洋河股份（002304.SZ）/饮料制造行业

梦之蓝引领新一轮成长，新江苏打开全国化空间

评级：买入（维持）

市场价格：116.90

分析师：范劲松
执业证书编号：S0740517030001
电话：021-20315733
Email：fanjs@r.qlzq.com.cn
分析师：龚小乐
执业证书编号：S0740518070005
Email：gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1506.99
流通股本(百万股)	1242.19
市价(元)	116.90
市值(百万元)	176167.13
流通市值(百万元)	145212.01

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 洋河股份（002304.SZ）_公司点评：蓝色经典全面提价，戴维斯双击在望

2 洋河股份（002304.SZ）_一季报点评：加速增长持续验证，全国化空间充分打开

3 洋河股份（002304.SZ）_公司点评：波澜不惊，重视 18 年加速发展趋势

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	17,183	19,918	24,212	29,207	34,677
增长率 yoy%	7.04%	15.92%	21.5 %	20.63%	18.73%
净利润	5,827	6,627	8,299	10,165	12,395
增长率 yoy%	8.61%	13.73%	25.22%	22.49%	21.94%
每股收益（元）	3.87	4.40	5.51	6.75	8.23
每股现金流量	4.91	4.57	8.91	5.52	7.26
净资产收益率	22.37%	22.45%	26.29%	28.14%	29.79%
P/E	28.6	25.2	21.2	17.3	14.2
PEG	1.4	1.1	1.3	0.8	0.6
P/B	6.4	5.7	5.3	4.6	4.0

投资要点

- **相较于其它优秀的白酒公司，洋河周期属性更弱，底盘扎实。公司具备优秀的治理结构、完善的产品及渠道体系，公司长期的竞争优势依旧明显。近几年公司在产品力以及品牌力所做的努力颇多，梦之蓝系列的产品得到消费者热捧。我们认为压制公司估值的要素在于增速不快以及市场对公司品牌认知的分歧，梦之蓝的加速增长有望推升公司业绩的加速以及估值体系的提升。**
- **治理结构、完善的产品及渠道体系是洋河的核心壁垒。**洋河机制灵活，组织架构紧凑，产品布局完善，渠道优势明显。对于大多国企背景的白酒企业而言，洋河的治理结构优势更为明显。组织结构的系统竞争力有望带领洋河不断走向卓越。
- **未来增长点一：复制海天系列成功之路，梦系列成为增长新引擎。**洋河蓝色经典定位中高端，产品结构齐备，目前梦、天、海收入占比约为 3:3:4，梦占比呈持续上升趋势。我们认为梦之蓝同样具备海天系列的成长要素，且品质、品牌进一步升级，随着省内消费升级与新江苏市场的持续开拓，梦之蓝将有望复制海天系列的高增长。我们看好梦之蓝在全国次高端市场持续放量增长，梦之蓝占比逐步提高将推动利润弹性加速体现。
- **未来增长点二：新江苏战略推进顺利，全国化海阔天空。**我们梳理了新江苏战略的执行与成效，整体推进顺利，但公司在新江苏市场个位数的份额与江苏省内超过 35%的份额相比仍有较大空间。新江苏市场对省外发展起到良好的引领作用，未来公司将积极拓展省外市场覆盖面，到 2020 年建成深度全国化的市场，省外收入占比有望达到 70%。
- **为什么我们当前更看好洋河？**从估值的角度，公司当前对应 2018 年 21 倍 PE，与高端白酒企业相比，公司估值处于较低水平（低于茅台、高于五粮液、老窖），但公司机制更加灵活，品牌力提升进度超出市场预期。梦之蓝的加速增长有望推升公司业绩的加速以及估值体系的提升。
- **投资建议：继续重点推荐，重申“买入”评级。**我们预计 2018-2020 年公司收入为 242.12/292.07/346.77 亿，同比增长 21.56%/20.63%/18.73%；利润为 82.99/101.65/123.95 亿，同比增长 25.22%/22.49%/21.94%；对应 EPS 为 5.51/6.75/8.23 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**打压三公消费力度继续加大；食品安全问题；

内容目录

品牌力与渠道力是洋河的核心壁垒 - 4 -
品牌力：创新品牌营销方式，品牌力提升超预期 - 4 -
渠道力：扁平化、高铺货、多赠饮，渠道接近快消模式 - 10 -
未来增长点一：复制海天系列成功之路，梦系列成为增长新引擎 - 13 -
蓝色经典完整齐备，产品结构由海、天向梦升级 - 13 -
海之蓝的成功经验：从四个方面说起 - 15 -
天之蓝升级换挡，复制海之蓝的快速成长 - 17 -
梦之蓝引领新一轮升级，参照海天成长路径，未来高增长可期 - 20 -
未来增长点二：新江苏战略推进顺利，全国化海阔天空 - 22 -
省外市场加速渗透，有望复制省内市场高增长 - 22 -
新江苏战略成效显著，全国化空间打开 - 28 -
投资建议：继续重点推荐，重申“买入”评级 - 30 -
风险提示 - 31 -

图表目录

图表 1：洋河改制新生历程 - 4 -
图表 2：改革红利带动洋河业绩高速增长 - 4 -
图表 3：洋河具有经典名酒基因 - 5 -
图表 4：洋河于第三届全国评酒会上跻身八大名酒 - 5 -
图表 5：洋河蓝色经典独辟蹊径 - 6 -
图表 6：绵柔白酒突破传统香型桎梏 - 7 -
图表 7：“新国酒”梦之蓝频频亮相重大国际场合 - 8 -
图表 8：“新国酒”梦之蓝频频亮相重大国际场合 - 9 -
图表 9：洋河品牌价值再创新高，位居 BrandZ™中国品牌百强第 49 - 9 -
图表 10：Brand Finance 评比全球第三、中国第二的烈性酒品牌价值 - 9 -
图表 11：洋河“1+1”营销模式 - 10 -
图表 12：洋河“4x3”终端营销模式 - 10 -
图表 13：洋河密级铺货并注重陈列 - 11 -
图表 14：洋河积极拥抱互联网 - 12 -
图表 15：洋河拥有业内最庞大的销售团队 - 12 -
图表 16：双品牌、多系列实现高中低全价位覆盖 - 13 -
图表 17：蓝色经典系列占比持续提升 - 14 -
图表 18：梦之蓝引领新一轮产品结构升级 - 14 -

图表 19: 海之蓝、天之蓝的产品升级之路 ..... - 14 -
图表 20: 2017 年以来海之蓝数次提价 ..... - 14 -
图表 21: 2017 年以来天之蓝数次提价 ..... - 14 -
图表 22: 04-12 年海之蓝收入高速增长 ..... - 15 -
图表 23: 04-12 年白酒行业收入总体保持快速增长 ..... - 16 -
图表 24: 公司连续改制释放活力，抓住行业发展机遇 ..... - 16 -
图表 25: 洋河在省外广泛打造营销网点 ..... - 17 -
图表 26: 08-12 年天之蓝复制了海之蓝的高增长 ..... - 18 -
图表 27: 房地产投资 09-10 年快速回暖 ..... - 18 -
图表 28: 江苏省人均收入保持快速增长 ..... - 18 -
图表 29: 洋河募投项目增加中高档酒产能 ..... - 19 -
图表 30: 洋河省外收入保持快速增长 ..... - 19 -
图表 31: 2017 年江苏人均可支配收入位居全国第五 ..... - 20 -
图表 32: 2017 江苏人均 GDP 位居全国第四 ..... - 20 -
图表 33: 江苏次高端规模、占比同步提升 ..... - 20 -
图表 34: 预计江苏次高端规模增速在 25%以上 ..... - 20 -
图表 35: 洋河梦之蓝冠名赞助诸多精品项目 ..... - 21 -
图表 36: 洋河 2017 年省内恢复双位数增长 ..... - 21 -
图表 37: 省内产品结构升级推动省内毛利率提升 ..... - 21 -
图表 38: 洋河省内份额远超竞争对手 ..... - 22 -
图表 39: 梦之蓝有望复制海天系列高增长 ..... - 22 -
图表 40: 省外市场增速领先省内 ..... - 23 -
图表 41: 省外占比持续提升，今年有望媲美省内 ..... - 23 -
图表 42: 洋河在安徽销售额约 14 亿，占比约 5.6% ..... - 25 -
图表 43: 洋河在河南销售额约 21 亿，占比约 6% ..... - 26 -
图表 44: 洋河在山东销售额约 14 亿，占比约 5.4% ..... - 27 -
图表 45: 洋河在河南、山东、安徽份额仍有较大增长空间 ..... - 27 -
图表 46: 洋河在浙江份额为 3.9%，仍有提升空间 ..... - 28 -
图表 47: 洋河在上海份额为 1.8%，仍有提升空间 ..... - 28 -
图表 48: 洋河新江苏市场的竞争状况梳理 ..... - 28 -
图表 49: 新江苏市场数量持续增加 ..... - 29 -
图表 50: 一季度梦之蓝省外增长超 60%，占比提升 ..... - 29 -
图表 51: 新江苏市场多为人口大省 ..... - 29 -
图表 52: 江浙沪居民收入水平较高 ..... - 29 -
图表 53: 目前全国其他市场占比较低 ..... - 30 -

图表 54：计划 2020 年建成深度全国化市场的目标.....- 30 -
图表 55：可比公司估值表.....- 31 -
图表 56：洋河股份三大财务报表预测（单位：百万元）.....- 32 -

品牌力与渠道力是洋河的核心壁垒

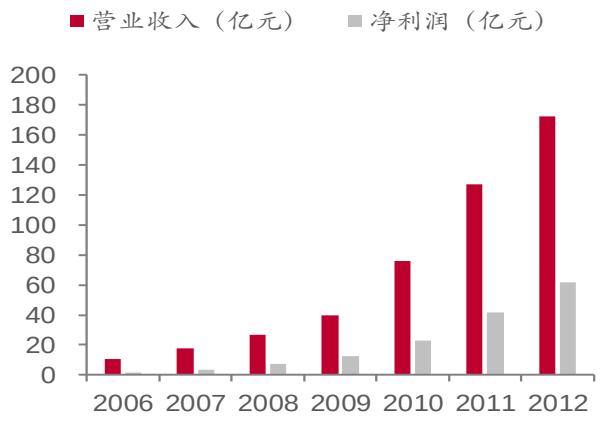
■ **洋河的核心壁垒在于拥有一支卓越的管理团队，不断推出差异化的品牌和渠道策略，且战略执行力与落地性行业领先。**洋河的成功不外乎其品牌力和渠道力，但是在分析品牌与渠道策略之前，我们认为其内生动力实际上来源于其出色的管理团队，这也是洋河与茅五泸等名酒相比最大的优势所在。在洋河的发展历程中，公司管理层经受住考验，屡次力挽狂澜：21 世纪初洋河大曲日渐式微之际，洋河另辟蹊径推出全新品牌蓝色经典，迅速成为家喻户晓的白酒品牌；12-14 年行业调整阶段，为减少对省内市场的依赖，洋河逆势推出新江苏战略，开始深度全国化之路。此外，在合理的股权结构与完善的激励机制的驱动下，洋河表现出了强大的执行力，品牌营销方面投入大量资源进行个性化营销，渠道建设方面新江苏市场深度分销聚焦到县。综上，洋河出色的管理团队与完善的激励制度是公司不断向前发展的源动力，也是公司核心壁垒的内生体现。

图表 1：洋河改制新生历程

时间	事件
2002	内忧外患：行业陷入负增长，公司年营收仅2亿
2002	第一次体制改革：公司股权改制，引入投资人
2003	品牌、产品：推出公司里程碑之作“洋河蓝色经典”，脱离停滞困境，进入高速发展阶段
2006	第二次体制改革：管理层、核心技术员工持股约30%
2007	“洋河蓝色经典”加速增长，公司营收超17亿
2009	深交所上市，募资26亿元
2010	收购苏酒三巨头之一的双沟，成立苏酒集团
2011	营收达到127亿元，成为茅台、五粮液之后第三家百亿白酒企业

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 2：改革红利带动洋河业绩高速增长



来源：招股说明书，公司财报，中泰证券研究所

品牌力：创新品牌营销方式，品牌力提升超预期

■ **历史文化底蕴深厚，洋河大曲早期硕果累累。**洋河拥有深厚的历史文化底蕴，起源于隋唐、隆盛于明清，曾入选清皇室贡酒，素有“福泉酒海清香美，味占江淮第一家”之美誉，被乾隆皇帝赞为“酒味香醇，真佳酒也”，在解放前因战争连年而生产凋蔽，奄奄一息。1949 年，全国解放后，建立了国营洋河酒厂。计划经济时代只做生产，建厂五十多年来，洋河大曲专注生产，屡获大奖，深受消费者喜爱，洋河的早期产品也是

硕果累累。

图表 3：洋河具有经典名酒基因

时间	荣誉
1915	巴拿马国际博览会 “国际名酒”奖状和金质奖章
1923	南洋国际名酒赛会“国际名酒”
1979	“中国名酒”、“国家优质酒”，位居全国八大名酒之列
1984	53度洋河大曲蝉联“中国名酒”，获国家质量奖金牌
1989	“国家名酒”三连冠
1990	全国浓香型白酒评选中被定为标杆
1992	国际金奖
1995	“佛罗里达金帆船奖”

