



品牌、产品、渠道三位一体，省内外市场齐头并进

投资要点

- **推荐逻辑:** 受益于消费升级，次高端行业持续扩容，预计到2020年市场容量将接近530亿元，累计增长空间约为76%，较为客观。在次高端竞争加剧的背景下，洋河股份依托梦系列大力发展次高端，凭借其强大的渠道扩张能力和品牌影响力，提升省内外市场份额，预计未来三年梦系列复合增速约为35%，全国化指日可待。
- **消费升级驱动次高端扩容，竞争加剧利好龙头企业。1、大众消费成主导，消费升级驱动次高端扩容。** 2012年限制三公消费以来，白酒行业进入深度调整，大众消费成为白酒行业增长主要驱动力；随着我国经济发展和人均收入持续增长，消费升级带动次高端量价齐升、持续扩容。预计到2020年次高端市场容量接近630亿元，未来三年复合增速21%左右，累计增长空间高达76%。**2、次高端竞争加剧，全国化品牌呼之欲出。** 郎酒、剑南春、洋河等主流次高端品牌通过持续的区域扩张抢占市场，部分区域酒企也推出次高端产品把握行业机会。未来在次高端竞争愈发激烈的背景下，兼具产品研发能力、渠道拓展和消费者互动能力、品牌塑造能力的企业有望实现全国化。
- **洋河紧抓次高端机遇，从江苏走向全国。1、发力次高端，产品结构持续升级。** 蓝色经典是公司主力产品系列，覆盖了中端、次高端、高端三个档次，2017年天、梦分别实现36%、63%的收入增速，产品结构升级明显。未来公司将重点发展次高端产品（梦3、天之蓝等）、积极占位高端市场（梦6、梦9、梦之蓝手工班等）、稳步发展中端产品（海之蓝等），进一步优化产品结构。**2、内外市场双管齐下，尽享次高端盛宴。** 洋河凭借强大的品牌、产品和渠道优势放眼全国，深度挖掘次高端市场，前瞻性布局高端市场，打开长期成长空间。江苏省内经过2016年主动调整，已经恢复双位数增长，龙头地位稳固；省外“新江苏市场”战略稳步推进，数量由2015年的297个发展到2018年495个，主要分布在河南、山东、浙江、安徽、上海等区域，目前“新江苏市场”在省外市场收入占比超过70%，但在各地区市占率均不足10%，发展空间巨大。随着市场拓展逐步推进，预计到2020年洋河在江苏省内、外收入比例达到3:7，省外市场将成为公司未来三年重要的增长引擎。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为5.39元、6.47元、7.58元，未来三年归母净利润将保持20%左右的复合增长率。考虑到公司是大众白酒龙头、未来产品结构升级空间较大，给予公司2019年18倍估值，目标价116.46元，上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行、市场竞争加剧、省外市场拓展不及预期等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19917.94	24159.73	28690.64	33336.45
增长率	15.92%	21.30%	18.75%	16.19%
归属母公司净利润(百万元)	6627.17	8128.64	9745.25	11418.20
增长率	13.73%	22.66%	19.89%	17.17%
每股收益EPS(元)	4.40	5.39	6.47	7.58
净资产收益率ROE	22.44%	22.39%	21.94%	21.19%
PE	22	18	15	13
PB	4.88	3.96	3.24	2.67

数据来源: Wind, 西南证券

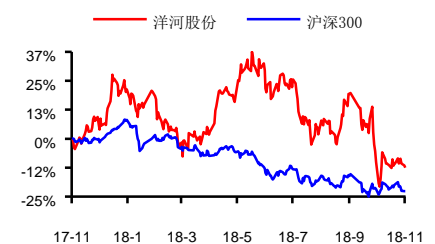
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.07
流通A股(亿股)	12.44
52周内股价区间(元)	84.8-149.5
总市值(亿元)	1,409.03
总资产(亿元)	451.78
每股净资产(元)	21.64

相关研究

1. 洋河股份(002304): 梦系列高增长, 产品结构持续提升 (2018-10-29)

目 录

1 公司概况：蓝色经典缔造大众酒龙头	1
2 行业分析：受益消费升级，全国化次高端品牌大有可为	3
2.1 大众消费成主导，消费升级驱动次高端扩容	3
2.2 次高端竞争激烈，全国化品牌呼之欲出	7
3 公司分析：紧抓次高端机遇，从江苏走向全国	8
3.1 品牌、产品、渠道齐发力，紧抓次高端爆发机遇	8
3.2 省内外市场双管齐下，尽享次高端盛宴	12
4 盈利预测与估值	15
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 2018H1 产品结构	2
图 3: 公司 2014 年以来江苏省内、外收入结构	2
图 4: 公司 2013 年以来营业收入及增速	2
图 5: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	2
图 6: 公司 2013 年以来江苏省内、外收入增速比较	3
图 7: 白酒行业消费者结构变化	4
图 8: 大众消费引领白酒行业增长	4
图 9: 我国各级城市和地区人均可支配收入 (单位: 美元)	4
图 10: 我国城镇与农村地区食品支出及占比	4
图 11: 消费升级对不同价格带产品的影响	5
图 12: 高端白酒价格近几年变化 (单位: 元/500ml)	5
图 13: 各地区主流白酒消费价格下限变化 (单位: 元/500ml)	6
图 14: 各类白酒消费结构变化预测	7
图 15: 次高端白酒竞争格局	7
图 16: 2017 年蓝色经典产品结构	10
图 17: 蓝色经典收入占比及预测	10
图 18: 2017 年白酒企业销售人员数量比较	11
图 19: 洋河 4*3 营销模式	12
图 20: 洋河 522 极致化工程	12
图 21: 江苏省白酒行业竞争格局	13
图 22: 江苏省人均 GDP 高于全国水平	13
图 23: 洋河在江苏省的收入增速	14
图 24: “新江苏市场”个数及省外市场收入增速	14
图 25: “新江苏市场”占省外市场收入比例	14
图 26: “新江苏市场”人均 GDP (单位: 元)	15

表 目 录

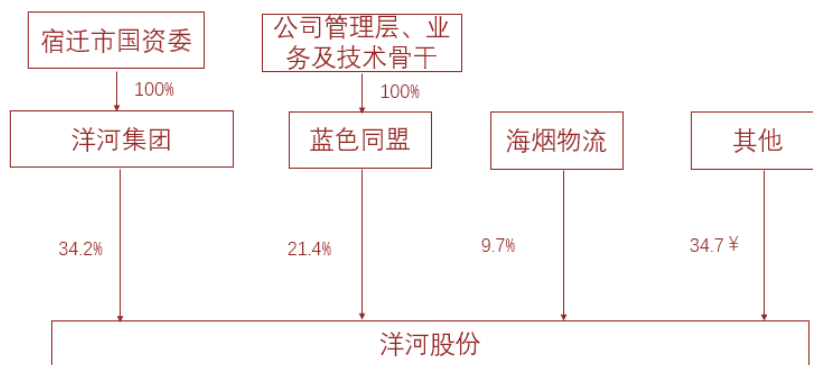
表 1: 各类白酒空间测算	6
表 2: 各大酒企在次高端领域的布局	8
表 3: 洋河通过参与重大活动提升品牌影响力	8
表 4: 洋河各价格带产品布局	9
表 5: “新江苏市场”布局情况	15
表 6: 公司 2018-2020 年收入和毛利率预测	16
表 7: 白酒上市公司估值比较	16
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：蓝色经典缔造大众酒龙头

