品是面向大众消费的百元单品，所受波动不大。2015 年，洋河快速回复至 20% 的增速，截止到 2018Q1 净利润已达 34.76 亿元，同比增长达 26.97%。

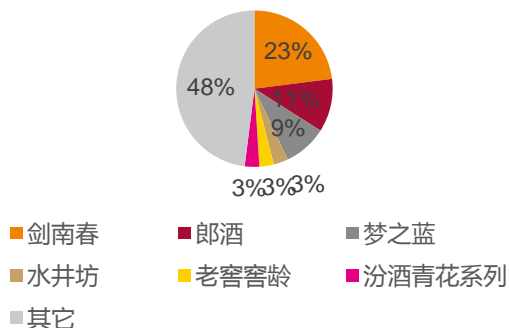
图 11：洋河净利润变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

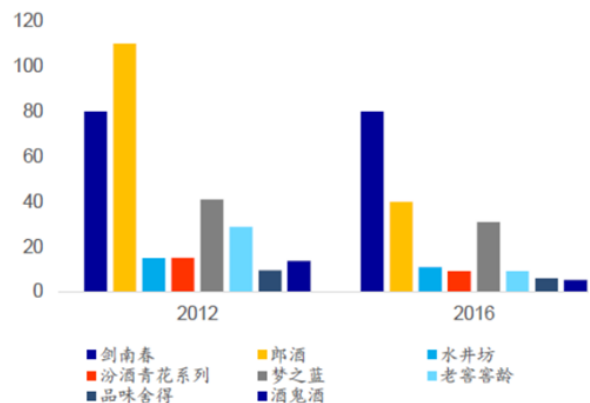
目前次高端品牌主要定位于 300-600 元价位段，竞争激烈，600-800 元价位段无强势品牌，是小蓝海。从行业格局看，我国高端白酒市场行业集中度最高，CR2 达到 80% 以上，行业格局非常稳定；相比之下，次高端白酒行业集中度明显更低，测算 CR2 仅 34%，加之企业间收入没有拉开差距，说明仍处于激励竞争中，洗牌继续。

图 12：次高端白酒产品集中度情况



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

图 13：次高端白酒产品销量情况（亿元）



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

而洋河正由海之蓝驱动转变为梦之蓝驱动，目前海、天、梦三个系列收入基本成 4:3:3 的占比，且梦的收入略微高于天。梦之蓝 2017 年平均增速超过 50%，梦的高速增长带动公司毛利率上升，2018 年 Q1 梦之蓝毛利率为 74.79%。

次高端是综合实力的较量，洋河有品牌、有渠道、积淀深厚：与上一轮百元价位产品以渠

道竞争为核心所不同，次高端的发展机会在于资源和营销重点由渠道向消费者转移，通过提升产品档次和投入来完成占位。相比较而言，洋河不仅全国化程度高，更重要的是品牌影响力位居行业前茅，梦之蓝频频亮相国际舞台，形成强大品牌冲击。因而，洋河在次高端具备明显优势，未来可能进一步增长。

## 2.2. 切合不同区域升级趋势，洋河有望成为真正全国性白酒龙头

### 2.2.1. 一二线城市：梦之蓝巩固高端地位，价格带提升加速海天升级

根据此前分析，一二线城市消费升级导致的现象是高端消费价格增长迅速、同时消费者更注重性价比。高端消费品价格在一二线城市的快速增长体现了市场需求，洋河在高端白酒市场布局有梦 6、梦 9，以及 16 年推出的主打健康白酒的梦之蓝手工班，为的是扩大自身在高端白酒市场的影响力。

表 2：梦之蓝高端白酒系列价格情况（元）

单品	价格（京东自营）
梦之蓝 M6（45°，500ml）	688
梦之蓝 M6（52°，500ml）	728
梦之蓝 M9（45°，500ml）	1599
梦之蓝 M9（52°，500ml）	1699
梦之蓝手工班（52°，500ml）	1938

资料来源：京东商城，天风证券研究所

梦之蓝凭借“新国酒”的姿态，频频闪耀在 G20 峰会、一带一路峰会、CCTV 国际品牌计划等高端场合的“聚光灯”下，不断积累着品牌内涵，并释放出强大品牌势能。在近期的投资者交流会上，洋河方面也表示，梦之蓝 2017 年全年销售额的增长幅度达到 232%，跻身百亿大单品阵营，梦之蓝 M9 产品的线上销售额更是实现了 21 倍的增长，一二线城市是主力军。而手工班定价高于茅台，主打“三老，两多，一少”迎合消费者对品质、健康、稀缺性的追求，定位高端政商人士圈层。品质好、包装精美、稀有度高、定位明确，手工班未来在一二线城市的高端市场前景值得期待。