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **80 年代跻身八大名酒，风光一时。**从改革开放后的 1979 年开始，国家大力支持低度白酒的发展。80 年代初低度白酒酿造进入快速发展阶段，此时的洋河受益于国家政策支持，在 1979 年第三届全国评酒会上，洋河大曲一跃而跻身于全国八大名酒之列，打开了强大知名度。“酿酒规模冠领全国”、“产品远销全国各地”、“中国名酒三连冠”，20 世纪 80 年代的洋河无疑有着举足轻重的行业地位。

图表 4：洋河于第三届全国评酒会上跻身八大名酒

评酒会	时间	入选名酒
第一届	952	茅台、汾酒、泸州大曲、西凤酒
第二届	1963	五粮液、茅台、古井贡酒、泸州老窖特曲、汾酒、全兴大曲、西凤酒、董酒
第三届	1979	茅台、五粮液、汾酒、洋河大曲、古井贡酒、泸州老窖特曲、剑南春、董酒
第四届	1984	茅台、五粮液、汾酒、洋河大曲、古井贡酒、泸州老窖特曲、剑南春、董酒、西凤酒、全兴大曲、双沟大曲、郎酒、特制黄鹤楼
第五届	1989	茅台、五粮液、汾酒、洋河大曲、古井贡酒、泸州老窖特曲、剑南春、董酒、西凤酒、全兴大曲、双沟大曲、郎酒、特制黄鹤楼、武陵酒、宝丰酒、沱牌曲酒、宋河粮液

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- **洋河大曲日渐式微，洋河另辟蹊径推出蓝色经典。**与始终象征着各自公司品牌形象的飞天茅台、水晶瓶五粮液不同，曾经代表洋河名酒品牌与品质的洋河大曲已然式微，随着一轮轮的消费升级逐步被竞品所超越。进入 21 世纪，洋河在各个维度均面临强大的竞争对手：酱香型的领军品牌是贵州茅台，浓香型的领军品牌是五粮液，清香型的领军品牌是汾酒，白酒的文化标准荣誉的代表是贵州茅台，巴拿马博览会金奖质量的代表是五粮液，历史的代表是剑南春。若想突出重围，无论从产品、品牌还是文化，洋河均无法与上述各品牌展开正面交锋，那么只能另辟蹊径，

创造新的品类与新的文化，于是 2003 年，洋河在总结、提炼出一整套绵柔型白酒特征、优点、工艺要求、微量成分等系统理论之后，终于让“洋河蓝色经典”横空出世，这一经典品牌为日后洋河进入白酒三甲地位立下了汗马功劳。

图表 5：洋河蓝色经典独辟蹊径

品牌	营销定位	视觉形象
茅台	国酒	
五粮液	中国名酒，世界名酒	
泸州老窖	中国第一窖	
剑南春	唐朝国酒	
洋河	绵柔的，洋河的	

来源：中泰证券研究所

- **全方位创新，成功塑造高端新品牌。**蓝色经典系列是洋河名酒品牌的传承，也在洋河的发展史上写下了浓墨重彩的一笔。与其他标榜历史底蕴的高端白酒不同，蓝色经典是洋河创造出的全新品牌，但凭借洋河在品牌塑造上独到的人文视角，以及在营销上的高歌猛进，蓝色经典迅速成为家喻户晓的白酒品牌，甚至让消费者忘掉了公司曾经的代表产品——洋河大曲的存在。全新品牌在数年时间就在中高端白酒上占据一席之地，洋河在行业内完成了一次前所未有的创举。可以说，创新是蓝色经典系列的灵魂，下面我们从产品、文化、品牌等方面分析洋河对于蓝色经典的全方位创新。

- **产品创新，突破传统香型，绵柔白酒的开创者与标准制定者。**2003 年，和、洋河率先突破中国白酒香型分类传统，首创以“味”为主的绵柔型白酒质量新风格，强调入口绵爽、饮中柔和、饮后舒适的味觉感受，建立了蓝色经典特有的味觉识别。通过系统的品牌营销运作，在白酒行业中找到了独一无二的身份和地位。2008 年,《地理标志产品洋河大曲酒》将“绵柔型”作为白酒的特有类型写入国家标准。作为绵柔型白酒代表作，梦之蓝、绵柔苏酒先后荣获“最佳质量奖”、“价值典范品牌”、“中国名酒典型酒”、“中国白酒酒体设计奖”、“中国白酒国家评委感官质量奖”等国家级质量大奖，开创了中国绵柔型白酒领袖品牌，牢牢占据了

消费者的心智，从标准遵循者成功转变为标准制定者。

图表 6：绵柔白酒突破传统香型桎梏

白酒类型		特征	代表
传统白酒香型	馥郁香型酒	色清透明、诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、香味协调、回味悠长，具有馥郁香型的典型风格和“前浓、中清、后酱”的独特口味特征。	酒鬼酒
	酱香型酒	酱香突出，幽雅细腻，酒体丰富醇厚，回味悠长，香而不艳，低而不淡，且具有隔夜留吞、饮后空杯香犹存的特点。	茅台酒，郎酒，习酒
	浓香型酒	窖香浓郁，绵甜甘冽，香味协调，尾净余长。	五粮液，泸州老窖，古井贡酒，剑南春
	清香型酒	清香醇正，诸味协调，醇甜柔和，余味爽净，甘润爽口，具有传统的老白干风格。	山西杏花村汾酒
	米香型酒	以清，甜、爽、净见长，其主要特征是：蜜香清雅．入口柔绵，落口爽冽，回味怡畅。	桂林三花酒
	其它香型酒	除以上所介绍的几种香型以外的各种香型的白酒，都属于其它香型，是一些因为工艺独特、风格独具而对其香型定义及主体香气成分有待进一步确定，或以一种香型为主兼有其它的香型的白酒。	陕西西凤酒，山东景芝酒
新流派	绵柔酒	以消费者感受为衡量标准，以“味”为主。饮前香气幽雅怡人，入口绵柔顺喉，饮中畅快淋漓，饮后轻松舒适。"绵"即绵长，酒体丰满、不清淡，更不是简单地降度，而是陈酒、绵柔型基础酒、调味酒等绵柔原酒的最佳组合调味；"柔"即柔和、柔软、柔顺，不暴辣、不刺喉，饮时舒畅，饮后舒适。	洋河梦之蓝

来源：Wind，中泰证券研究所

- **文化创新，万红千黄之中，洋河之蓝清新脱俗。**洋河独辟蹊径，在品牌和产品上均大胆的使用了蓝色，在充斥着红黄色色调的白酒中，蓝色清新脱俗，其所代表的宽广深邃、创新开放，是现代精英人群的思想境界追求，迎合了现代人的情感需要。“洋河蓝色经典”突破了常规包装，成功塑造出了独一无二的蓝色文化。区别对手的同时也完成了自己产品壁垒的构筑，将竞争对手拒之门外。

- **品牌创新，个性化品牌营销，契合消费者心智。**从品牌定位上，洋河在开发创新产品时，未按“年份”概念去打造他的品牌体系，而是用“海之蓝”、“天之蓝”、“梦之蓝”来区分其产品的价位和档次，形成了完整的体系，同时各自又可以独立“单飞”。从品牌宣传上，洋河营销也是以创新为基本思路，品牌宣传追求个性化战略，通过策划打造出独特的传播模式，而不是单纯地追逐热点。其品牌宣传主要从广告投放、参与线下活动和亮相重要场合等三种方式展开：

  - **广告投放方面，创新广告模式，重点投放高关注度节目。**洋河重视与央视的合作，在与央视合作的 12 年中，洋河不拘泥于单一合作模式，与央视共同开发多元广告方案，创下不少行业先河：投放晚间新闻、经济半小时的特约广告；在建国 60 周年阅兵仪式上推出倒计时广告等。在广告选择上，洋河选择本身已具有“品牌性”的节目，将企业品牌优秀节目品牌相结合，以达到强强联合的品牌效果：如在《晚间新闻》中插播广告，在《新闻周刊》和《面对面》中投放 15 秒广告，并重拳出击奥运频道，投放各黄金时段和高关注度节目。

图表 7：“新国酒”梦之蓝频频亮相重大国际场合

投放主体	具体项目
电视节目	《晚间新闻》、《新闻周刊》、《面对面》、《体坛快讯》、《体育世界》、《我的奥林匹克》、《感动中国》、《青歌赛》、《经典咏流传》、《梦想星搭档》、《中国谜语大会》等
报刊	《食品商》、《糖酒周刊》、《新食品》、《华夏酒报》、《新华日报》、《齐鲁晚报》、《大河报》、《扬子晚报》、《新安晚报》等
户外	一二线城市的是中心位置、高速公路城市入口处等

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **参与线下活动方面，公益活动和演唱会并行，满足文化消费需求。**洋河的线下活动主要包括公益活动和演唱会，公益活动方面，洋河从未停止公益步伐，从早期的“金秋助学”，到各地举行捐赠活动，从亲身参与大事情到与慈悲机构普遍协作，洋河公益脚印遍及全国。此外，“助梦圆梦”一直是洋河公益信条之一，从“中国梦梦之蓝”CCTV 寻找最美乡村医生，到“中国梦想秀”、“梦想星搭档”，通过央视及浙江卫视等大型平台，洋河设立了“梦之蓝公益基金”，先后帮助一大批追梦人完成了他们的梦想。演唱会方面，今年洋河赞助的“双沟珍宝坊·2018 世界巡回演唱会”在多地接连开唱，这仅是洋河全年演唱会 IP 之一，洋河明显提升了近期演唱会的密集程度，表明公司注重消费者日益增长的文化消费需求，进而实现从餐桌到文化生活同步升级。

- **亮相重要场合方面，从男人情怀到中国梦，重大国际场合中频频亮相，梦之蓝晋升“新国酒”。**洋河所颂扬的创新和开放精神，与新型国际关系里中国的姿态高度吻合，梦之蓝完成了从个人情怀到“新国酒”的升华。从 2016 年开始，梦之蓝加速进入各大高端国际场合，成为宴会用酒。10 月，G20 会议，梦之蓝成为宴会用酒，紧接着 11 月，世界互联网大会，洋河成为宴会用酒。此后，匈牙利国家级宴会、新加坡 APEC 峰会、中英企业家英国上议院系列活动宴会用酒、两度入选央视国家品牌计划等。通过这些活动，梦之蓝高端的品牌形象再次升华。梦之蓝作为中国高端白酒品牌，有着“新国酒”的美誉，一直以来都与关系国家、民族的重大事件同行。

图表 8：“新国酒”梦之蓝频频亮相重大国际场合

时间	事件
2018	2018上海合作组织青岛峰会官方指定用酒
2017	第一瓶进入英国上议院宴会厅的中国白酒
2017	“一带一路”国际合作高峰论坛选用酒
2017	唯一连续入选央视国家品牌计划的高端白酒品牌
2016	第三届世界互联网大会宴会选用酒
2016	梦之蓝作为G20峰会用酒
2015	抗战胜利70周年阅兵，央视播出“海天梦想，中国力量”的主题广告
2012	伦敦奥运会中国体育健儿壮行庆功专用白酒
2009	新中国成立60周年庆典，央视播出“海天梦想 蓝色力量”的主题广告
2008	北京奥运火炬首传城市指定用酒

来源：招股说明书，中泰证券研究所

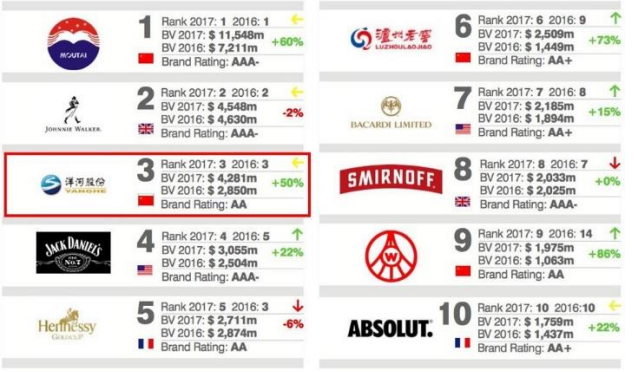
- **“中国梦，梦之蓝”高端定位深入人心，如今洋河蓝色经典品牌力有增无减。**
  - **全球烈酒品牌价值第三：**英国品牌评估机构 Brand Finance 发布“2017 全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜(Top 50 Spirits Brands 2017)，洋河以 42.81 亿美元的价值高居全球第三（在国内仅次于茅台），较去年提升 4 个位次，品牌价值再创新高。
  - **中国最有价值品牌第 49：**全球最大的传播服务集团 WPP 及全球领先调研机构华通明略，共同发布了第八届“BrandZ™ 2018 最具价值中国品牌 100 强”年度排名，洋河股份位列排行榜第 49，同比去年品牌价值增长了 32%，名列行业前三。“BrandZ™最具价值中国品牌 100 强”排名自 2011 年启动，是目前最权威和最全面的中国品牌排行榜。BrandZ™排名考虑了消费者对所购品牌的看法，同时也对财务数据、市场估价、分析师报告及风险预测进行了缜密分析，榜单结果既有理性的数据支持，也充分反映了消费者对品牌的感官认知。

图表 9：洋河品牌价值再创新高，位居 BrandZ™ 中国品牌百强第 49

47	爱奇艺	科技	2,187	64%
48	优酷	科技	2,104	N/A
49	洋河	酒类	2,030	32%
50	同仁堂	医疗保健	1,983	4%
51	保利地产	房地产	1,977	-9%
52	中兴	科技	1,900	35%
53	唯品会	零售	1,875	-14%
54	比亚迪	汽车	1,861	4%