洋河是老八大名酒之一，也是苏酒的代表，拥有“洋河”、“双沟”两个中国名酒老字号，产品包括蓝色经典（海之蓝、天之蓝、梦之蓝）、洋河、双沟、苏酒等系列。公司打破传统香型区分，独创低度、淡雅的“绵柔”口感，并于 2003 年成功推出蓝色经典系列，开启洋河新阶段，目前该系列收入占比已经超过 70%。公司经过多年品牌、产品、渠道运作，目前以接近 200 亿的销售规模跻身中国白酒行业第三名，紧随茅台、五粮液之后。

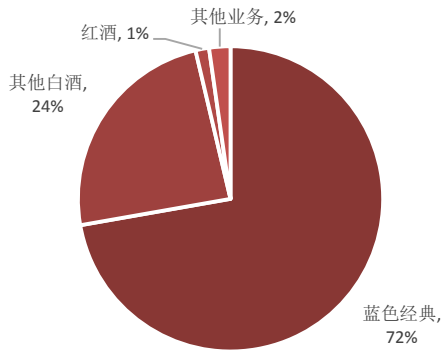
公司股权结构：洋河是白酒行业国企改革之先行者，共进行过 2 次重要改制，效果显著。2002 年为改变机制僵硬、效率低下、规模扩张难的局面，洋河集团联合上海海烟物流、南通投资、上海捷强烟草糖酒(集团)等 6 家法人股东和 14 名自然人股份共同发起成立了江苏洋河酒厂股份有限公司，洋河集团持股 51%，2003 年借全新局面推出“蓝色经典”，大获全胜。2006 年公司为了调动管理层积极性，向管理层、业务和技术骨干增资扩股，次年公司实现 60% 以上收入增长。目前公司实际控制人是宿迁市国资委，第一大股东为洋河集团，持股比例 34.2%，管理层持股平台蓝色同盟作为第二大股东持股比例为 21.4%，公司管理层另有 1.2% 的直接持股，合计持股为 22.6%。公司管理层和股东利益高度一致，激励到位，长期发展动力十足。

图 1：公司股权结构

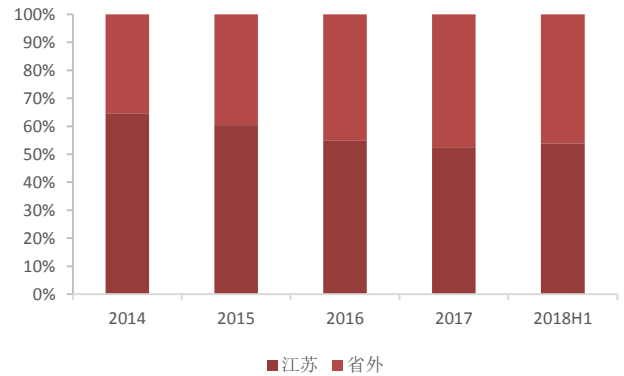


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司主营业务为白酒，同时有少量的红酒销售。目前白酒的收入占比为 96%，其中蓝色经典系列占白酒业务收入 70% 以上，是公司主要的收入和利润来源；未来随着产品结构持续优化，蓝色经典收入占比将进一步提高。从销售区域看，公司基于江苏大本营，逐步拓展省外市场，打造全国化品牌，于 2015 年提出“新江苏市场战略”，由点及面布局省外市场，效果显著。

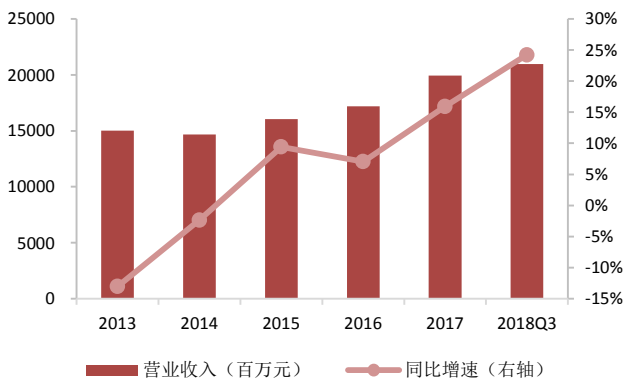
图 2：公司 2018H1 产品结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

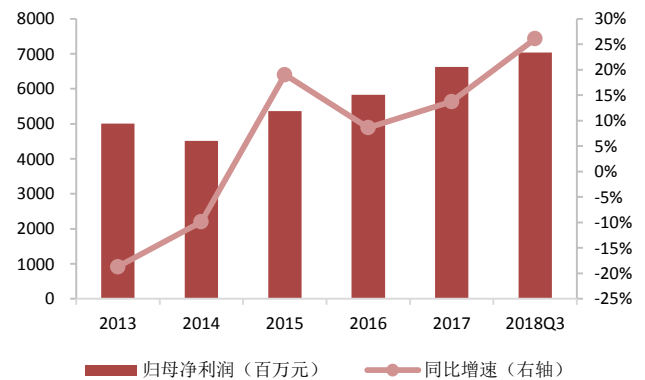
图 3：公司 2014 年以来江苏省内、外收入结构


数据来源：Wind，西南证券整理

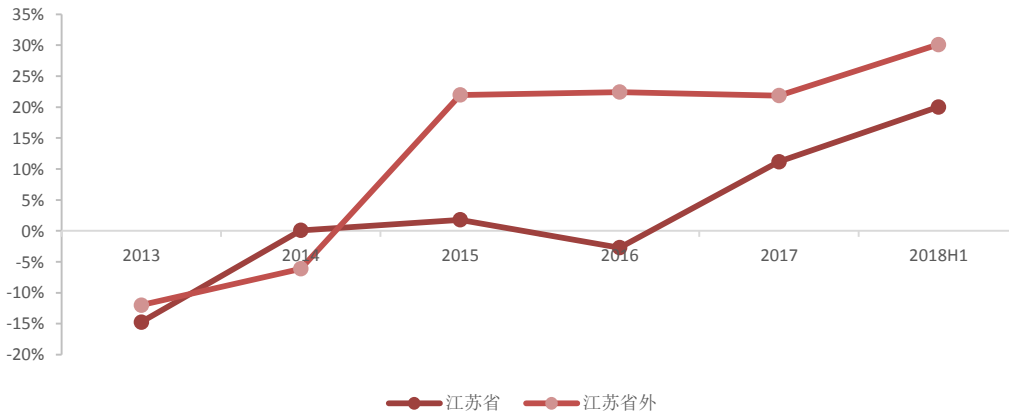
公司业绩状况：2012 年三公消费限制政策对白酒行业产生较大冲击，2015 年起逐渐进入复苏阶段。洋河紧抓行业机遇，一方面加速省外市场布局，并获得不俗表现，近三年均保持 20% 以上的收入增速；另一方面公司积极调整省内市场，2017 年实现双位数增长，稳保龙头地位。从利润端来看，2015 年以来受益产品结构升级和直接提价，公司利润增速快于收入增速（2017 年剔除消费税调整的影响，预计实际利润增速快于收入增速），盈利能力持续提升。随着省内营销细化、省外积极拓展，公司收入和利润规模有望保持增长。

图 4：公司 2013 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2013 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2013 年以来江苏省内、外收入增速比较