图 14：手工班要求生产工艺严格



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 15：手工班精美的包装



资料来源：公司官网，天风证券研究所

尽管高端消费品在快速增长，但一二线城市大多数消费者回归理性消费，偏向性价比更高的产品。截止至 2018 年 6 月，飞天茅台（53 度）京东价格为 1499 元、五粮液（52 度）京东价格为 1059，分别相较 2017 年初提价 240 元、230 元，次高端白酒价格优势明显；相对于中低端产品来说，次高端产品更符合消费升级后人们对更高端产品的追求。目前来

看，江浙等经济发达地区 300 元以上的白酒已经成为商务、家族聚会以及婚宴等重大场合中的主要选择。在苏南市场婚宴当中，使用梦系列产品并不少见。

品牌和渠道次高端市场竞争关键因素，而一二线城市相较于三四线城市来说生活节奏更快，对产品选择时耗费的时间更少。因此，品牌知名度和渠道覆盖很大程度左右了一二线消费者的选择。洋河在江苏省内已经站稳脚跟，截止 17 年末省内营收已达 102.3 亿元。省外定位新江苏市场，主要覆盖河南、山东、安徽、浙江、上海等经济发达地区，目前市占相对江苏省差距较大，但 17 年末省外营收已达 92.3 亿元，占比高达 47.46%，主要是各区域经济发达城市贡献较大。“新国酒”身份打造、渠道深耕至县市，洋河在这些主要覆盖的经济发达地区市占率有望进一步提升，叠加消费升级趋势，有望实现海升天、天升梦，营收进一步提升。

### 2.2.2. 三四线城市：品牌、产品、渠道优势明显，三四线扩张仍有充足空间

三四线城市消费市场潜力巨大，未来有较大发展空间。三四线城市消费者有以下几个特点，首先，生活节奏相对较慢、压力较小，产品对比选择时间较多，消费意愿也较强；其次，对品牌追求程度逐步提升，且容易追随一二线城市品牌选择，对品牌情感因素较低；最后，三四线城市白酒选择较有限，主要为地方品牌和全国化产品。针对以上几个特点，从洋河品牌力、产品力、渠道力三个方面分析洋河未来三四线城市发展优势在哪。

**品牌力：**洋河近些年宣传重点在于新国酒身份的建立，而一带一路、G20 峰会国宴用酒都不断强化消费者认知，培养消费者白酒消费心理。公司入选世界知名品牌价值研究机构 BrandFinance 发布的全球烈酒品牌价值 50 强，排名第三，中国第二；在《2016 年中国品牌价值评价信息》中以 494.09 亿元品牌价值，排名中国第一；公司荣登《福布斯》发布的“全球 2000 强世界上市公司”，“梦之蓝”入选 CCTV “国家品牌计划”TOP10 品牌。这些荣誉都对洋河全国化品牌打造，起着至关重要的作用，知名度大大提升。

图 16：洋河入选全球烈酒 50 强排名第三



资料来源：公司官网，天风证券研究所

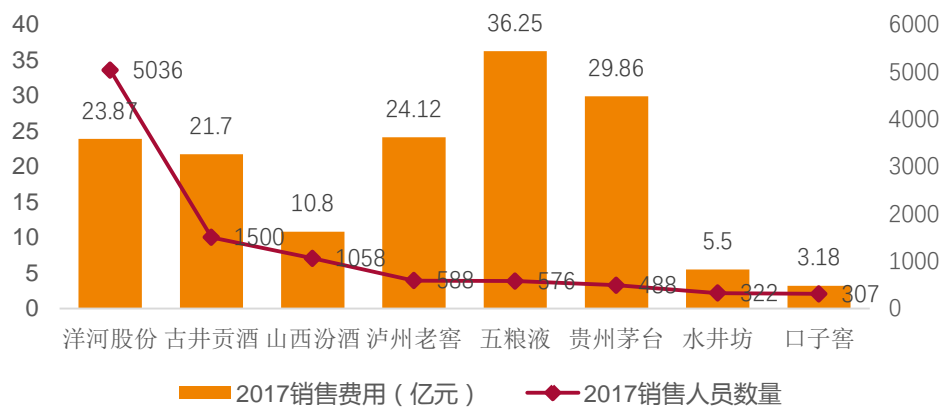
图 17：洋河 2016 年中国品牌价值排名第一

序号	企业名称	品牌强度(百分制)	品牌价值(亿元)
1	江苏洋河酒厂股份有限公司	952	494.09
2	华晨汽车集团控股有限公司	897	231.21
3	中铁电气化局集团有限公司	750	222.80
4	中石油吉林石化分公司	831	80.97
5	中石油辽河石化分公司	878	80.32
6	国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司	877	66.67
7	金龙联合汽车工业有限公司	897	65.15
8	盘锦北方沥青燃料有限公司	762	64.52
9	湖北枝江酒业集团	886	63.63
10	中国一拖集团有限公司	848	62.82