来源：WPP，华通明略，中泰证券研究所

图表 10：Brand Finance 评比全球第三、中国第二的烈性酒品牌价值



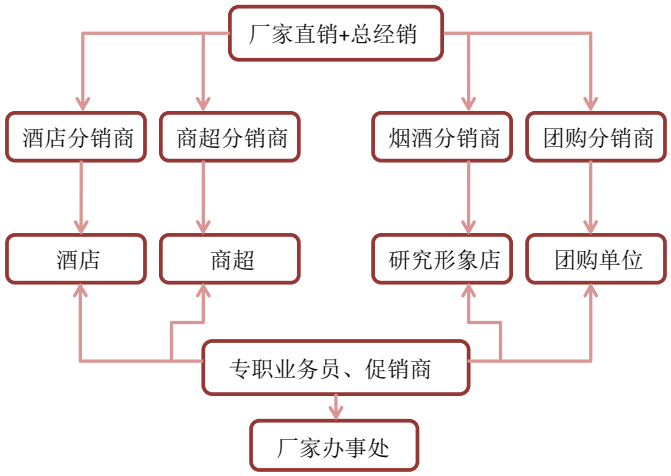
来源：Brand Finance，中泰证券研究所

渠道力：扁平化、高铺货、多赠饮，渠道接近快消模式

- **洋河渠道的差异化主要体现在其接近“快消品模式”。**洋河的创新不仅体现在产品与品牌另辟蹊径，还体现在其渠道的差异化。目前白酒行业大多仍采用传统的经销商销售模式，这种模式下白酒厂商的重心放在了经销商，而洋河销售模式更接近于快消品，这种模式更加注重市场动销和消费拉动。洋河的“快消品模式”主要体现在其渠道高度扁平、重视市场铺货率、主动消费者赠饮、拥抱互联网等动作，下面我们分别从以上几点对洋河渠道的差异化展开分析。

- **渠道高度扁平：业内首创领先的深度分销体系。**洋河在业内先后开创了“1+1”营销模式、“4x3”终端营销模式、522 极致工程等深度分销营销体系，成为了业界争相效仿的典范。
  - **“1+1”营销模式：**即“厂商+经销商”共建市场的模式。洋河抛弃了大经销商制，采用“1+1”模式和经销商共同开拓市场。此模式核心在于双方基于“市场共建，优势互补；共同投资，风险共担；品牌共享，利润共享”的理念，明确分工、整合资源，使厂商运作市场的步调保持高度一致，共同营造良好的市场氛围和稳定的价格体系。公司从市场幕后转至台前，成立分公司或办事处负责开拓市场、陈列、存货等终端市场服务，而经销商主要负责仓储和配送等后台职能。“1+1”模式让洋河在终端管理上拥有了更大的主动权，减轻了对经销商的依赖。
  - **“4x3”终端营销模式：**后终端营销模式的一种升级，主要特点是注重餐饮渠道，重点运作餐饮终端和核心消费群体，以厂商的明确分工进行中心市场突破，外围市场扩张，实现洋河蓝色经典的全国市场布局。同时，推出了具有洋河特色的酒店模式、零点深度分销模式、商超、团购专业渠道模式。
  - **“522”极致化工程：**五个极致化目标：氛围营造极致化、消费升级极致化、家宴市场极致化、商务团购极致化、市场打造极致化；两个极致化转型：互联网极致化转型、市场投入极致化转型；两个极致化保障：机制保障、组织保障。

图表 11：洋河“1+1”营销模式



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 12：洋河“4x3”终端营销模式

	具体内容
模式简介	在核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域的核心企事业单位
三位联动	集团销售、核心酒店、媒介联动
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

来源：中泰证券研究所

- **重视市场铺货率：密集铺货增加曝光率，注重陈列将铺货转化为有效宣传。**对于消费品而言，铺货率意味着产品与消费者接触的频率，铺货率越高，消费者越有机会接触并消费。日化行业有雕牌和立白，饮料有娃哈哈，休闲食品有达利食品，方便食品有康师傅，而白酒行业中洋河对优势省份终端的掌控稳居第一，垄断地位明显。洋河在铺货率的强势主要体现在密集铺货和注重陈列两方面：
  - **密集铺货：**洋河在优势市场铺货密集，在江苏和上海地区，店招为洋河的烟酒杂货店随处可见，这些店内货架通常摆满洋河产品，陈列面大。铺天盖地的店招和强势的店内露出就是最好的广告，除了小店之外，很多餐厅的招牌上也有洋河，户外、电梯广告、高速公路广告更是随处可见。一般情况下，一个城市的店招往往被几家店瓜分，但像洋河这样能在某个省做到垄断地位的实属罕见。
  - **注重陈列：**洋河股份的陈列技巧主要由酒店橱柜展示、经销店、超市、商场的橱窗展示和经销店、超市、商场等地方货架展示三部分组成。其各自要点为：1）酒店橱柜展示方面，要在保证常规展示的前提下，增加品牌形象展示空间或者器材；2）经销店、超市、商场的橱窗展示方面，洋河股份的做法和主要技巧是突出气氛，突出产品热销的气氛，达到和消费者贴心的效果；3）在经销店、超市、商场等地方货架展示方面，需要专职的管理人员进行管理，终端理货员不断地整理。

图表 13：洋河密级铺货并注重陈列

来源：中泰证券研究所

- **主动消费者赠饮：培育高端人士消费习惯，有力带动区域消费。**赠酒是洋河渠道开拓的又一项创新手段，洋河每到一个新的市场，都会通过品酒会、同乡会等形式，将当地从政、经商方面的高端人士召集起来，定期根据级别向他们免费赠酒。持续一段时间之后，这些高端政界及商务人士已经养成了饮酒习惯，在朋友聚会、请客送礼、家人小聚等场合均开始饮用洋河酒，从而达到了消费者教育与消费习惯培养的目的，之后再在当地进行招商则水到渠成。

- **拥抱互联网：加快线上渠道建设，全面探路互联网+。**洋河不仅创新线下渠道建设，还注重线上渠道的培育。2013 年洋河股份率先提出拥抱互联网战略，专门成立互联网创新中心，至今已经在天猫、京东开店，自建电商平台、微店，上线“洋河 1 号”APP 客户端、洋河 1 号微信公众号和服务号，以及投资参股社区 O2O 电商公司”宅优购”等，全面探路互联网+。仅 2016 年“双十一”当天，洋河在天猫的销售额超过 4 千万元、全网销售额超过一亿元；“洋河 1 号”O2O 平台已覆盖全国 23 个省 102 个市，配送网点超过 1 万家，发展近 200 万粉丝，目前其线上销售占比超过 5%。2017 年，公司与京东达成协议，双方将在品牌共建、技术合作、营销创新、大数据、产品规划等方面展开深入合作，根据协议，洋河全线产品未来 5 年力争在京东实现破百亿元人民币的目标销售额。2018 年 5 月，洋河牵手苏宁，共建“苏宁小店”酒类供应链，借助遍布全国的苏宁小店，实现酒类陈列售卖、品牌推广。

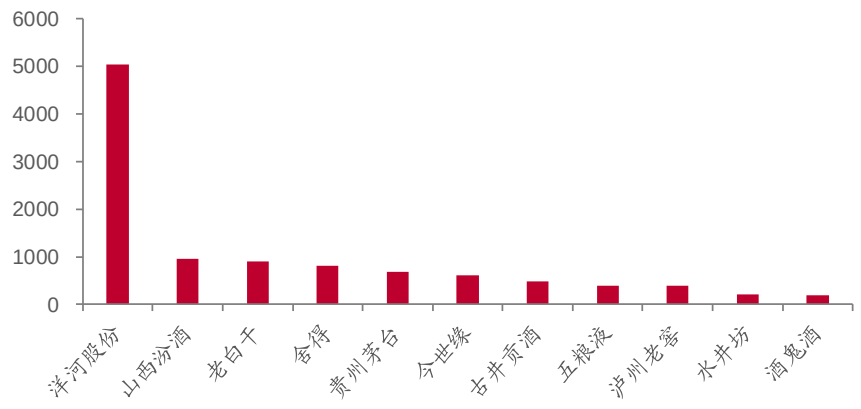
图表 14：洋河积极拥抱互联网

时间	举措	具体内容或成效
2013.01	推出“洋河 1 号”	已覆盖全国 23 个省 102 个市，配送网点超过 1 万家，发展近 200 万粉丝，目前其线上销售占比超过 5%
2016.10	与酒仙网联合推出洋河特曲	从新品首发至 2017 年 2 月，洋河特曲单品销售额近亿元，酒仙网全渠道销售量突破 100 万瓶大关
2017.06	与京东达成协议	洋河全线产品未来 5 年力争在京东实现破百亿元人民币的目标销售额
2018.05	与苏宁共建“苏宁小店”	借助遍布全国的苏宁小店，实现酒类陈列售卖、品牌推广，2018 年年底苏宁小店将保底建成 1500 家

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- **“快消品”模式下销售人员规模庞大。**支撑洋河类似“快消品”模式成功运行的要素之一销售团队规模，洋河拥有业内首屈一指的销售人员规模，2017 年数量超过 5000 人，占总员工比例达 33.5%。这一数字在行业内遥遥领先（考虑地聘人员则领先优势更为显著），远超茅五泸等高端白酒和汾酒、舍得等次高端白酒公司。

图表 15：洋河拥有业内最庞大的销售团队



来源：Wind，中泰证券研究所

未来增长点一：复制海天系列成功之路，梦系列成为增长新引擎

蓝色经典完整齐备，产品结构由海、天向梦升级

- **产品结构完备，实现全价位覆盖。**公司采取双品牌运营的模式。洋河是公司的全国性品牌，其中蓝色经典系列作为代表产品，定位中高端；洋河大曲定位中低端，主要覆盖蓝色经典以下价格带。双沟是公司的区域性品牌，产品突出苏酒绵柔的特点，主打江苏当地市场，有助于巩固公司在省内的优势地位。

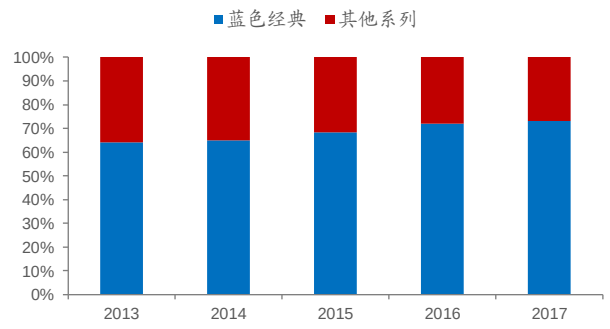
图表 16：双品牌、多系列实现高中低全价位覆盖

品牌	系列	产品	成交价	定位
洋河	蓝色经典	梦之蓝手工班	1788	高端
		梦之蓝 M9	1499	
		梦之蓝 M6	659	
		梦之蓝 M3	509	次高端
		梦之蓝 M1	359	
		天之蓝	349	
		海之蓝	135/159	中端
	微分子	大V	738	高端
		小V	439	次高端
		微客	329	
		无忌	328	
	洋河大曲	洋河特曲、老天蓝、新天蓝、青瓷、蓝瓷、美人泉等	25-130	低端
双沟	双沟珍宝坊	帝坊	658	高端
		圣坊	238	中端
		君坊	99	低端
	生态苏酒	绿苏	1009	高端
		地锦	408	次高端
		普苏	165	中端

来源：京东商城（2018 年 6 月成交价），中泰证券研究所

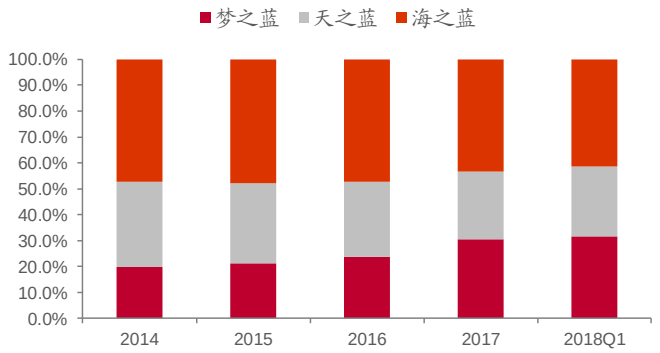
- **蓝色经典占比持续提升，促进产品结构升级。**蓝色经典系列在公司整体销售占比逐步提升，2016 年占将近 70%，17 年超过 70%，2018 年 Q1 占比进一步提高。根据公司产品规划，蓝色经典系列有望在继续保持超过 70%的基础上持续提升。现阶段蓝色经典系列中梦、天、海收入占比约为 3:3:4，梦占比呈持续上升趋势。产品升级之路表现为洋河大曲、双沟品牌逐步被海、天取代，海向天升级，天向梦升级。目前在 100、300、500、600 等关键价位，蓝色经典系列分别有海、天、梦 M1、梦 M3、梦 M6 这几大单品卡位。在 1000 以上的高端价格带，公司有布局梦 M9 和手工班，承接高端升级消费需求。