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：受益消费升级，全国化次高端品牌大有可为

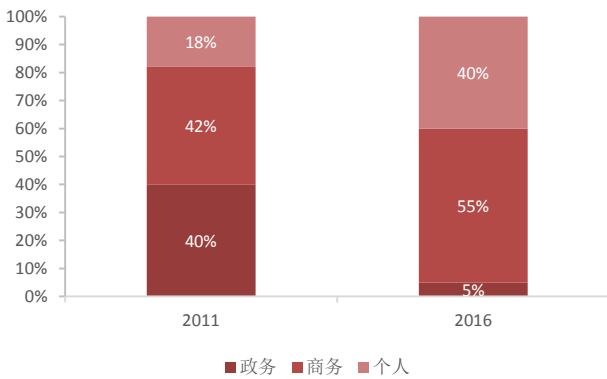
自 2012 年限制三公消费以来，白酒行业进入深度调整，其中最显著的变化在于消费者结构由政务、商务主导转变为商务和个人消费主导，大众消费成为白酒行业增长主要驱动力。随着我国经济发展和人均收入持续增长，消费升级对白酒行业的影响逐渐凸显，次高端受益消费升级，量价齐升、持续扩容，发展潜力巨大。目前郎酒、剑南春、洋河等主流次高端品牌通过持续的区域扩张抢占市场，区域酒企也推出各自的次高端产品把握行业机会。次高端消费者品牌意识相对较强，具备全国化基础；未来兼具产品研发能力、渠道拓展和消费者互动能力、品牌塑造能力的企业有望在次高端扩容过程中实现全国化。

2.1 大众消费成主导，消费升级驱动次高端扩容

2.1.1 白酒行业深度调整，大众消费成主导

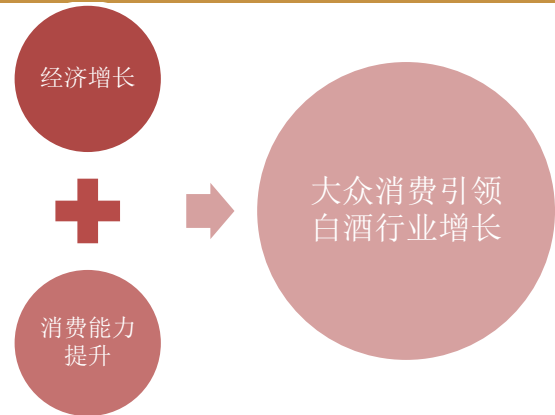
2012 年限制三公消费以来，白酒的公务消费严重收缩，消费占比由 2011 年的 40% 缩减到 2016 年的 5%。商务和个人消费逐渐成为白酒消费的主力，商务消费占比由 42% 提升到 55%，仍旧是白酒第一大消费领域；个人消费占比由 18% 跃升到 40%，大众消费成为主导。酒文化是我国饮食文化的重要组成部分，长期来看商务和个人消费占比将保持较高水平，因此经济增长和消费能力的提升是未来白酒行业主要的增长驱动力。

图 7：白酒行业消费者结构变化



数据来源：微酒，西南证券整理

图 8：大众消费引领白酒行业增长

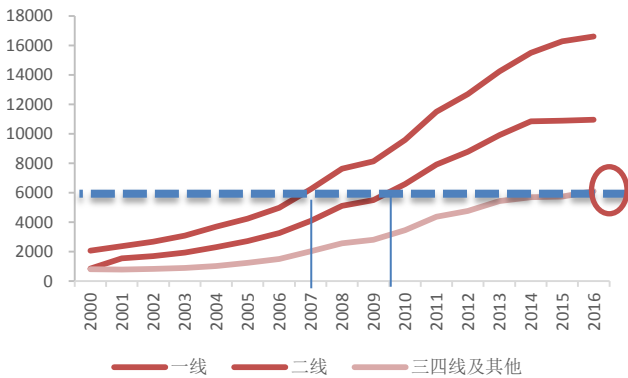


数据来源：西南证券

2.1.2 消费升级如火如荼，次高端强势爆发

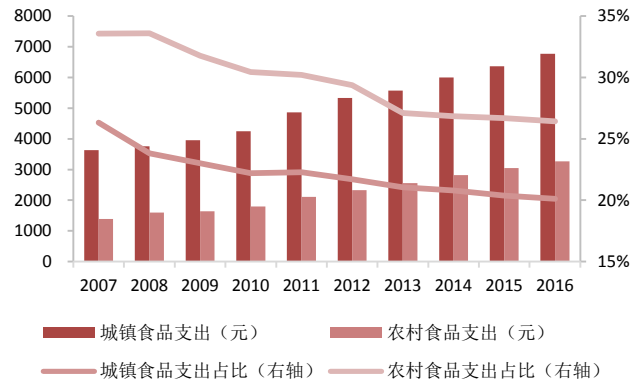
随着中国经济增长、居民生活水平不断提高，城镇与农村地区消费能力逐渐增强。2016年我国一、二线城市人均收入水平分别超过 16000 和 10000 美元，三、四线城市及乡镇人均收入超过 6000 美元，相当于一线城市 2007 年、二线城市 2010 年的消费水平，处于快速发展阶段。此外城镇和农村居民的食品支出占比逐年下降，必需消费品支出占比的减少意味着消费者在不断追求较高的生活质量，消费升级明显。

图 9：我国各级城市 and 地区人均可支配收入 (单位：美元)



数据来源：wind，《中国统计年鉴》，西南证券整理

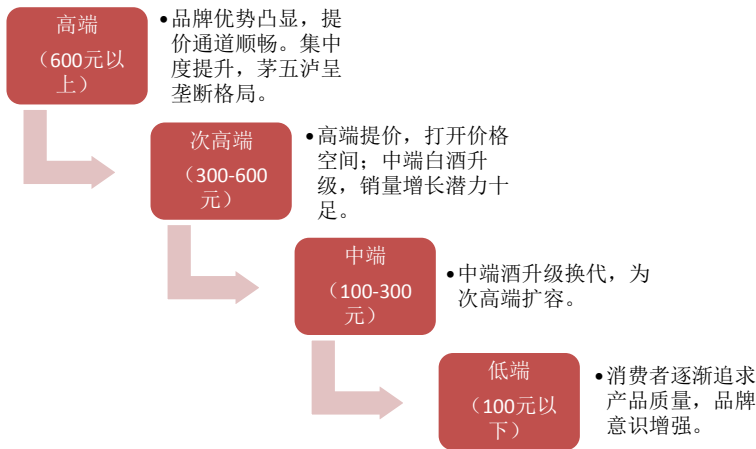
图 10：我国城镇与农村地区食品支出及占比



数据来源：《中国统计年鉴》，西南证券整理

在大众白酒消费成为主导的背景下，消费升级对白酒行业的影响日渐凸显，不同价格带产品在本轮白酒牛市中表现不同，其中主打 300-600 元价格带的次高端白酒是消费升级最受益品类，量价齐升带来的行业扩容趋势明显，极具爆发力。