资料来源：2016 年中国品牌价值评价信息，天风证券研究所

此外，洋河在终端宣传和产品陈列上都花费了巨大精力，设计了详尽的酒店大厅形象化落地物料清单、餐饮终端柜台陈列标准、商超形象化落地物料清单等一系列终端展示标准；不断完善企业形象、品牌形象和产品形象的规划设计；在销售队伍中建立专门的形象执行小组；结合当地民俗民情，结合区域市场突发事件，结合各类时尚或者流行话题来不断创新展示形式，持续提升市场热度，从而刺激消费者购买欲望。

图 18：洋河销售投入情况与其它主要酒企对比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

**产品力：**洋河采取大单品的产品链，在每个价格带上都有自己的核心产品，高端布局手工班、梦之蓝（M6、M9）、分子酒；梦之蓝（M3、M1）和天之蓝为次高端主要单品；海之蓝、珍宝坊君坊为中端主要单品；双沟、大曲主攻低端。合理的定价以及单品聚焦，使得洋河在各个价位段上都有自己的影响能力。并且洋河对产品的控制和把握处于行业前列：

- **酿酒环境：**位于宿迁洋河镇是世界三大湿地名酒产区之一，得天独厚生态环境提供优质酿酒条件；
- **技术条件：**拥有 26 名国家品酒委员，69 名省级品酒委员，1845 名技术类人员，拥有多个国家和省级技术研究开发平台，技术方面优势明显；
- **产品口感：**首创绵柔型白酒，入口绵柔顺喉，饮后轻松舒适，符合当下追求健康、社交频繁的生活特点。

高端产品提升档次同时凸显次高端及以下产品性价比。梦 6、梦 9、以及分子酒的推出表明了洋河对进军高端市场的野心，而手工班超高定价则表明了洋河巩固高端市场的决心，为的是提升产品地位，确立公司超高端标杆。随着洋河产品定位的抬升，使得次高端及以下产品性价比优势凸显。

洋河同时也在利用低端产品扩大消费者基础。洋河餐饮渠道占比较高的特性使得终端动销对于洋河有着更高的重要性，随着海之蓝在中低端发展成熟，洋河瞄准低端白酒市场。在 100 元以下价格带，公司于三季度推出新品小海争夺市场，目前正在进行消费者培养，成熟后由江苏周边推向全国；在 50 元以下价格带，随着光瓶酒的表现逐渐优异，盒装酒生存空间压缩，洋河推出了光瓶酒小曲，凭借着在商超、餐饮有着强大渠道力量，定价 30 元的小曲在同等价位光瓶酒有着极大优势。

图 19: 洋河小海



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 20: 洋河小曲

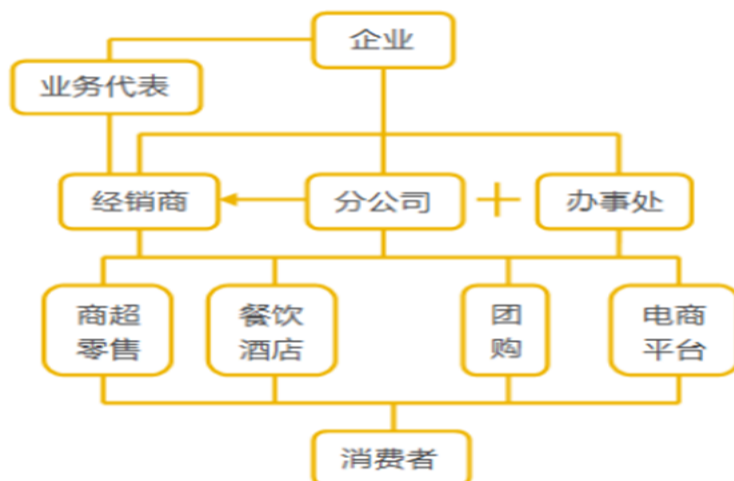


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

**渠道力:** 公司营销团队在行业内人员最多、执行力最强, 并与 8000 多家经销商合作不断加大深度分销模式。公司目前营销网络渗透到全国各个地级县市, 渠道高速通路基本搭建完成, 为未来市场拓展和产品延伸建立了极大优势。同时, 洋河不仅不断探索者新的营销模式, 还在互联网营销上取得成果, “洋河 1 号” 电商平台在白酒行业处于领先地位。“洋河 1 号” 采用“厂家主导、网点执行”的模式, 一方面满足了消费者的购酒便利性需求, 线上 APP、微信商城直接可以下单。另一方面将订单转接给网点, 30 分钟可实现快速送达。从根本上激发网点积极性, 真正意义上实现了线上与线下 O2O 的融合。