图表 17：蓝色经典系列占比持续提升



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 18：梦之蓝引领新一轮产品结构升级



来源：Wind，中泰证券研究所

- **百亿海天中秋前迎来 5.0 升级，带动量价齐升，全年有望保持 10%以上增长。**自 2003 年上市以来至今 15 年，经过 4 次迭代换装，海之蓝、天之蓝已经成为白酒行业内的潮流产品。当前市场上流通的版本为 2013 年提质升级后的 4.0 版本。为了保证海天产品的持续竞争力，避免消费者的审美疲劳，现在公司正在打造海天的 5.0 版本，继续发扬产品的品类差异化，品牌差异化，产品差异化。除了全新包装、防伪技术等外在升级以外，海天产品将在内在质量、内在酒品上进行迭代，用更优基酒、更老陈酒、更多特级酒实现更高的绵柔度。近年来，海之蓝、天之蓝提价动作频频，结合这次 5.0 内外升级，极有可能继续提价。在海天体量超百亿的情况下，全年仍有望保持 10%以上的增长。

图表 19：海之蓝、天之蓝的产品升级之路

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 20：2017 年以来海之蓝数次提价

时间	提价幅度
2017年初	出厂价格上调2元/瓶
2017年6月	终端价格上调10元/瓶
2017年10月	终端价格上调超过6元/瓶
2018年春节	出厂价格上调4元/瓶

来源：糖酒快讯，中泰证券研究所

图表 21：2017 年以来天之蓝数次提价

时间	提价幅度
2017年初	出厂价格上调3元/瓶
2017年6月	终端价格上调20元/瓶
2017年10月	终端价格上调超过9元/瓶
2018年春节	出厂价格上调6元/瓶

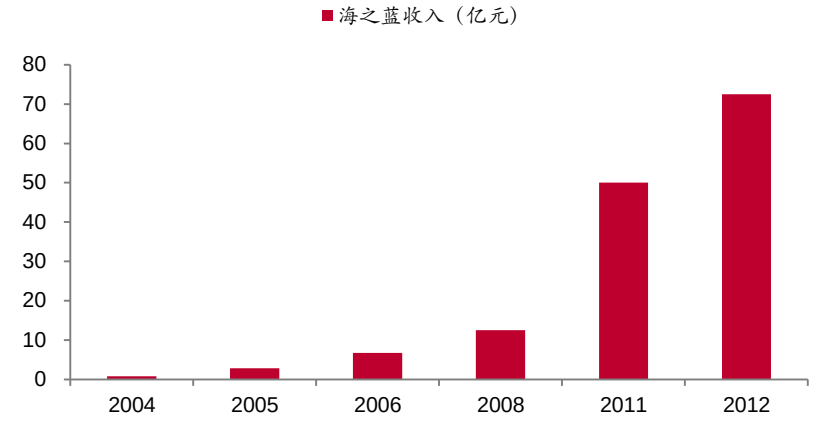
来源：糖酒快讯，中泰证券研究所

- 海之蓝和天之蓝经过市场检验已经取得了成功，下面我们分析两者成功路径，以判断梦之蓝是否能够复制海天系列的成功。

海之蓝的成功经验：从四个方面说起

- **04-12 年海之蓝表现靓丽，带动公司营收快速增长。**公司于 2003 年 9 月推出蓝色经典系列，上市之初海之蓝是主力产品，2004 年其销售额达到 7600 万元，2005 年突破 2.8 亿元，2006 年达到 6.8 亿元，此后继续维持快速增长，2011 年突破 50 亿元大关，04~11 年 CAGR 达到 82%。在此期间，海之蓝的崛起也带动公司整体营收实现了快速增长，2012 年蓝色经典占公司总营收的 70%，其中海之蓝占蓝色经典的 60%，海之蓝成为公司发展的主要贡献力量。我们认为，海之蓝的靓丽表现与行业背景、管理层战略、营销模式以及渠道布局密切相关，下面我们分别从这四个方面展开分析。

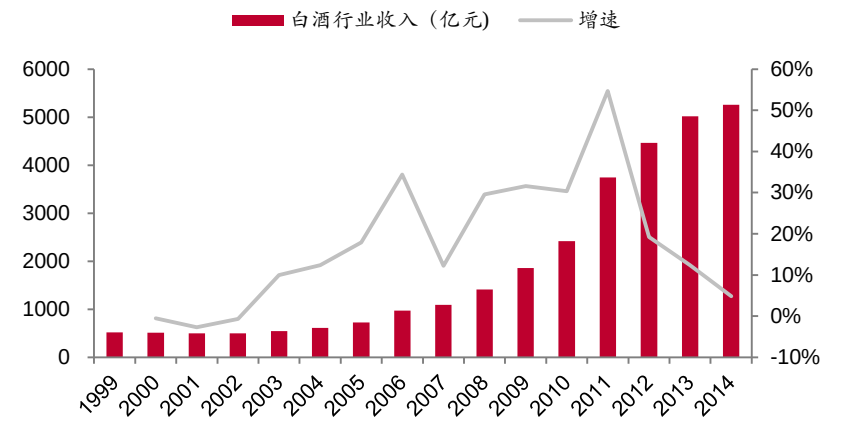
图表 22：04-12 年海之蓝收入高速增长



来源：糖酒快讯，中泰证券研究所

- **行业背景：抓住白酒牛市之机，卡位中档空白价位带。**洋河蓝色经典推出时间正值第一轮白酒牛市的起点，这一轮白酒牛市的背景是宏观经济在投资驱动下保持高增长，频繁的政务、商务活动主导了白酒消费需求，因此高端白酒是这一轮白酒牛市的主角。茅台、五粮液、剑南春等品牌已深入人心，老窖、水井坊等品牌也相继推出高端产品。因此，在白酒需求快速增长的环境下，中档品牌相对空白，洋河正是抓住这一行业机遇，推出海之蓝卡位中档产品价格带，成为 100-200 元价格带的超级大单品。

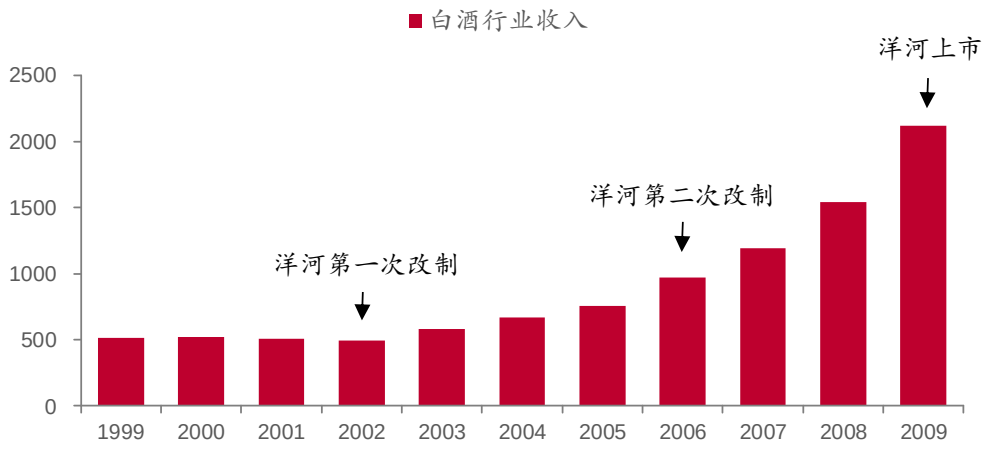
图表 23：04-12 年白酒行业收入总体保持快速增长



来源：Wind，中泰证券研究所

- **管理层战略：两次混改提升管理效率，经营活力得以激发。**正如本文第一部分所言，洋河自 2002 年开始多次进行改革改制，为公司效率提升与业绩增长奠定基础：**1）2002 年管理层改革**，为解决国有独资、体制僵硬等问题，洋河于 2002 年 12 月完成股份制改造，董事长、总经理等 14 名自然人入股，公司从国有独资变成国有控股；**2）2006 年二次混改**，为了解决内部激励问题与代理成本，公司于 2006 年进行第二次改制，国资比例进一步降至 35.8%，高管和核心技术人员持股 30%左右。经过一系列体制改革，公司经营活力得到充分激发，盈利能力得以提升，从 2004 年到 2008 年，净利率由 3.56%大幅提升至 27.7%，为海之蓝崛起创造了良好的内部经营环境的保障。

图表 24：公司连续改制释放活力，抓住行业发展机遇



来源：Wind，中泰证券研究所

- **营销模式：品牌塑造不拘一格，营销创新全行业领先。**洋河在具备“天时地利人和”的基础上，开创了领先行业的营销模式：1）品牌方面，一方面，洋河蓝色经典系列以蓝色系作为主色调，与红、黄、白等传统的白酒包装色系具有明显区分，便于给消费者带来视觉冲击；另一方面，洋河“男人的情怀”广告词为产品赋予了时尚的情感诉求，塑造了大气、

高档的品牌形象。2）营销方面，洋河对营销模式进行了持续创新，首先开创“1+1”模式与经销商合作开拓终端市场，即直接向市场投入促销资源，经销商负责物流和资金周转，简化了经销商盈利模式，降低公司经营风险；之后公司提出“盘中盘”模式，把资源优先投向重要的酒店终端和消费者，此后公司又升级为“4x3”模式，将重心进一步从酒店终端过渡为消费者，开发各区域的核心企事业单位，打造深度分销。洋河在营销模式上的持续创新拉近了与终端距离，为海之蓝的崛起创造了条件。

- **渠道布局：省内拓展为主，省外开拓初具成效。**江苏经济水平高、市场环境好，省内市场是洋河蓝色经典的重点战略市场，2008 年公司产品销售在江苏省内市场占有率达到 13.53%，成为区域强势品牌，海之蓝为代表的蓝色经典贡献主要力量。同时省外市场具备较大拓展空间，公司有计划、有重点的在山东、河南、安徽、浙江等地设立营销网点，在全国各大省会城市及中心城市建立 300 个营销服务网点，全国化拓展初具成效。

图表 25：洋河在省外广泛打造营销网点

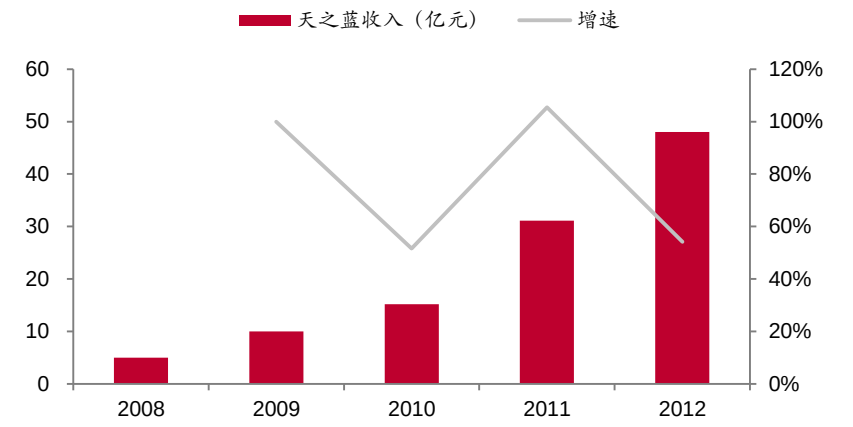
地区	网点
江苏	南京、苏州、无锡、常州、镇江、泰州、扬州、南通、宿迁、徐州、连云港、盐城、淮安
南部	上海、安徽（皖南、皖中、皖北）、江西、浙江、福建、湘鄂、黔贵、广东（粤中、粤东、粤西）、海南
北部	北京、华北、东北
中部	河南（豫中、豫北、豫东、豫西）、山东（鲁东、鲁南、鲁中）、西北

来源：中泰证券研究所

天之蓝升级换挡，复制海之蓝的快速成长

- **08-12 年天之蓝复制了海之蓝的高增长。**天之蓝定位次高端，主攻 300-400 元价位带，在海之蓝收入突飞猛进（04-12 年）的同时，天之蓝于 08 年开始了快速增长。2008 年天之蓝收入仅为 5 亿元，占公司总营收的 19%，2009 年翻倍至 10 亿元，占比提升至 25%，此后其占比进一步提高，已知 2012 年海之蓝占蓝色经典的 60%，若天之蓝按 30% 占比计算，则 2012 年天之蓝收入达到 36 亿元，08~12 年 CAGR 达到 64%。我们认为 08-12 年天之蓝的高速增长与海之蓝 04-12 年的快速增长具有相似性，下面我们同样从行业背景、管理层战略、营销模式以及渠道布局对其成长要素进行分析：