图 11: 消费升级对不同价格带产品的影响

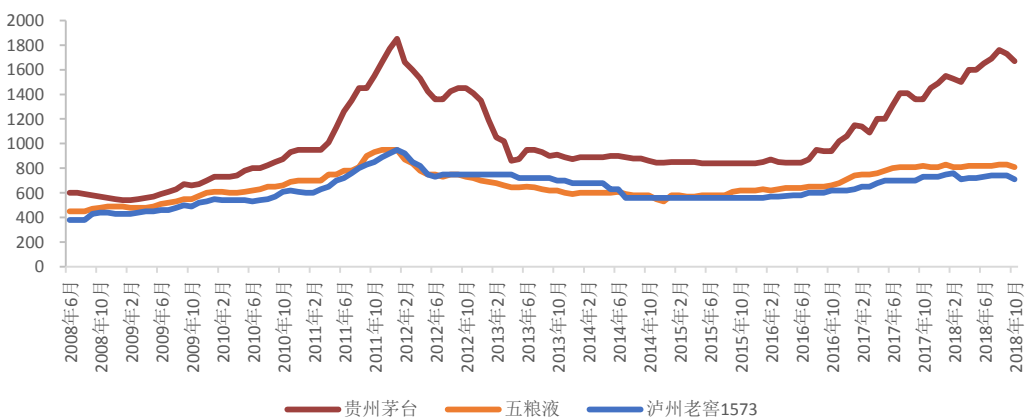


数据来源: 西南证券

1) 高端酒价格稳定, 打开次高端运作空间

2012年三公消费受限, 高端白酒备受打压, 53度飞天茅台价格从最高1900元/瓶下降到900元/瓶以下左右, 五粮液也从2012年1400元左右的市场价迅速回落到600元左右。高端白酒中枢下移, 次高端价格优势不在, 并且当时大众消费根基薄弱, 次高端市场规模急剧收缩。2015年以来随着白酒行业逐渐复苏, 以茅台、五粮液为代表的高端白酒持续提价, 为次高端让出价格空间。目前茅台批价稳定在1600元左右, 五粮液和国窖经过调整之后, 批价相对比较稳定, 预计未来2-3年高端酒在控量保价的大环境下, 批价相对比较稳定, 不会对次高端价格带产生过大的压力, 为次高端运作打开空间。

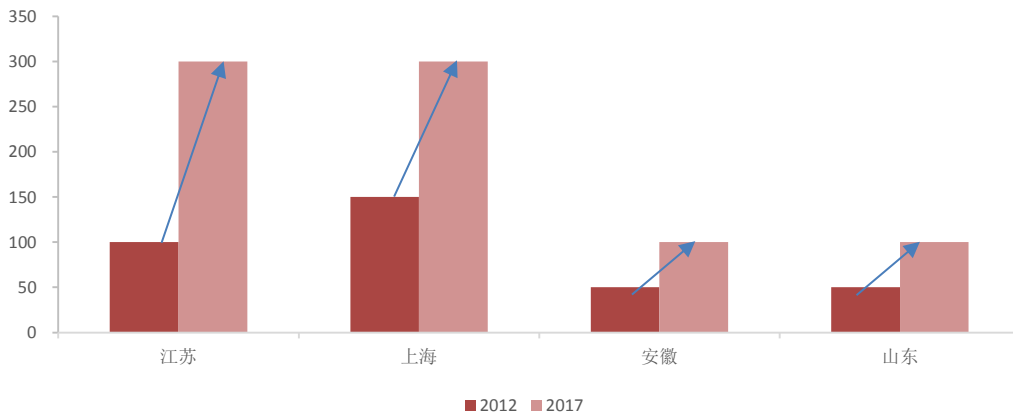
图 12: 高端白酒价格近几年变化 (单位: 元/500ml)



数据来源: wind, 西南证券整理

2) 跨越次高端门槛, 中低端消费上移

随着人均收入水平持续增长, 白酒消费档次随之提升。以婚宴为例, 上海、江苏等经济发达地区白酒消费价格超过300元; 其他省市白酒消费主力价格带自2010年百元以下升级到百元以上。随着各地区消费能力不断提升, 越来越多消费者跨越次高端300元价位门槛, 进而带动次高端白酒需求量持续增长。

图 13: 各地区主流白酒消费价格下限变化 (单位: 元/500ml)


数据来源: 草根调研, 西南证券整理

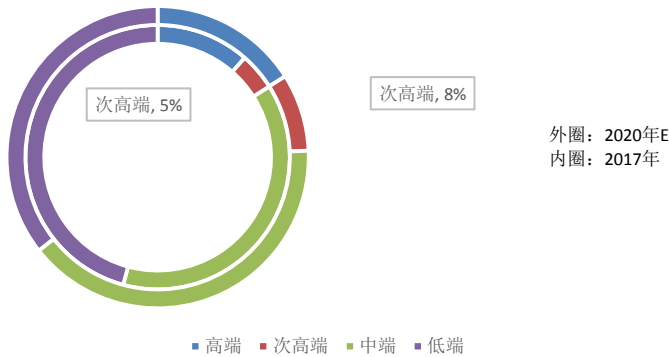
在消费升级的推动下, 各个档次的白酒价格中枢上移明显, 次高端还享受中低端升级带来的量增, 量价齐升、空间广阔。预计未来三年次高端白酒年均销量增速为 15% 左右, 年均单价提升幅度为 5% 左右, 市场容量将由 2017 年 300 亿元提升到 2020 年接近 530 亿元, 未来三年复合增速为 21% 左右, 累计增长空间高达 76%。

表 1: 各类白酒空间测算

	2017	2020E	年均增速	累计空间
高端白酒				
销量 (万吨)	5	7	10.0%	
单价 (万元/吨)	150	174	5.0%	
销售额 (亿元)	750	1216	17.5%	62.1%
次高端				
销量 (万吨)	5	8	15.0%	
单价 (万元/吨)	60	69	5.0%	
销售额 (亿元)	300	528	20.8%	76.1%
中端				
销量 (万吨)	100	133	10.0%	
单价 (万元/吨)	25	25	0.0%	
销售额 (亿元)	2500	3328	10.0%	33.1%
低端				
销量 (万吨)	1000	985	-0.5%	
单价 (万元/吨)	3	3	0.0%	
销售额 (亿元)	3000	2955	-0.5%	-1.5%
合计				
销量 (万吨)	1110	1133	0.7%	2.0%
销售额 (亿元)	6550	8027	7.0%	22.5%

数据来源: 微酒, 公司公告, 西南证券整理

图 14: 各类白酒消费结构变化预测

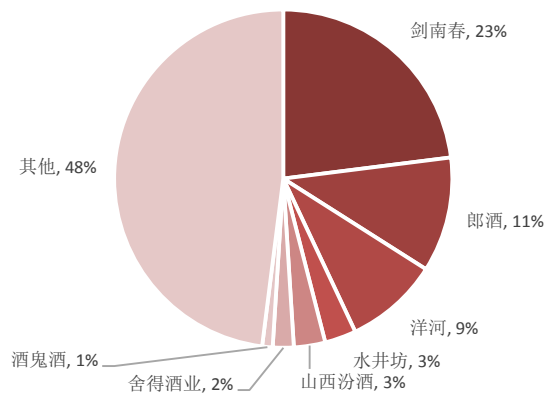


数据来源: 西南证券

2.2 次高端竞争激烈，全国化品牌呼之欲出

目前市场主流的次高端品牌包括剑南春、郎酒、洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、山西汾酒等，大部分市场份额也由这几家占据。从销售区域分布来看，剑南春、郎酒基本实现全国销售；洋河 2018 年上半年江苏省外市场销售收入占比超过 45%，舍得酒业也在国内各大销售区域积极布局；其他品牌基于各自的大本营逐渐向其他区域扩张。目前次高端行业处于持续扩容阶段，区域性酒企也推出各自的次高端产品，试图在优势区域享受消费升级带来的市场增量。