在经销商管理方面, 洋河采取强硬态度, 管理严格, 根据公司“深度管理+直接控制”策略, 洋河通过自设分公司和办事处进行市场推广和产品销售, 对经销商工作进行指导, 经销商主要起物流和库存作用。并且经销商违反规定, 将受到严格处罚, 保证了洋河在渠道主导优势。

图 21: 洋河渠道运营模式



资料来源: 公司年报整理, 天风证券研究所

未来洋河在三四线城市扩张, 主要的竞争对手是地方品牌以及全国化品牌。目前来看河南、山东、河北、湖北等省份地方品牌受限自身因素, 在次高端及以上影响力较小, 从而集中于中低端及以下产品, 而洋河在各个价格段都有核心产品, 在相同定价下, 洋河的品牌力和产品力相对于地方品牌来说凸显性价比; 在四川、安徽等有知名白酒省份, 洋河具备强大的营销能力和完善的渠道运作, 并且绵柔型口感符合当前趋势。目前, 洋河在三四线城市

市占率不高，结合上述分析，预期未来有较大提升空间。

### 3. 盈利预测及估值

2018Q1 洋河营收增长率和归母净利润增长率分别为 25.68%和 26.69%，符合公司预测 20%-30%增长。基于上述原因，我们预测 2018-2019 年营收 249.0/293.8 亿，预计 EPS5.72/6.98，给予 19 年 25 倍 PE。目标价格由 195 元下调至 174.5 元，主要由于 17 年营收和净利润增长不达预期，目标空间为 48.35%。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,456.63	1,751.45	7,270.53	12,222.16	9,544.17
应收账款	121.36	65.57	260.22	(636.40)	(851.88)
预付账款	69.32	86.66	135.72	121.47	289.45
存货	12,221.52	12,861.50	19,059.43	20,362.34	41,554.36
其他	10,455.75	13,761.39	9,865.88	11,509.12	11,800.48
<b>流动资产合计</b>	<b>25,324.57</b>	<b>28,526.58</b>	<b>36,591.79</b>	<b>43,578.69</b>	<b>62,336.58</b>
长期股权投资	21.03	1.98	1.98	1.98	1.98
固定资产	7,970.04	8,249.56	7,963.24	7,656.55	7,324.62
在建工程	544.67	234.43	176.66	154.00	122.40
无形资产	1,634.62	1,653.55	1,608.13	1,562.72	1,517.30
其他	3,309.13	4,592.05	4,796.04	4,898.21	4,761.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,479.49</b>	<b>14,731.56</b>	<b>14,546.05</b>	<b>14,273.45</b>	<b>13,727.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>38,804.06</b>	<b>43,258.14</b>	<b>51,137.84</b>	<b>57,852.14</b>	<b>76,064.15</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,651.85	6,731.44	8,826.38	10,355.70	20,259.21
其他	6,785.49	6,707.27	8,555.85	9,088.55	11,963.34
<b>流动负债合计</b>	<b>12,437.33</b>	<b>13,438.71</b>	<b>17,382.23</b>	<b>19,444.25</b>	<b>32,222.55</b>
长期借款	0.18	0.15	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	329.56	324.41	331.65	328.54	328.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>329.75</b>	<b>324.56</b>	<b>331.65</b>	<b>328.54</b>	<b>328.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,767.08</b>	<b>13,763.27</b>	<b>17,713.88</b>	<b>19,772.79</b>	<b>32,550.75</b>
少数股东权益	(15.79)	(20.17)	(34.07)	(57.45)	(78.52)
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99
资本公积	741.70	741.70	741.70	741.70	741.70
留存收益	24,544.64	28,007.14	31,951.04	36,629.80	42,084.93
其他	(740.56)	(740.79)	(741.70)	(741.70)	(741.70)
<b>股东权益合计</b>	<b>26,036.99</b>	<b>29,494.87</b>	<b>33,423.96</b>	<b>38,079.34</b>	<b>43,513.40</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>38,804.06</b>	<b>43,258.14</b>	<b>51,137.84</b>	<b>57,852.14</b>	<b>76,064.15</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	5,804.93	6,618.79	8,627.07	10,520.33	12,378.95
折旧摊销	730.60	690.89	449.82	454.96	459.05
财务费用	(3.34)	11.71	(104.61)	(226.02)	(252.39)
投资损失	(547.21)	(623.95)	(583.03)	(498.32)	(556.75)
营运资金变动	(4,137.69)	(1,455.75)	1,027.02	(69.19)	(8,469.68)
其它	5,557.76	1,641.48	(14.63)	(23.78)	(21.55)
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,405.04</b>	<b>6,883.17</b>	<b>9,401.63</b>	<b>10,157.99</b>	<b>3,537.64</b>