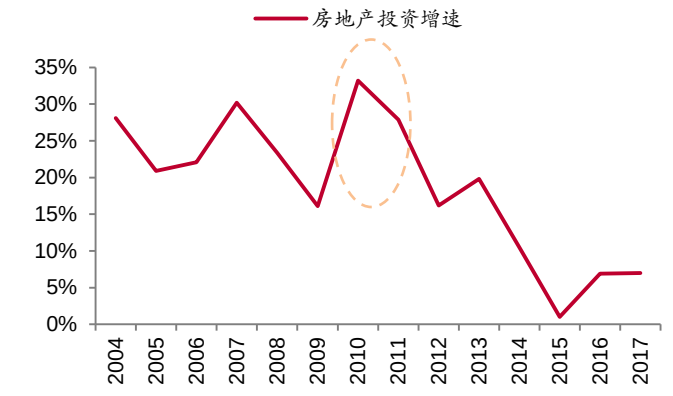
图表 26：08-12 年天之蓝复制了海之蓝的高增长



来源：中泰证券研究所

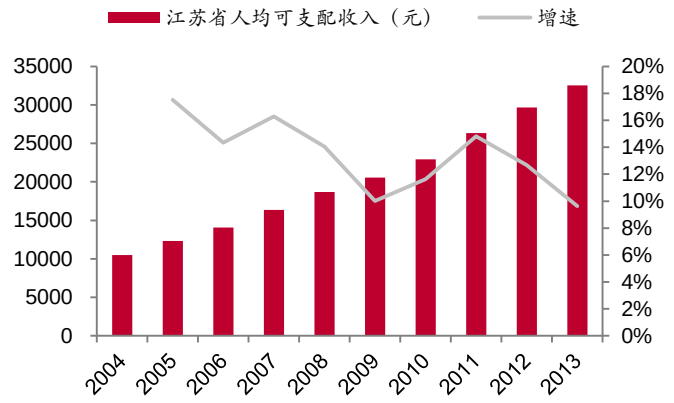
■ **行业背景：白酒行业牛市再起，省内向 300-400 元价位消费升级。**在经历 08 年金融危机带来的行业阵痛期之后，08 年 9 月推出的 4 万亿投资计划为宏观经济和白酒行业注入强心剂，地方政府的固定资产投资与地产投资相继启动，推动白酒的政务与商务消费迅速回暖，这一点与上一轮白酒牛市的行业背景相似。但与此同时，08 年以来江苏省经济增速处于全国领先水平，人均收入保持快速增长，省内消费升级趋势明显，白酒消费水平从 100-200 元价位带逐渐向 300-400 元价位带上移，为天之蓝的高增长提供土壤。

图表 27：房地产投资 09-10 年快速回暖



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 28：江苏省人均收入保持快速增长



来源：Wind，中泰证券研究所

■ **管理层战略：上市开启新起点，收购双沟更上一层楼，募投增加中高档酒产能。**2009 年，洋河股份在深交所完成上市，募资 26 亿元，股权结构进一步分散，混合所有制改革继续深化。2010 年和 2011 年，洋河分两次完成对双沟酒业的收购，双沟成为洋河全资控股子公司。由洋河和双沟两大“中华老字号”所组建的苏酒集团正式成立。2011 年洋河营收达到 126 亿元，成为行业内第三家跨越百亿门槛的公司。同时，公司上市募集资金主要投向中高档酒新增产能的建设，其中包括：1）名优酒酿造技改项目，调整基酒结构，每年增加名优基酒 9000 吨；2）名优酒陈

化老熟和包装技改项目，调整成品酒结构，每年增加中高档白酒 15000 吨，中高档酒产能扩张为天之蓝的放量打下坚实基础。

图表 29：洋河募投项目增加中高档酒产能

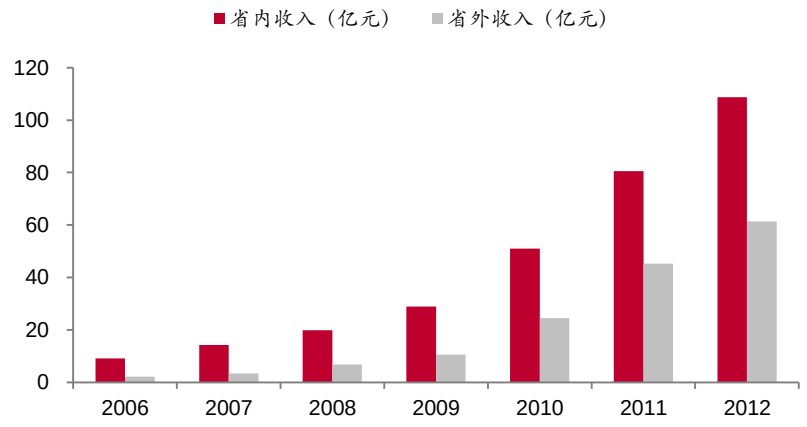
项目	内容	投资（亿元）
名优酒酿造技改项目	每年增加名优基酒 9000 吨	2.7
名优酒陈化老熟和包装技改项目	每年增加中高档白酒 15000 吨	3.85
白酒酿造副产物循环再利用项目	年产普通白酒 4000 吨等	0.97
营销网络建设项目	建设营销指挥中心和 300 个销售网点	0.74

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **营销模式：团购模式深度开发潜在消费群体。**在推广天之蓝的过程中，洋河以团购模式深度开发市场，构建了全国范围内的团购网络，2012 年度末洋河的团购客户预计达到 6000 家，这一网络覆盖了国内绝大多数 B 类以上酒店、大型商超网络以及烟酒店终端。一方面，团购商与消费群能够进行直接沟通，另一方面酒店商超网络可实现产品的迅速铺货和销售，进一步拉近了天之蓝与消费者的距离。

- **渠道布局：渠道深耕叠加省外拓展，全国化得以进一步推进。**在推广天之蓝的过程中，洋河一方面拓展渠道深度，将渠道全面下沉至县市级，截至 2012 年其团购网络深度覆盖国内几乎所有县区酒店和商超；另一方面加大对省外开拓，省外营收快速增长。2011 年全年销售破亿元的升级市场达到 22 个，亿元县级市场从 4 个增长至 33 个。洋河 2006 年省外收入约 2 亿元，2012 年省外收入达到 61 亿元，期间 CAGR 达到 75%，全国化拓展进一步得以推进。

图表 30：洋河省外收入保持快速增长

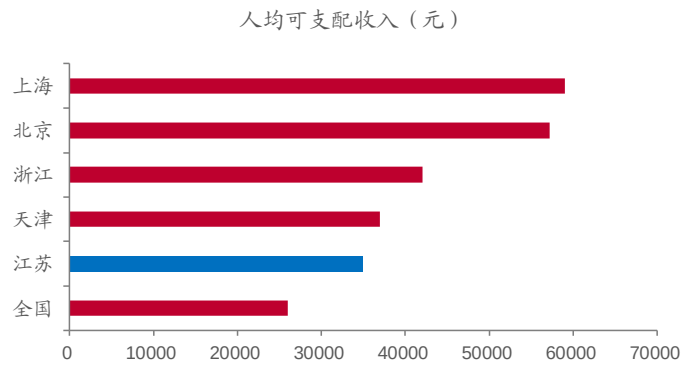


来源：Wind，中泰证券研究所

梦之蓝引领新一轮升级，参照海天成长路径，未来高增长可期

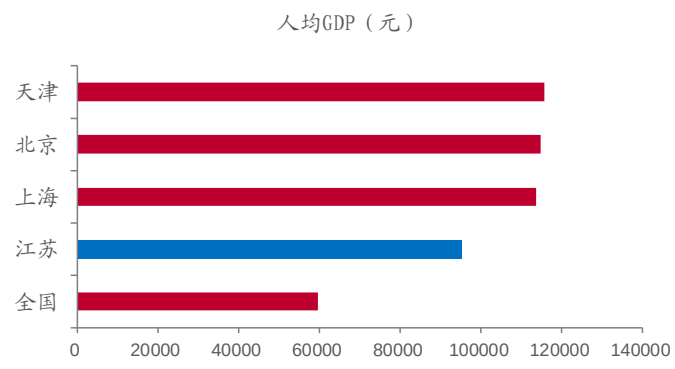
- 梦之蓝是洋河对海之蓝和天之蓝的全面升级，目前处于加速成长势头中，我们对梦之蓝的四项要素分别进行分析，认为其同样具备海之蓝与天之蓝的高增长要素，未来有望复制后者的成功：
- **行业背景：江苏消费升级带动白酒主流价位上移，梦之蓝需求空间广阔。**江苏省经济发达，2017 年居民可支配收入位居全国第五，比全国水平高出 34.84%；人均 GDP 位居全国第四，比全国平均水平高出 59.89%。个人消费能力强、商务活动频繁的江苏市场对次高端白酒需求量持续增加，自 2015 年白酒行业复苏以来，江苏白酒消费主流价格段已从 100 元上移至 300 以上价位，江苏次高端规模占省内白酒市场比例不断提升，2017 年达到 20%以上。由于白酒行业整体增长开启，且江苏省经济景气程度预期较好，我们估计未来江苏次高端规模增速将保持在 25%以上。

图表 31：2017 年江苏人均可支配收入位居全国第五



来源：国家统计局，中泰证券研究所

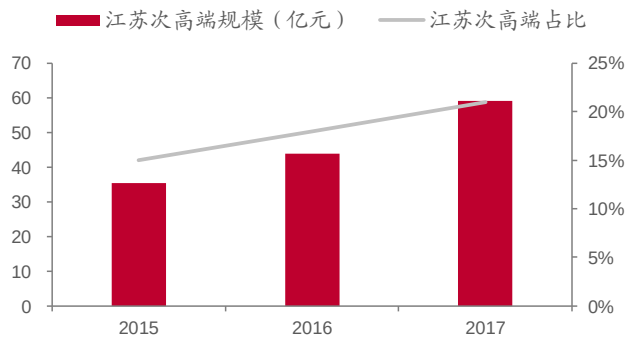
图表 32：2017 江苏人均 GDP 位居全国第四



来源：国家统计局，中泰证券研究所

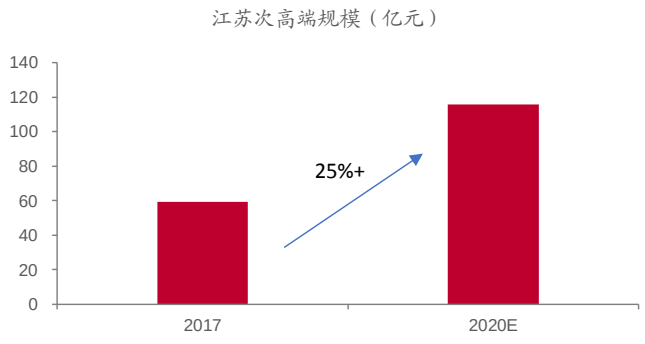
我

图表 33：江苏次高端规模、占比同步提升



来源：酒业家，糖酒快讯，中泰证券研究所

图表 34：预计江苏次高端规模增速在 25%以上



来源：中泰证券研究所

- **管理层战略：重视梦之蓝的消费者培育。**公司管理团队卓越，虽人员发生微调，但其管理层战略一脉相承，始终采取行业领先的营销策略与渠道布局。2017 年 11 月，蓝色同盟公司吸收蓝海贸易和蓝天贸易作为新的员工持股平台，持股比例达到 21.4%，成为公司第二大股东，管理层持股处于合理水平。

- **营销模式：营销精准投放，彰显品牌的文化思想内涵。**梦之蓝在高端市场蓄势的时间很长，从产品诞生开始，到登陆央视，梦之蓝投入了大量的时间和资源打造这一高端品牌，今年独家冠名央视大型文化音乐节目《经典咏流传》，借力现象级精品人文节目提升品牌内涵。之前在 2014 年，二度冠名央视《梦想星搭档》，三度冠名央视春晚。2016 年，独家冠名央视《中国谜语大会》等节目。同时，洋河将梦之蓝的宣传定位为“新国酒”，完成了从“男人的情怀”到国酒的升华，大大提升了品牌高度和产品定位。

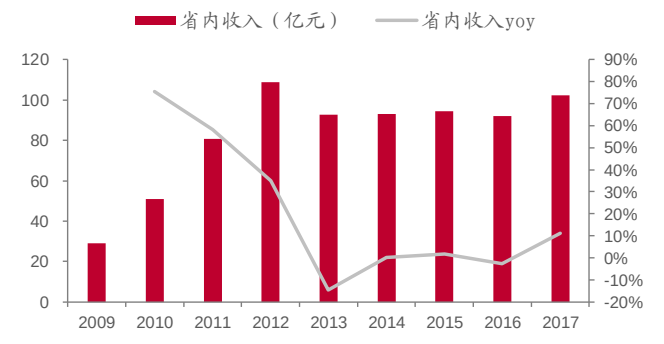
图表 35：洋河梦之蓝冠名赞助诸多精品项目

时间	冠名平台、节目
2018	央视《经典咏流传》
2017	与中超联赛签订战略协议
2016	央视《中国谜语大会》
2016	“看见李健”世界巡回演唱会
2014	央视《梦想星搭档》
2012	与浙江卫视打造战略合作伙伴关系
2012	央视春晚
2011	央视《中国经济年度人物评选》
2011	央视《感动中国》
2009	央视《青年歌手电视大奖赛》
2009	央视《经济半小时》、《晚间新闻》

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

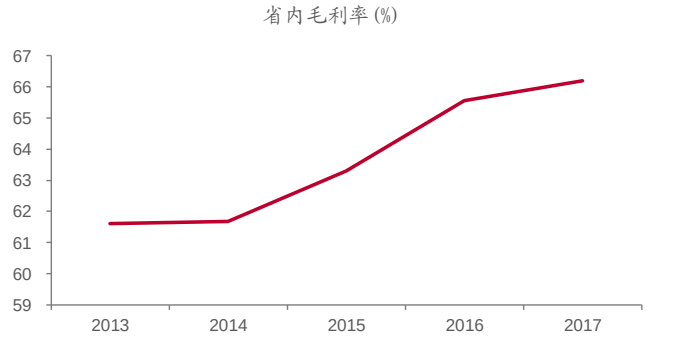
- **渠道布局：洋河省内龙头地位不可撼动，梦之蓝点燃新一轮增长。**作为苏酒代表，洋河在江苏省内经过十几年的高速增长已经发展成为了省内白酒龙头企业，市场份额占比将近 36%，远超其余竞争对手。其中在次高端上，洋河梦之蓝的优势突出，公司省内市占率超过了 50%。在新一轮消费升级中，全面卡位次高端的梦之蓝是公司恢复双位数增长的主要动力来源，目前在省内的蓝色经典系列中，梦之蓝销售额占比已经超过了 70%，其中以 400-600 元价格带的 M3、M6 为主力。