图 15: 次高端白酒竞争格局



数据来源: 微酒, 西南证券整理

表 2：各大酒企在次高端领域的布局

酒企	次高端产品	价格	主要销售区域
主流次高端			
剑南春	水晶剑	398	全国市场。
郎酒	红花郎	458	全国市场。
洋河	梦之蓝、天之蓝	366-600	江苏为主，逐步全国化，目前河南、安徽、山东、浙江、上海已经成为“新江苏市场”。
水井坊	臻酿八号、井台装	359/519	主打 5 大核心市场：河南、江苏、四川、湖南、广东。
山西汾酒	青花系列	428	山西市场为主，逐步向华北及周边辐射。
舍得酒业	品位舍得	568	全国化初现雏形，华中、西南、西北、华东、华南、东北中部分区域均有布局。
酒鬼酒	红坛 15 年	356	湖南市场为主。
新进区域性酒企（以安徽市场为例）			
古井贡酒	古井 16 年	528	安徽省内为主，省外稍有布局。
口子窖	口子 10 年、20 年	328/508	
迎驾贡酒	生态洞藏	380	

数据来源：京东，西南证券整理

次高端白酒消费场景集中在商务宴请、婚宴、送礼等，消费者品牌意识较强，次高端具备全国化基础。品牌力的形成来自产品力和渠道力的积淀，随着次高端行业竞争不断加剧，未来具备强大的产品研发能力、渠道拓展和消费者互动能力、品牌塑造能力的企业有望实现全国化。

3 公司分析：紧抓次高端机遇，从江苏走向全国

3.1 品牌、产品、渠道齐发力，紧抓次高端爆发机遇

3.1.1 把握名酒基因，品牌力持续增强

公司作为老八大名酒之一，旗下拥有洋河、双沟两个品牌，蓝色经典的推出传承了公司的名酒基因。公司多年来重视品牌故事的宣传和品牌价值的提升，以蓝色经典系列为例，“世界上最宽广的是海、比海更高远的是天空、比天空更博大的是男人的情怀”、“中国梦、梦之蓝”等广告语彰显了高端大气的品牌内涵。为提升品牌影响力，公司积极参与国内重大活动，提高出镜率，还通过“CCTV 国家品牌体验日—央媒进洋河”、“谷雨论坛”、“头排酒开窖节”等创意营销方式加强与消费者的互动。

表 3：洋河通过参与重大活动提升品牌影响力

时间	活动
2009	洋河又以“海天梦想，中国力量”的口号冠名央视国庆大典直播
2011	洋河再度拿下了“CCTV 中国经济年度人物评选”和“CCTV 感动中国年度人物评选”的独家冠名权
2012	“洋河”跟春晚干“杯”
	“蓝色经典 天之蓝”冠名 CCTV 青年歌手电视大奖赛
	“蓝色经典 天之蓝”冠名 CCTV 相声大赛
	“洋河蓝色经典 天之蓝”邀您共同见证中国 2010

时间	活动
2015	为“南马”助跑，洋河舞动“健康”大旗
2016	“梦之蓝”牵手腾讯为中国奥运军团加油助威
	郑州东站“梦之蓝号高铁列车”鸣笛启航
	初心不忘!“蒙面唱将”年终盛典带着梦想再出发!
2017	“中国梦·梦之蓝”在国家大剧院新年音乐会上奏响新年最强音
	梦之蓝成功冠名博鳌高端峰会
	足球梦想，激情中超，洋河“蓝色经典·梦之蓝”牵手中超联赛
	梦之蓝成功冠名央视大型诗词文化音乐节目《经典咏流传》

数据来源：西南证券整理

经过多年的投入和建设，洋河股份的品牌认知度和品牌价值持续提升。2017 年公司以 42.81 亿美元入选世界知名品牌价值研究机构 Brand Finance 发布的“2017 全球烈酒品牌价值 50 强”排名全球第三、中国第二；在 World Brand Lab 发布的《中国 500 最具价值品牌》中以 355.26 亿元的品牌价值排名全国前 100；荣登世界财经杂志《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。

3.1.2 重点发展次高端、积极布局高端，产品结构升级持续进行

公司旗下共有两大品牌：洋河和双沟，洋河强调全国定位、双沟更重视省内布局。从产品布局来看，现有的产品矩阵实现低、中、次高端、高端全线覆盖。

表 4：洋河各价格带产品布局

档次	品牌	系列	产品	价格区间
高端	洋河	蓝色经典	梦之蓝手工班	600 元以上
			梦 9	
			梦 6	
	双沟	微分子	大 V	
			珍宝坊	
			苏酒	
次高端	洋河	蓝色经典	梦 3	300-600 元
			梦 1	
			天之蓝	
			遥之蓝 (电商)	
	双沟	微分子	小 V	
			无忌	
			地锦	
			苏酒	
中端	洋河	蓝色经典	海之蓝	100-300 元
			高之蓝 (电商)	
			遥之蓝 (电商)	
	洋河大曲	青瓷		
		蓝瓷		

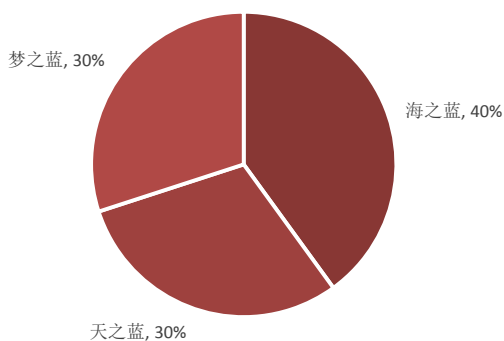
档次	品牌	系列	产品	价格区间	
低端	双沟	珍宝坊	圣坊	100元以下	
			君坊		
		苏酒	普苏		
			洋河大曲		小白
					小蓝
天蓝					
绿敦煌					
			金敦煌		

数据来源：天猫，京东，西南证券整理

从产品系列来看，蓝色经典系列是公司的主力产品，2017年占白酒业务收入比例超过70%。蓝色经典系列包含的海之蓝、天之蓝、梦之蓝分别定位中端、次高端、高端，收入比例为4:3:3，2017年同比增速分别为0%、36%、63%，次高端及以上产品实现较快增长，产品结构省级明显。同时公司为支持销售渠道的多样化，推出针对电商渠道的逐之蓝、高之蓝和遥之蓝。未来随着公司销售区域的扩大和渠道深度的加强，蓝色经典系列有望保持高速增长态势，产品结构进一步优化，盈利能力持续提升。未来公司的产品战略如下：

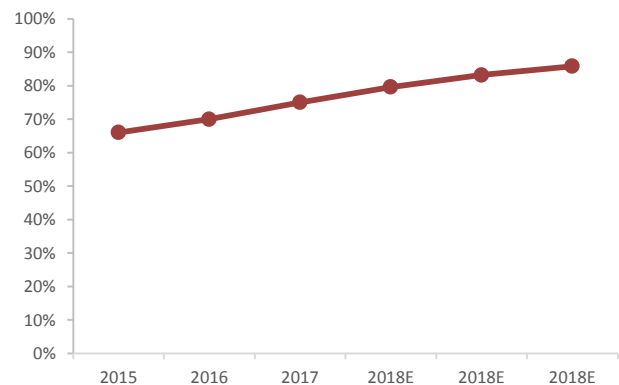
- 高端：战略占位高端酒市场，主打梦6、梦9和梦之蓝手工班，通过持续的消费者培育和品牌建设创造全新增长极。
- 次高端：积极推动次高端，主要包括梦3、天之蓝，通过省内外双管齐下，持续巩固次高端龙头地位，紧抓次高端扩容机会。
- 中端：稳步发展，主要包括海之蓝，突出产品和品牌优势，加之迭代升级，未来在市场深度和广度上继续突破。