资本支出	694.13	664.10	52.76	83.11	50.34
长期投资	(25.39)	(19.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(6,633.07)	(4,806.07)	640.44	326.20	405.70
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,964.33)</b>	<b>(4,161.02)</b>	<b>693.20</b>	<b>409.31</b>	<b>456.04</b>
债权融资	0.18	0.15	0.00	0.00	0.00
股权融资	14.73	33.69	106.83	228.63	254.30
其他	(3,711.99)	(3,450.95)	(4,682.58)	(5,844.30)	(6,925.96)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,697.08)</b>	<b>(3,417.12)</b>	<b>(4,575.75)</b>	<b>(5,615.67)</b>	<b>(6,671.66)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,256.37)</b>	<b>(694.97)</b>	<b>5,519.08</b>	<b>4,951.62</b>	<b>(2,677.99)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>17,183.11</b>	<b>19,917.94</b>	<b>24,901.41</b>	<b>29,383.67</b>	<b>39,332.97</b>
营业成本	6,202.98	6,681.15	8,715.49	10,578.12	16,846.31
营业税金及附加	309.57	1,151.87	748.18	437.82	597.86
营业费用	1,869.00	2,387.45	2,564.85	3,026.52	3,618.63
管理费用	1,582.44	1,532.15	2,041.92	2,042.16	2,564.51
财务费用	(8.95)	(33.91)	(104.61)	(226.02)	(252.39)
资产减值损失	48.00	22.87	27.59	28.43	31.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	547.21	623.95	583.03	498.32	556.75
其他	(1,094.42)	(1,284.05)	(1,166.07)	(996.64)	(1,113.50)
<b>营业利润</b>	<b>7,727.28</b>	<b>8,836.47</b>	<b>11,491.03</b>	<b>13,994.96</b>	<b>16,483.67</b>
营业外收入	45.88	19.82	33.99	33.23	29.01
营业外支出	12.20	8.34	10.52	10.35	9.74
<b>利润总额</b>	<b>7,760.97</b>	<b>8,847.95</b>	<b>11,514.50</b>	<b>14,017.84</b>	<b>16,502.95</b>
所得税	1,956.04	2,229.17	2,902.06	3,521.28	4,145.54
<b>净利润</b>	<b>5,804.93</b>	<b>6,618.79</b>	<b>8,612.44</b>	<b>10,496.56</b>	<b>12,357.41</b>
少数股东损益	(22.24)	(8.38)	(14.63)	(23.78)	(21.55)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5,827.17</b>	<b>6,627.17</b>	<b>8,627.07</b>	<b>10,520.33</b>	<b>12,378.95</b>
每股收益(元)	3.87	4.40	5.72	6.98	8.21

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.04%	15.92%	25.02%	18.00%	33.86%
营业利润	8.22%	14.35%	30.04%	21.79%	17.78%
归属于母公司净利润	8.61%	13.73%	30.18%	21.95%	17.67%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.90%	66.46%	65.00%	64.00%	57.17%
净利率	33.91%	33.27%	34.64%	35.80%	31.47%
ROE	22.37%	22.45%	25.78%	27.59%	28.40%
ROIC	36.16%	32.42%	37.23%	48.51%	58.31%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.90%	31.82%	34.64%	34.18%	42.79%
净负债率	23.85%	34.96%	35.94%	27.43%	17.35%
流动比率	2.04	2.12	2.11	2.24	1.93
速动比率	1.05	1.17	1.01	1.19	0.64
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	140.36	213.11	152.87	-156.22	-52.86
存货周转率	1.47	1.59	1.56	1.49	1.27
总资产周转率	0.47	0.49	0.53	0.54	0.59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.87	4.40	5.72	6.98	8.21
每股经营现金流	4.91	4.57	6.24	6.74	2.35
每股净资产	17.29	19.59	22.20	25.31	28.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.88	27.15	20.86	17.10	14.54
市净率	6.91	6.10	5.38	4.72	4.13
EV/EBITDA	11.92	17.62	14.17	11.43	9.91
EV/EBIT	13.04	19.01	14.73	11.81	10.19



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com