图表 36：洋河 2017 年省内恢复双位数增长



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 37：省内产品结构升级推动省内毛利率提升



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 38：洋河省内份额远超竞争对手

类型	企业	2016年江苏营收（亿元）	江苏份额
主要本地品牌	洋河	92.01	35.59%
	今世缘	23.88	9.18%
	汤沟	9.89（2015）	3.80%
主要外来品牌	茅台	约23	8.85%
	五粮液	约12	4.62%
	泸州老窖	约9	3.46%
	剑南春	约3	1.15%
	古井贡酒	约7	2.69%
其他本地品牌	乾天、大风歌等	-	30.85%
其他外来品牌	口子窖、迎驾等	-	

来源：酒业家，佳酿网，中泰证券研究所

- **综上，梦之蓝成为增长新引擎，2018 年 50%增速目标触手可及。**总结来看，梦之蓝同样具备海天系列的成长条件，且品质、品牌进一步升级，随着省内消费升级与新江苏市场的持续开拓，梦之蓝将有望复制海天系列的高增长。具体操作来看，洋河致力于把梦之蓝系列打造成为百亿级大单品，从业绩增速来看，从 2014 年起梦之蓝一直保持高速的增长，2017 增速达到 50%，今年一季度继续提速达到 60%以上，全年增速超过 50%的目标近在咫尺。从产品结构来看，梦之蓝在蓝色经典系列中的占比从 2014 年的约 6%一路提升至如今的超过 30%，是公司新一轮产品升级的主要驱动力。展望未来，在品牌力逐步提升趋势下，我们看好梦之蓝在全国次高端市场持续放量增长，有望点燃公司增长的新引擎，且梦之蓝占比逐步提高将推动利润弹性加速体现。

图表 39：梦之蓝有望复制海天系列高增长

	海之蓝	天之蓝	梦之蓝
行业环境	第一轮白酒牛市&中档价位带空白	第二轮白酒牛市&省内向 300 元价位带升级	省内持续消费升级
管理层战略	股份制改造&高管及技术人员持股混改	上市&募投增加中高档酒产能	管理层进一步激发经营活力
营销模式	品牌塑造蓝色文化，开创“”1+1“”与“”4x3“”模式	品牌定位升级，创新团购模式	品质、品牌进一步升级，投放大量营销资源
渠道布局	省内为主，省外尝试	全国化进一步拓展	省内优势显著，推进新江苏市场

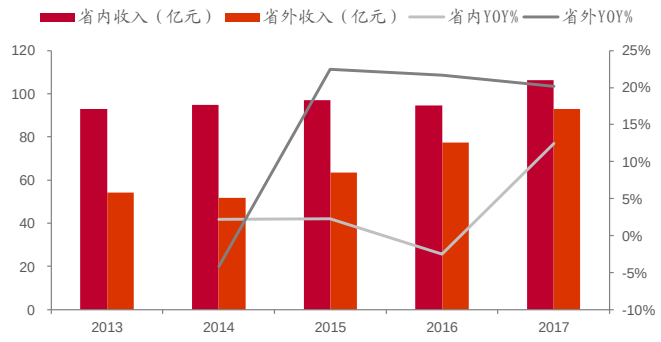
来源：中泰证券研究所

未来增长点二：新江苏战略推进顺利，全国化海阔天空

省外市场加速渗透，有望复制省内市场高增长

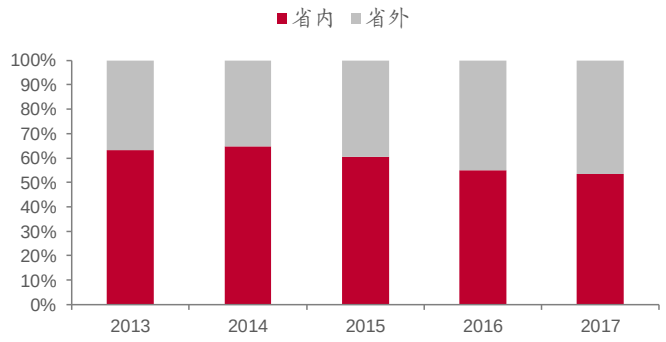
- **新江苏市场发展迅速，省外占比首度媲美省内。**2013-2014 年行业进入调整阶段，洋河省内省外市场收入均陷入衰退或停滞。为减少对省内市场的依赖，充分挖掘省外市场潜能，公司向河南、河北、山东、安徽、浙江、上海等省市进行扩张，以一批收入在 800-1500 万元的县市作为公司省外的重点发展市场，命名为“新江苏市场”，计划利用公司强大的深度分销能力以及品牌营销优势在“新江苏市场”复制江苏市场的成功。开辟新江苏市场的策略十分成功，2015 年起省外增速超过省内，同时收入占比也提升到将近 50%。洋河对江苏的依赖程度持续下降，占据省外收入超过 70%的新江苏市场的成功是主要推动力。

图表 40：省外市场增速领先省内



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 41：省外占比持续提升，今年有望媲美省内



来源：公司财报，中泰证券研究所

- 下面我们以安徽、河南、山东三省为例，梳理洋河新江苏战略的执行与成效，判断洋河是否能够在省外成功复制省内的高增长。

- **安徽市场：省内双寡头稳固，外来品牌进入不易。**安徽省 2017 年白酒产量 42.6 万吨，位居全国前列，其市场容量达到 250 亿元。市场格局方面，省内市场 10 亿元规模以上企业大约有 5 家，2017 年古井贡酒、口子窖、洋河、迎驾贡酒、金种子酒在省内白酒市场份额分别为：17%、12%、7%、7%、4%。安徽本土品牌表现强势，“东不入皖”显示省内进入壁垒极高，目前双寡头格局日趋稳固。坐拥本土优势的古井贡酒和口子窖，大单品系列在省内消费者中认可度高，且渠道力居徽酒前列，稳居省内中高端市场前两位。

- **洋河新江苏战略在安徽推进顺利。**尽管安徽市场壁垒极高，外来品牌开拓不易，但洋河是个例外，2017 年洋河在安徽市场销售额接近 17 亿元，其中梦系列安徽市场增幅超 200%。洋河在安徽销售较好的区域有几个明显特征：一是在环江苏区域表现较好;二是经济基础较好的城市表现突出;三是行政区域较大的地市如安庆氛围较好;四是与江苏人员交流紧密的地市如六安。下面我们以安徽为例，对洋河新江苏市场的开拓展开分析。

  - **组织规划上，采取“分公司+事业部”模式，提升管理效率。**洋河在安徽成立省区公司负责全省战略方向的制定，省公司下设立综合处

负责对外的活动与品牌推广。在重点市场成立分公司快速决策与迅速调动资源，分公司下面成立监察部门负责市场费用检核、资源检核、市场价格检核、渠道动作检核。在各地市成立办事处负责地级市日常业务开展。洋河这种模式的特点是形成了纵向的管理加上横向的监督。洋河在安徽省区厂家人员达 300 多人，在安徽设立 10 个分公司，11 个办事处，并且针对不同市场，从当地市场招聘业务人员，从几人到几十人不等。强化组织和人才的配置和保障，全面配备市场组织和人才。加强由厂到终端的效率和灵活性，进一步释放自己的内在活力。

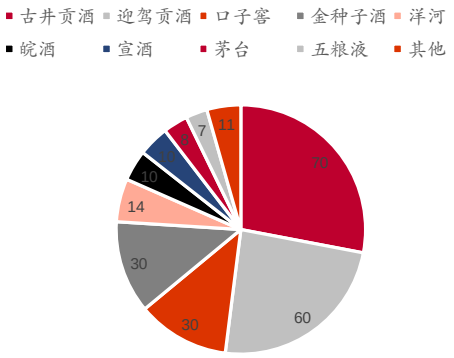
- **渠道下沉上，聚焦资源，重点投放。**在 2015 年以前，洋河在安徽核心为地级市，2015 年洋河将安徽市场从地市级细化至县级市场。对当年收入过 800 万的县级市场，作为重点资源投入市场。这种分类方法更有利于资源聚焦，对销售团队的考核也更加到位，聚焦营销，挤压式增长。选择有销售基础的地段，纵向延伸连成线，如模式逐步成熟，带来的协同效应以及可覆盖面，将产生 1+1 >2 的效果。

- **营销模式上，加强渠道促销，强化考核。**在市场终端促销策略上，洋河今年重视渠道促销。洋河在安徽广告制作费用投入仅 10%左右。洋河降低费用的直接投放，所有费用都需要有可执行的终端营销，经过分公司与企业市场部审核，确保针对终端的费用能执行到位。此外，洋河关注经销商盈利能力，减少以往压货过度摊薄经销商利润空间的情况，通过经销商预报订单，办事处与后台根据市场情况，按照低于经销商订单数量的百分比给予配发产品。对于低价出货、串货的代理商和终端给予处罚或者取消合作。洋河在策略、监控、惩罚下稳定了市场价格，增加渠道成员的单位利润，使代理商与终端上销售积极性显著提高。

- **品牌塑造上，公益活动、事件营销造热点。**“寻找天之蓝”是洋河一项全国性的公益活动，2015 年在安徽 8 个地市举办过健康环保骑行活动。2016 年，“寻找天之蓝”第二季再出发，这一季的主题是健康公益，倡导全社会一起跑起来。在合肥、黄山、安庆、六安、芜湖、滁州、宿州、阜阳 8 个地市顺利开跑，在安徽省内进行一场又一场公益的接力。蒙城的爱心送考、合肥的 Bigbang 演唱会、六安的亚洲群星演唱会等等，一系列的公益活动与事件营销不断吸引消费者眼球。

- **成效：斩获多个破亿市场，仍有较大提升空间。**从洋河在安徽实施新江苏战略的成效来看，目前洋河在安徽已斩获多个破亿市场，其中包括：滁州市场 1.5 亿左右（最早破亿市场），六安市场 1.5 亿左右，合肥市区 1.3 亿左右，芜湖市场 1.2 亿左右，另外还有马鞍山、安庆、合肥郊县（肥东、肥西、长丰、巢湖、庐江）等。产品方面，洋河在安徽市场主销为海之蓝，海之蓝的销量占到安徽市场总销量的 70%。目前洋河在安徽市场份额约为 5.6%，对比省内 36%的市场份额仍有较大提升空间。

图表 42：洋河在安徽销售额约 14 亿，占比约 5.6%



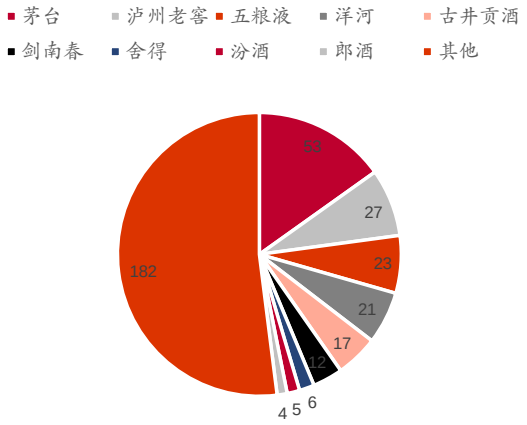
来源：佳酿网，酒业家，中泰证券研究所

- **河南市场：市场容量大，以外来品牌为主。**河南是全国白酒产销大省，2017 年河南省白酒产量 117 万吨，位居全国第二，其市场容量达到 350 亿元左右，远高于其他省市。市场格局方面，河南白酒市场集中度低，CR3 低于 30%，这一方面体现在地产酒过于分散，地方龙头酒企缺失，且主要集中于中低价位带；另一方面存在众多外来品牌，且占据中高端价位带，表现更加强势。

- **地产酒弱势，外来品牌占据中高价位带。**地产酒方面，在 400 亿的市场容量中，地产酒只有 100 亿，市场份额不到 30%。一方面，地产酒数量多而体积小，几乎每个县市都有自己的酒厂，且尚无一家上市公司；另一方面，地产酒以中低端为主，且盈利能力较低，每千升利润率仅为贵州的 1/25，四川的 1/2，江苏的 1/4，安徽的 1/3，湖北的 2/3。究其原因，河南地产酒未能抓住消费升级机遇进行品牌、产品升级，营收达到 10 亿元以上的仅有宋河和仰韶两家品牌，更多的地方小酒企营收只有几千万元。地产酒的弱势为外来品牌的进入提供了良机，外来品牌凭借其品牌与渠道优势大举进入中原。外来酒方面，与地产酒集中于 200 元以下价位带相对应，外来品牌主要集中于 200 元以上价位带，中高端市场基本被茅、五、泸、剑等省外名酒占据。茅台在豫销售达 53 亿、五粮液 30 亿、洋河 23 亿、泸州老窖 27 亿、古井贡酒 17 亿。