图 16：2017 年蓝色经典产品结构



数据来源：wind，《中国统计年鉴》，西南证券整理

图 17：蓝色经典收入占比及预测

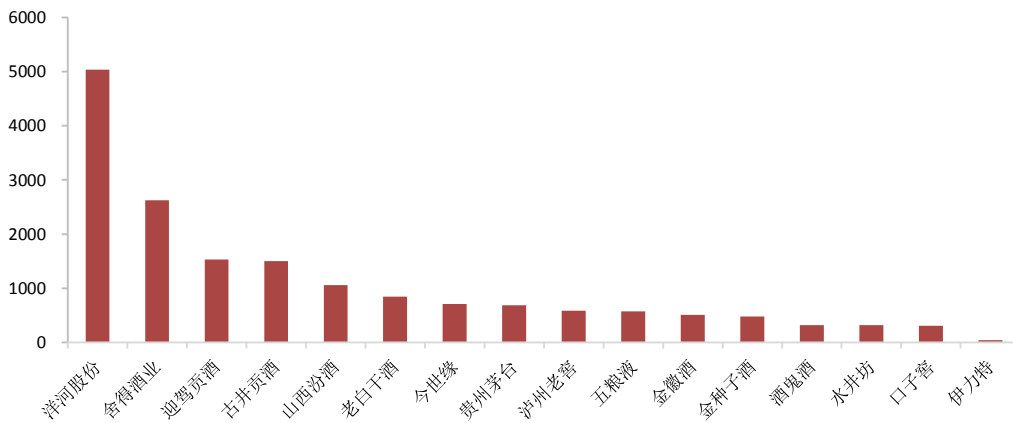


数据来源：西南证券

3.1.3 营销模式持续创新，渠道优势凸显

公司目前拥有行业内最庞大的营销团队，2017 年公司销售人员高达 5036 人，同时与 8000 多家经销商合作，共有 3 万多名地推人员。公司的营销网络已经渗透到全国各个地级市（县），渠道通路搭建完成，为未来的市场拓展和品类延伸奠定基础。

图 18：2017 年白酒企业销售人员数量比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

洋河营销模式创新能力较强，公司根据发展阶段和战略布局的不同，分层次、有条理地推出多样化的营销模式，积累渠道优势。

1) “1+1”模式实现渠道扁平化

洋河率先引入“1+1”模式，替代传统大商制，通过厂家和经销商重新分工，实现渠道扁平化和精耕细作。“1+1”模式下，厂商向经销商派驻业务经理和部分业务员，厂商主导市场开发、终端客户拓展和维护，经销商主要负责打款和配送服务。对于厂商来说，公司可以直接管理终端，避免了传统经销模式下终端管理问题；公司还可以及时了解市场需求和产品的市场反馈情况，提高市场反应速度。同时公司严格把控经销商质量，精选一批经销商、积极培养二批经销商，通过二批经销商制衡一批经销商、优胜劣汰方式保证优质的经销商队伍。

2) “4*3”升级终端营销

在“4*3”模式下，公司将面向中高端消费群体的营销重点由渠道和终端下沉到消费者环节，通过直接服务消费者加强消费者互动，采用差异化的营销方式做强细分市场。

- 三方联动的销售方式：集团消费、核心酒店、媒体公关
- 三位一体的销售体系：重点客户部（集团消费）、酒店直销部、品牌推广部
- 三大标准选择经销商：理念合一、社会公关能力强、经销实力强
- 厂商联合的三种关系：责任主体（厂商负责市场风险投入；经销商负责物流、提供现金流和地方关系的维护）、权利分配（谁投入、谁负责、谁管理）、利润分配（视销量增长和市场开拓情况而定）

公司通过“4*3”划定了核心消费群体（主要面向中高端消费者）、细化了经销商筛选标准、明确了厂商和经销商的分工，有效解决了终端营销针对性不强、效率不高的问题。

图 19: 洋河 4*3 营销模式



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3) “522 极致化工程” 推动深度分销

为全面强化渠道深耕细作, 公司于 2015 年启动了“522 极致化工程”。公司把握消费升级趋势、结合“新江苏市场”打造, 适时推出“522 极致化工程”, 巩固渠道壁垒。

图 20: 洋河 522 极致化工程



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

洋河积极尝试多种营销模式创新, 且效果显著, 持续的创新能力是公司渠道壁垒的核心所在。未来公司还将继续强化渠道建设, 积极发挥渠道优势带动规模增长。

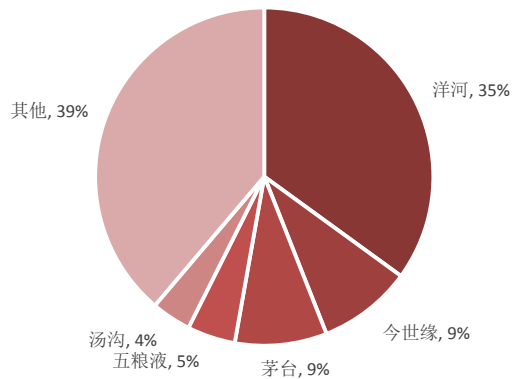
洋河在品牌、产品和渠道三方面优势显著, 逐渐增强的品牌力是全国化的基础, 持续优化的产品结构和精细化的渠道管理是实现区域扩张的关键所在。未来公司通过品牌、产品、渠道三箭齐发, 精准把握白酒行业消费升级机遇, 放眼全国, 深度挖掘次高端市场, 前瞻性布局高端市场, 打开长期成长空间。

3.2 省内外市场双管齐下, 尽享次高端盛宴

3.2.1 省内市场调整完毕, 巩固头地位

洋河在江苏省内龙头地位稳固。洋河在江苏省内的市占率在 35% 左右，第二大酒企今世缘市占率为 9% 左右，与洋河差距较大。洋河和今世缘地处苏北地区，而消费水平更高的苏南地区没有强势的当地品牌，外来品牌相对较多。洋河作为本地品牌，地缘优势明显，随着公司渠道精耕不断加强，公司有望在江苏省内进一步挤占竞争市场份额、巩固龙头地位。

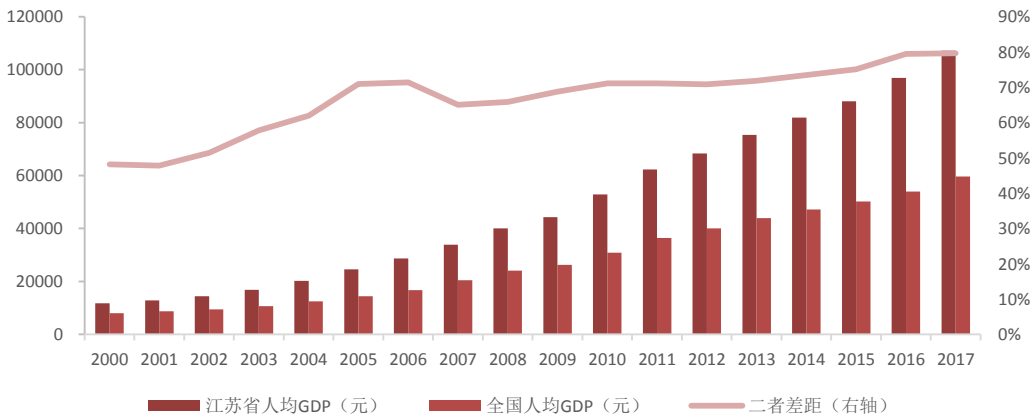
图 21：江苏省白酒行业竞争格局



数据来源：酒业家，西南证券整理

江苏省经济发展水平高，消费升级走在前列。从人均 GDP 的角度看，江苏省收入水平始终高于全国，并且差距逐渐拉大。江苏省经济发达、商务活动频繁，是白酒消费升级的标杆市场。省内次高端代表品牌梦 6、今世缘特 A+ 类近几年均保持 30% 以上的收入增速，100 元价格带正向 300 元以上价格带加速升级。