- **洋河打法:深度分销，执行到位。**2014 年洋河提出在河南全面试行"深度分销"销售模式，郑州分公司作为试点单位，全面进行市场分析、网点排摸、业态分析，根据终端网点数量划分片区，根据终端网点规模划分类型，根据客情关系情况制定拜访频率，做到"人人有事做、事事有人管"的模式化、流程化、标准化地推进深度分销工作。2015 年，洋河大力推行了"氛围营造极致化、商务团购极致化、家宴市场极致化、新江苏打造极致化、消费升级极致化"的"522"极致化工程，深化了河南市场的终端执行力。从成效来看，洋河当前在河南省市场份额约 6%，我们以洋河在省内 36%的市场份额作为参照，认为洋河在豫份额提升空间较大。

图表 43：洋河在河南销售额约 21 亿，占比约 6%

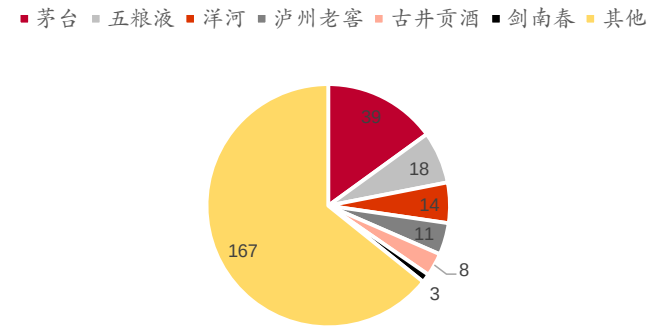


来源：佳酿网，酒业家，中泰证券研究所

- **山东市场：外来品牌多且集中于中高端。**山东同样是全国白酒产销大省，2017 年河南省白酒产量 98.8 万吨，其市场容量达到 260 亿元左右，其中茅台达到 39 亿，五粮液 18 亿，洋河 14 亿，老窖 11 亿。市场格局方面，同河南一样，山东市场群雄割据，位居前列的包括景芝、花冠、古贝春、扳倒井、今缘春、泰山等，其他地产酒品牌多而散乱，几乎每个地级市或县都有当地品牌。此外，几乎几乎所有本地酒品牌都集中在几十元的中低端价位，中高端市场以外地酒为主。

- **洋河打法：高端产品抢占政商消费，低端产品紧抓大众市场。**由于本地强势品牌缺失，外来品牌纷纷进入山东市场，如洋河梦之蓝、安徽的口子窖 20 年、江苏的国缘、湖南的酒鬼红坛、内参等，在 200 元价位上有非常不错的表现。在山东，洋河高端产品抢占政商消费，低端产品紧抓大众市场。山东酒企的主流产品均在百元以下，百元以上虽有产品但畅销的不多。洋河在山东有蓝色经典及梦系列抢占商务、政务市场，但是洋河并没有放弃鲁酒所擅长的三五十元的大众消费市场，有 20 多元蓝优、30 多元洋河大曲及 70 多元青瓷等产品加以应对。洋河与茅台、五粮液等企业不同，它的低端产品在山东有着广泛的群主基础，在山东本土产品面前竞争优势明显。泸州老窖虽然在山东表现也不错，但泸州老窖的贴牌产品太多，价格体系混乱，中低端产品在消费者心目中不如山东本土品牌。从成效来看，洋河当前在山东省市场份额约 5.4%，我们以洋河在省内 36%的市场份额作为参照，认为洋河份额仍有较大提升空间。

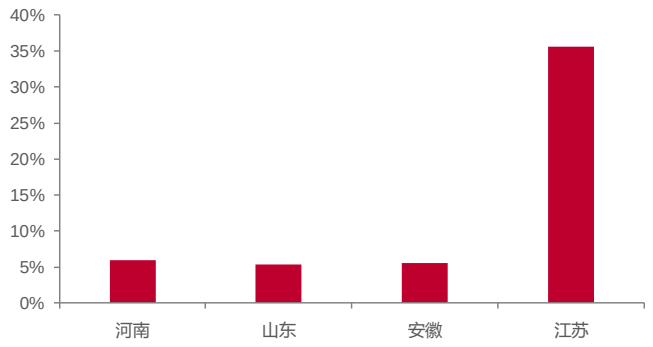
图表 44：洋河在山东销售额约 14 亿，占比约 5.4%



来源：佳酿网，酒业家，中泰证券研究所

- **综上，洋河在三省次高端份额大、总体份额小，未来增长空间广阔。**洋河在三省份次高端优势明显，2016 年销售规模均位居次高端前三。但由于次高端在这些省份整体占比较小，总体来看洋河份额仍然较小，在河南、山东、安徽分别为约 6%、5.4%、5.6%，与江苏省内超过 35%的占比相去甚远。这三省是江苏邻省，洋河拥有强大的品牌优势以及深耕多年的渠道优势，伴随着消费升级趋势次高端占比逐步提升，预计未来在三省仍有较大增长空间。

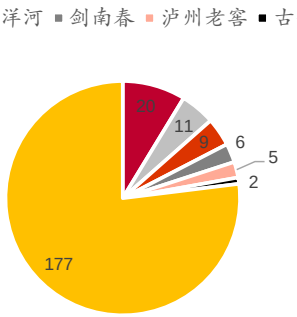
图表 45：洋河在河南、山东、安徽份额仍有较大增长空间



来源：佳酿网，酒业家，中泰证券研究所

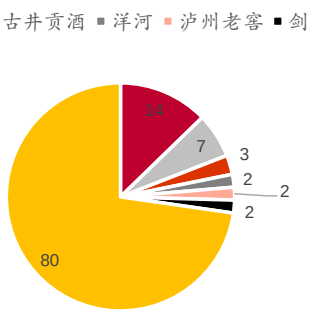
- **浙江、上海：消费水平高，洋河占比低仍有提升空间。**2016 年浙江、上海的白酒市场规模达到约 230 亿、110 亿。两地消费水平居全国前列，次高端以上白酒占比较高，在这个价格带上本地缺乏强势品牌，外来品牌竞争激烈。洋河在浙江、上海的销售额分别为 9 亿、2 亿左右，总体份额仅为 3.9%、1.8%。由于基数较少，凭借梦之蓝在次高端以上与日俱增的认可度以及公司对新江苏市场的加大投入，未来占比有望提升。

图表 46：洋河在浙江份额为 3.9%，仍有提升空间



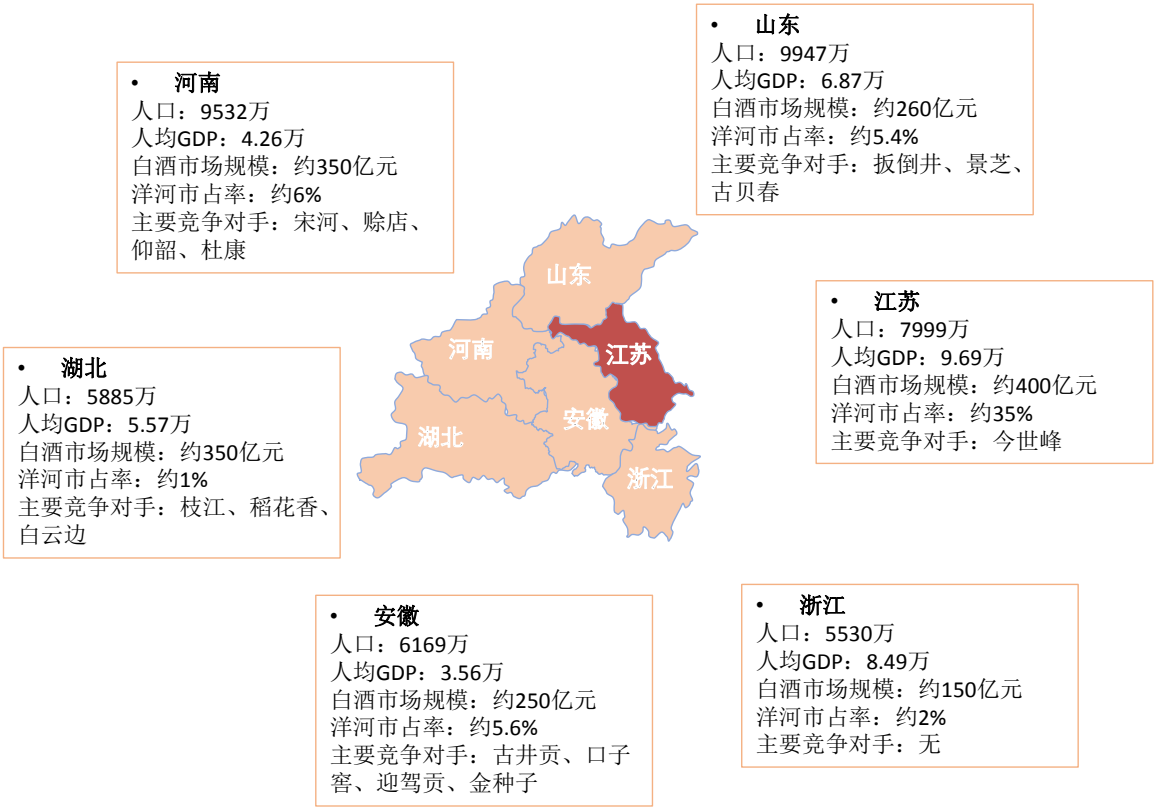
来源：佳酿网，酒业家，中泰证券研究所

图表 47：洋河在上海份额为 1.8%，仍有提升空间



来源：佳酿网，酒业家，中泰证券研究所

图表 48：洋河新江苏市场的竞争状况梳理



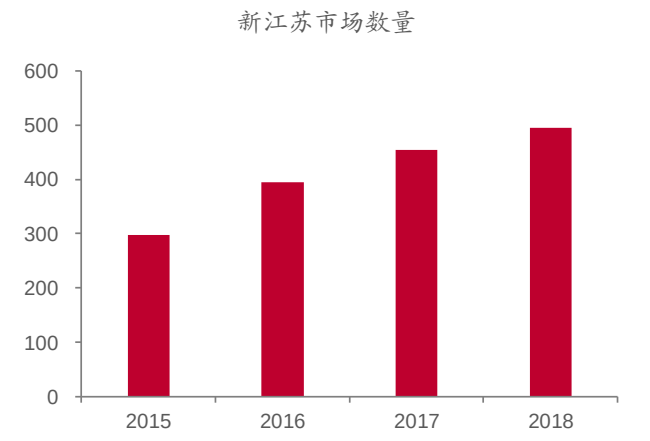
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

新江苏战略成效显著，全国化空间打开

- **新江苏市场消费升级明显，梦之蓝省外占比提升。**今年一季度梦之蓝在省内增速达到 60%，在省内高速增长的情况下，梦之蓝的省内占比仍然从 2017 年的 75%下降至 2018Q1 的 70%，说明省外产品结构升级同样良好。由于省外梦之蓝体量较小，今后增速有望保持在 60%以上。同时，新江苏市场的数量也在迅速提升。考虑到海天在新江苏市场仍有至少两位数增长且今年下半年将有升级提价，洋河在新江苏市场有望保持 30%

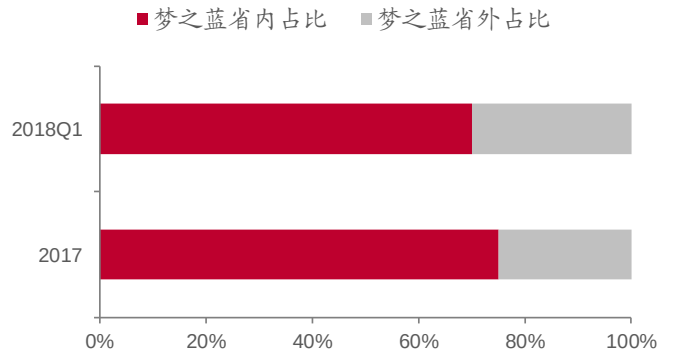
以上的整体增速。

图表 49：新江苏市场数量持续增加



来源：经销商，中泰证券研究所

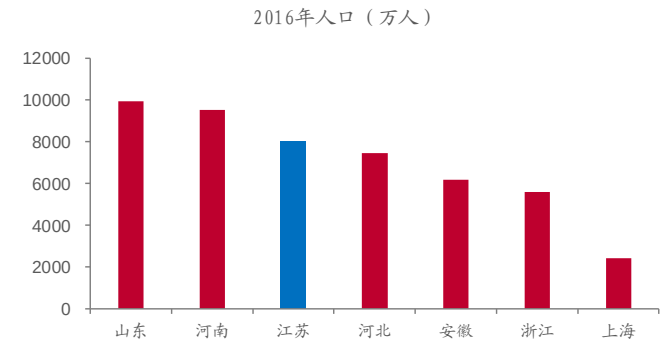
图表 50：一季度梦之蓝省外增长超 60%，占比提升



来源：经销商，中泰证券研究所

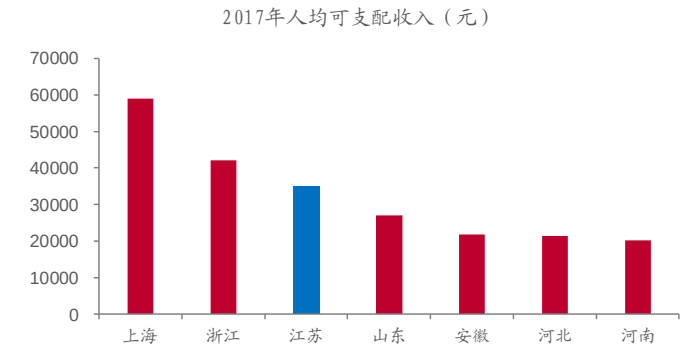
- **伴随新江苏市场消费升级，次高端高增长将持续。**河南、山东、安徽、河北、浙江、上海是洋河省外重点市场，其中前五者为人口大省，16 年人口分别达到 9532、9947、6196、7470、5590 万，较大的人口基数将推动白酒消费。同时，山东、安徽、河北、河南四省人均可支配收入距离江苏有一定差距，目前次高端占比较低。根据酒业家数据，目前河南、山东、安徽、河北四省次高端占比仅在 5%以内，不到江苏 20%次高端占比的 1/4，其差距远超人均可支配收入的差距。在次高端基数较低的情况下，我们预计这四省次高端市场未来将获得 30%以上的增速。至于上海和浙江，由于其人均收入水平明显高于江苏，加上较好的消费氛围，预计其次高端未来增速将高于江苏市场的 25%。综合来看，未来新江苏市场次高端增速将保持 30%以上的高速增长。