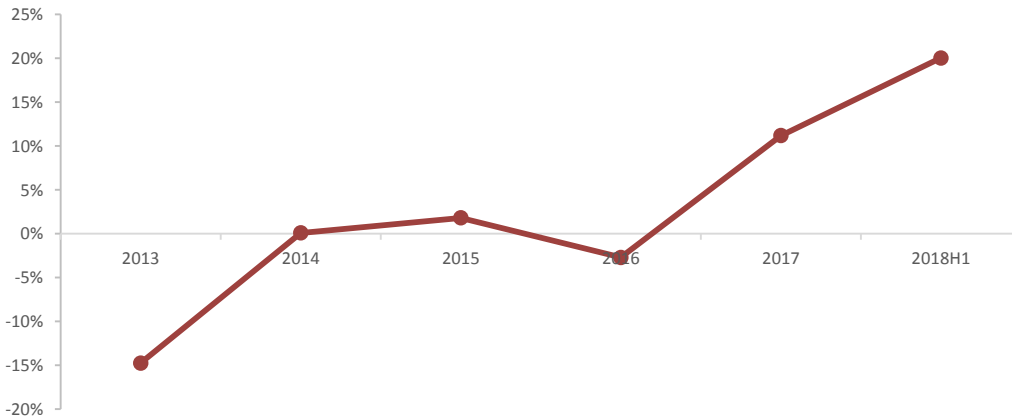
图 22：江苏省人均 GDP 高于全国水平



数据来源：酒业家，西南证券整理

省内市场调整完毕，洋河强势占领次高端市场。由于过去两年省内管理出现问题导致库存堆积、经销商盈利不高甚至出现低价甩货的情况，终端价格体系收到影响。2016 年公司积极调整省内市场，通过提价的方式稳定渠道价格，同时加速库存清理速度。2017 年上半年公司省内市场调整到位，同时在白酒行业高景气度的配合下，经销商动力加强，省内市场恢复双位数增长。经过多年精耕细作，目前洋河已经成功渗透到省内每一个县级市，未来随着公司品牌力增强、产品结构升级以及渠道精耕细作，公司在江苏省内的市场份额有望持续提升。

图 23: 洋河在江苏省的收入增速

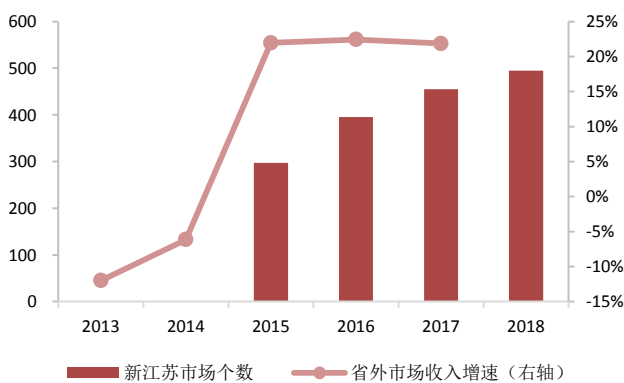


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.2 积极拓展“新江苏市场”, 全国化有序进行

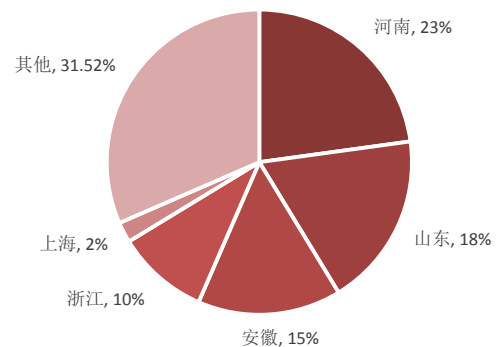
“新江苏市场”战略强力带动省外市场拓展。为加速省外市场布局, 公司于 2015 年提出“新江苏市场”战略, 划定销售超过 800 万元的县和超过 1500 万的市重点突破, 并对全国市场起到发展带动作用。目前“新江苏市场”主要分布在河南、山东、浙江、安徽、上海等区域, 近几年市场数量在稳定增长, 由 2015 年 297 个发展到 2017 年的 455 个。经过 3 年的快速发展, “新江苏市场”进入优胜劣汰阶段, 2018 年共确定了 495 个, 虽然数量增长速度不如过去, 但是保证了“新江苏市场”的平均质量。2017 年“新江苏市场”在省外市场收入占比接近 70%, 截止 2018Q3 占比已经提高到 70% 以上; 在“新江苏市场”的带动下, 近几年公司省外市场保持 20% 以上的收入增速。

图 24: “新江苏市场”个数及省外市场收入增速



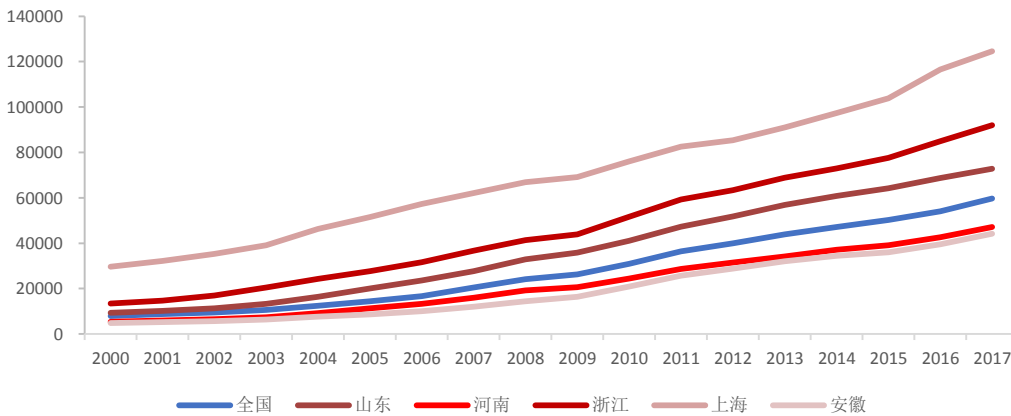
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: “新江苏市场”占省外市场收入比例



数据来源: 酒业家, 西南证券整理

时不我待, 次高端布局先发优势明显。公司目前重点布局的“新江苏市场”集中在河南、山东、浙江、安徽、上海等区域。从经济发展水平看, 上海、浙江、山东三地人均 GDP 均高于全国平均水平; 从人均 GDP 增速来看, 2017 年河南、安徽均超过 10%, 高于全国平均水平。公司布局的“新江苏市场”次高端发力明显, 潜力巨大; 此外山东、河南是我国人口大省, 巨大的人口基数为消费升级提供了巨大的潜在空间。

图 26: “新江苏市场”人均 GDP (单位: 元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

从竞争环境角度看, 除安徽省, 其他区域均没有强势的本地白酒品牌, 安徽市场的古井贡酒、口子窖和迎驾贡酒主打中端和低端白酒, 次高端稍有布局。洋河强势切入上述区域, 积极布局次高端市场, 同步发展中端产品, 先发优势明显。静态来看, 上述五省市的市场容量高达 1200 亿元, 洋河在各个地区的市占率不足 10%, 发展潜力巨大。未来随着公司品牌、产品、渠道能力逐渐发挥, 公司在“新江苏市场”的市占率有望持续提升, 同时带动其他省份市场布局, 逐步扩大自身成长空间。预计到 2020 年洋河在江苏省内、外收入比例达到 3:7, 省外市场将成为公司未来三年重要的增长引擎。