图表 51：新江苏市场多为人口大省



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 52：江浙沪居民收入水平较高



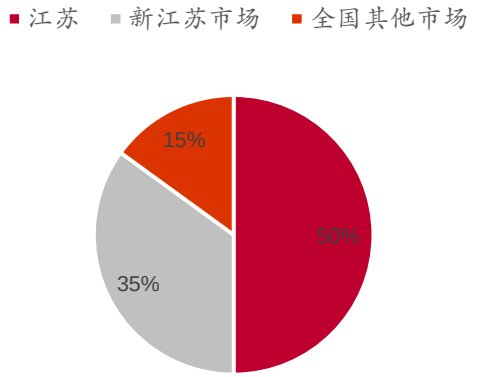
来源：国家统计局，中泰证券研究所

- **洋河如今已拥有遍布全国的名酒影响力。**洋河蓝色经典系列早已是全国范围内家喻户晓的品牌，通过与央视、浙江卫视等强势平台的长期深度合作，洋河“蓝色、绵柔”的概念已经牢牢占据了消费者的心智。近两

年来通过在重大国际场合中的频频亮相，“中国梦，梦之蓝”的深入人心更是使得蓝色经典、梦之蓝的品牌进一步升华，使其获得了“新国酒”的美誉。2017 年 Brand Finance 将洋河评为全球第三、中国第二的烈性酒品牌等荣誉印证了洋河品牌力之强大与广泛。

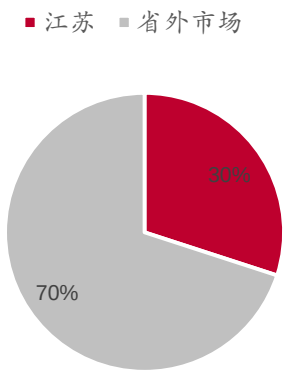
- **非江苏或新江苏的全国其他市场占比仅 15%左右，深度全国化市场将全面激发潜能。**公司今年的省内省外占比才达到持平，并且其中河北、安徽、山东、上海等六个省市组成的“新江苏市场”就已经占据了省外收入的 70%，也就是说除了这七大省市以外，全国其他省市占比仅为 50%*30*=15%。凭借着优秀的品牌、产品和渠道能力，公司在全国仍有广阔的增长空间。公司的目标是在 2020 年建成省外省内 7：3 的深度全国化市场。

图表 53：目前全国其他市场占比较低



来源：经销商，中泰证券研究所

图表 54：计划 2020 年建成深度全国化市场的目标



来源：经销商，中泰证券研究所

投资建议：继续重点推荐，重申“买入”评级

- **为什么我们当前更看好洋河？**从估值的角度，公司当前对应 2018 年 21 倍 PE，与高端白酒企业相比，公司估值处于较低水平（低于茅台、高于五粮液、老窖），但公司机制更加灵活，业绩增长持续性更强，品牌力提升进度超出市场预期，梦系列的快速增长就是有力的证明；与二三线白酒企业相比，公司估值水平低，未来成长天花板更高，新江苏战略的顺利推进为公司打开全国化成长空间。MSCI 落地后，机制优秀、业绩增长稳健的洋河更受外资偏好，白酒估值体系有望迎来重构，公司理应享受估值溢价。
- **继续重点推荐，重申“买入”评级。**我们预计 2018-2020 年收入为 242.12/292.07/346.77 亿，同比增长 21.56%/20.63%/18.73%；利润为 82.99/101.65/123.95 亿，同比增长 25.22%/22.49%/21.94%；对应 EPS 为 5.51/6.75/8.23 元。维持“买入”评级。

图表 55：可比公司估值表

股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE			投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
贵州茅台	691.88	8690.0	21.56	29.20	35.87	32.1	23.7	19.3	买入
五粮液	66.36	2519.0	2.55	3.47	4.33	26.0	19.1	15.3	买入
泸州老窖	48.79	684.0	1.80	2.42	3.06	27.1	20.2	15.9	买入
洋河股份	116.90	1761.7	4.40	5.51	6.75	26.6	21.2	17.3	买入
古井贡酒	80.89	407.7	2.28	3.18	4.31	35.5	25.4	18.8	买入
山西汾酒	51.63	447.1	1.09	1.81	2.49	47.4	28.5	20.7	买入
口子窖	51.78	310.7	1.86	2.50	3.08	27.8	20.7	16.8	买入
水井坊	54.06	264.4	0.69	1.22	1.59	78.3	44.3	34.0	买入
沱牌舍得	28.27	95.3	0.43	0.93	1.33	65.7	30.4	21.3	买入
顺鑫农业	39.34	224.6	0.77	1.02	1.38	51.1	38.6	28.5	买入
伊力特	21.09	93.0	0.80	1.07	1.34	26.4	19.7	15.7	买入
老白干酒	18.30	80.2	0.37	0.73	1.04	49.5	25.1	17.6	买入
迎驾贡酒	16.98	135.8	0.83	0.93	1.03	20.5	18.3	16.5	增持

来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示

- 打压三公消费力度继续加大。尽管公务消费占比逐年走低，但是 2017 年多地继续出台“禁酒令”，未来不排除进一步加强限制公务人员用酒的可能。从体制内继续肃清酒风，进而影响商务消费与民间消费。

- 消费升级进程不及预期。尽管居民收入水平的提高会一定程度上增加食品饮料方面的支出，但消费者对产品的偏好是有差别的，存在消费升级在某些品类上的趋势不达市场预期。

- 食品安全事件风险。类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

图表 56：洋河股份三大财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**17,183.1**	**19,917.9**	**24,211.7**	**29,207.3**	**34,676.6**
减:营业成本	6,203.0	6,681.1	5,754.8	6,591.8	7,671.9
营业税费	309.6	1,151.9	3,873.9	4,673.2	5,548.3
销售费用	1,869.0	2,387.4	2,663.3	3,358.8	3,814.4
管理费用	1,582.4	1,532.1	1,573.8	1,898.5	2,080.6
财务费用	-8.9	-33.9	-150.9	-299.5	-392.2
资产减值损失	48.0	22.9	27.6	32.8	27.8
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	547.2	624.0	583.0	584.7	597.2
营业利润	**7,727.3**	**8,836.5**	**11,052.3**	**13,536.4**	**16,523.0**
加:营业外净收支	33.7	11.5	23.5	22.9	19.3
利润总额	**7,761.0**	**8,848.0**	**11,075.8**	**13,559.3**	**16,542.3**
减:所得税	1,956.0	2,229.2	2,791.1	3,416.9	4,168.7
净利润	**5,827.2**	**6,627.2**	**8,298.8**	**10,165.3**	**12,395.2**

资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,456.6	1,751.5	11,265.6	14,563.2	19,256.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	121.4	65.6	251.2	106.3	294.9
应收票据	151.6	212.8	125.7	321.6	228.5
预付帐款	69.3	86.7	60.2	100.1	87.0
存货	12,221.5	12,861.5	8,215.8	16,349.9	12,147.6
其他流动资产	10,304.1	13,548.6	9,730.5	11,194.4	11,491.2
可供出售金融资产	1,458.1	3,460.3	2,025.7	2,314.7	2,600.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	21.0	2.0	2.0	2.0	2.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	7,970.0	8,249.6	7,616.0	6,982.5	6,349.0
在建工程	544.7	234.4	234.4	234.4	234.4
无形资产	1,634.6	1,653.5	1,608.1	1,562.7	1,517.3
其他非流动资产	1,851.1	1,131.8	1,336.1	1,438.4	1,301.6
资产总额	**38,804.1**	**43,258.1**	**42,471.4**	**55,170.3**	**55,510.5**
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	5,651.8	6,731.4	3,541.4	8,412.0	5,530.2
应付票据	960.0	8.2	2,511.0	1,206.9	1,219.6
其他流动负债	5,825.5	6,699.1	4,556.6	9,156.7	6,896.2
长期借款	0.2	0.1	-	-	-
其他非流动负债	329.6	324.4	331.7	328.5	328.2
负债总额	**12,767.1**	**13,763.3**	**10,940.6**	**19,104.1**	**13,974.3**
少数股东权益	**-15.8**	**-20.2**	**-34.2**	**-57.2**	**-78.8**
股本	1,507.0	1,507.0	1,507.0	1,507.0	1,507.0
留存收益	24,544.6	28,007.1	30,058.0	34,616.5	40,108.0
股东权益	**26,037.0**	**29,494.9**	**31,530.8**	**36,066.2**	**41,536.2**

现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	5,804.9	6,618.8	8,298.8	10,165.3	12,395.2
加:折旧和摊销	730.6	690.9	678.9	678.9	678.9
资产减值准备	48.0	22.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-3.3	11.7	-150.9	-299.5	-392.2
投资收益	-547.2	-624.0	-583.0	-584.7	-597.2
少数股东损益	-22.2	-8.4	-14.1	-23.0	-21.6
营运资金的变动	-4,137.7	-1,455.8	5,191.6	-1,618.3	-1,118.4
经营活动产生现金流量	**7,405.0**	**6,883.2**	**13,421.3**	**8,318.8**	**10,944.8**
投资活动产生现金流量	**-5,964.3**	**-4,161.0**	**2,187.8**	**286.7**	**261.0**
融资活动产生现金流量	**-3,697.1**	**-3,417.1**	**-6,094.9**	**-5,307.9**	**-6,512.2**

财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	7.0%	15.9%	21.6%	20.6%	18.7%
营业利润增长率	8.2%	14.4%	25.1%	22.5%	22.1%
净利润增长率	8.6%	13.7%	25.2%	22.5%	21.9%
EBITDA增长率	11.7%	12.0%	22.5%	20.2%	20.8%
EBIT增长率	11.2%	13.6%	24.4%	21.4%	21.9%
NOPLAT增长率	11.0%	14.1%	23.8%	21.4%	21.9%
投资资本增长率	27.2%	12.6%	-26.6%	5.0%	3.3%
净资产增长率	13.5%	13.3%	6.9%	14.4%	15.2%
利润率					
毛利率	63.9%	66.5%	76.2%	77.4%	77.9%
营业利润率	45.0%	44.4%	45.6%	46.3%	47.6%
净利润率	33.9%	33.3%	34.3%	34.8%	35.7%
EBITDA/营业收入	49.1%	47.5%	47.8%	47.6%	48.5%
EBIT/营业收入	44.9%	44.0%	45.0%	45.3%	46.5%
运营效率					
固定资产周转天数	156	147	118	90	69
流动营业资本周转天数	168	208	150	100	99
流动资产周转天数	490	487	433	445	447
应收帐款周转天数	3	2	2	2	2
存货周转天数	245	227	157	151	148
总资产周转天数	761	742	637	602	575
投资资本周转天数	380	390	295	212	186
投资回报率					
ROE	22.4%	22.5%	26.3%	28.1%	29.8%
ROA	15.0%	15.3%	19.5%	18.4%	22.3%
ROIC	36.2%	32.4%	35.6%	58.9%	68.4%
费用率					
销售费用率	10.9%	12.0%	11.0%	11.5%	11.0%
管理费用率	9.2%	7.7%	6.5%	6.5%	6.0%
财务费用率	-0.1%	-0.2%	-0.6%	-1.0%	-1.1%
三费/营业收入	20.0%	19.5%	16.9%	17.0%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	32.9%	31.8%	25.8%	34.6%	25.2%
负债权益比	49.0%	46.7%	34.7%	53.0%	33.6%
流动比率	2.04	2.12	2.79	2.27	3.19
速动比率	1.05	1.17	2.02	1.40	2.30
利息保障倍数	-862.65	-258.50	-72.23	-44.20	-41.13
分红指标					
DPS(元)	2.10	2.55	3.19	3.91	4.77
分红比率	54.3%	58.0%	58.0%	58.0%	58.0%
股息收益率	1.9%	2.3%	2.9%	3.5%	4.3%

业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	3.87	4.40	5.51	6.75	8.23
BVPS(元)	17.29	19.59	20.95	23.97	27.61
PE(X)	28.6	25.2	20.1	16.4	13.5
PB(X)	6.4	5.7	5.3	4.6	4.0
P/FCF	112.6	41.1	11.6	17.9	14.1
P/S	9.7	8.4	6.9	5.7	4.8
EV/EBITDA	19.1	16.9	13.1	10.7	8.5
CAGR(%)	20.4%	23.2%	15.6%	20.4%	23.2%
PEG	1.4	1.1	1.3	0.8	0.6
ROIC/WACC	3.4	3.1	3.4	5.6	6.5
REP	2.3	2.3	2.7	1.5	1.2

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。