表 5: “新江苏市场”布局情况

	市场容量 (亿元)	洋河收入 (亿元)	洋河市占率	主要白酒品牌
河南	350	21	6.0%	茅台、泸州老窖、五粮液、古井贡、汾酒、剑南春等
山东	260	17	6.5%	茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等
安徽	250	14	5.6%	古井贡、迎驾贡酒、口子窖、金种子等
浙江	230	9	3.9%	茅台、五粮液、剑南春、泸州老窖、古井贡等
上海	110	2	1.8%	茅台、五粮液、古井贡酒、泸州老窖、剑南春等
合计	1200	63		

数据来源: 微酒, 佳酿网, 酒业家, wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

未来随着公司产品结构持续提升, “新江苏市场”持续扩张, 预计未来公司收入和盈利能力有望持续提升, 预计 2018-2020 年公司白酒销量增速分别为 14.0%、12.5%、11.0%, 均价增速分别为 7%、6%、5%, 预计未来三年毛利率分别为 75.5%/77.0%/78.0% (2018 年明显提高是由于消费税会计处理方式变化引起)。

表 6: 公司 2018-2020 年收入和毛利率预测

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	16052.4	17183.1	19917.9	24159.7	28690.6	33336.4
yoy	9.4%	7.0%	15.9%	21.3%	18.8%	16.2%
营业成本	6115.1	6203.0	6681.1	6293.1	7000.8	7761.4
毛利率	61.9%	63.9%	66.5%	74.0%	75.6%	76.7%
白酒						
收入	15315.8	16499.3	19183.2	23399.6	27904.0	32522.1
yoy		7.7%	16.3%	22.0%	19.3%	16.6%
成本	5629.1	5708.3	6152.3	5732.9	6417.9	7154.9
毛利率	63.2%	65.4%	67.9%	75.5%	77.0%	78.0%
红酒						
收入	333.4	283.4	285.2	288.1	290.9	293.9
yoy		-15.0%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%
成本	112.1	118.8	133.5	135.4	136.7	138.1
毛利率	66.4%	58.1%	53.2%	53.0%	53.0%	53.0%
其他业务						
收入	403.2	400.4	449.6	472.1	495.7	520.4
yoy		-0.7%	12.3%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	373.9	375.9	395.4	424.9	446.1	468.4
毛利率	7.3%	6.1%	12.1%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

结论与评级: 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 5.39 元、6.47 元、7.58 元, 未来三年归母净利润将保持 20%左右的复合增长率。考虑到公司是大众白酒龙头、未来产品结构升级空间较大, 给予公司 2019 年 18 倍估值, 目标价 116.46 元, 上调至“买入”评级。

表 7: 白酒上市公司估值比较

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			总收入			净利润		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
002304.SZ	洋河股份	1409	21	17	14	188	244	287	66	83	100
	最高值	6885	41	22	17	527	754	870	271	346	406
	中位值	583	24	17	14	91	130	156	26	35	44
	平均值	1643	26	18	14	171	246	291	69	90	108
600519.SH	贵州茅台	6885	25	20	17	527	754	870	271	346	406
000858.SZ	五粮液	1932	20	15	12	267	388	465	97	129	158
000568.SZ	泸州老窖	583	23	17	13	91	130	156	26	35	44
600809.SH	山西汾酒	280	30	19	14	48	88	112	9	15	20
000596.SZ	古井贡酒	272	24	16	13	58	87	102	11	17	21
600779.SH	水井坊	138	41	22	16	17	30	41	3	6	9

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

宏观经济下行、市场竞争加剧、省外市场拓展不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19917.94	24159.73	28690.64	33336.45	净利润	6618.79	8128.64	9745.25	11418.20
营业成本	6681.15	6293.15	7000.77	7761.38	折旧与摊销	690.89	717.74	717.74	717.74
营业税金及附加	1151.87	3382.36	4016.69	4667.10	财务费用	-33.91	-18.91	-43.17	-68.53
销售费用	2387.45	2901.58	3445.75	4003.71	资产减值损失	22.87	5.00	5.00	5.00
管理费用	1532.15	1628.37	1841.94	2063.53	经营营运资本变动	-2592.88	-761.34	-2274.24	-2252.93
财务费用	-33.91	-18.91	-43.17	-68.53	其他	2177.41	-805.96	-515.40	-249.64
资产减值损失	22.87	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	6883.17	7265.16	7635.18	9569.83
投资收益	623.95	800.00	500.00	250.00	资本支出	-26.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4134.59	1352.20	500.00	250.00
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-4161.02	1352.20	500.00	250.00
营业利润	8836.47	10818.19	12973.67	15204.26	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.48	20.00	20.00	20.00	长期借款	-0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	8847.95	10838.19	12993.67	15224.26	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2229.17	2709.55	3248.42	3806.07	支付股利	-3164.67	-1325.43	-1625.73	-1949.05
净利润	6618.79	8128.64	9745.25	11418.20	其他	-252.40	18.00	43.17	68.53
少数股东损益	-8.38	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-3417.12	-1307.44	-1582.56	-1880.52
归属母公司股东净利润	6627.17	8128.64	9745.25	11418.20	现金流量净额	-706.67	7309.93	6552.62	7939.31
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1751.45	9061.38	15614.00	23553.32	成长能力				
应收和预付款项	365.04	463.61	535.59	612.16	销售收入增长率	15.92%	21.30%	18.75%	16.19%
存货	12861.50	12114.76	13488.78	14949.16	营业利润增长率	14.35%	22.43%	19.92%	17.19%
其他流动资产	13548.58	15764.12	18720.52	21751.89	净利润增长率	14.02%	22.81%	19.89%	17.17%
长期股权投资	1.98	1.98	1.98	1.98	EBITDA 增长率	12.36%	21.32%	18.51%	16.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8483.99	7982.30	7480.61	6978.91	毛利率	66.46%	73.95%	75.60%	76.72%
无形资产和开发支出	1929.55	1713.61	1497.67	1281.73	三费率	19.51%	18.67%	18.28%	17.99%
其他非流动资产	4316.05	4315.94	4315.83	4315.72	净利率	33.23%	33.65%	33.97%	34.25%
资产总计	43258.14	51417.71	61654.98	73444.89	ROE	22.44%	22.39%	21.94%	21.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.30%	15.81%	15.81%	15.55%
应付和预收款项	7818.67	9502.33	11024.84	12705.79	ROIC	28.10%	32.27%	36.81%	40.04%
长期借款	0.15	0.15	0.15	0.15	EBITDA/销售收入	47.66%	47.67%	47.57%	47.56%
其他负债	5944.46	5618.08	6213.31	6853.13	营运能力				
负债合计	13763.27	15120.55	17238.30	19559.06	总资产周转率	0.49	0.51	0.51	0.49
股本	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99	固定资产周转率	2.46	3.02	3.83	4.77
资本公积	741.70	741.70	741.70	741.70	应收账款周转率	2063.01	2377.47	2210.86	2212.94
留存收益	27265.43	34068.64	42188.16	51657.31	存货周转率	0.53	0.50	0.55	0.55
归属母公司股东权益	29515.04	36317.33	44436.86	53906.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.05%	—	—	—
少数股东权益	-20.17	-20.17	-20.17	-20.17	资本结构				
股东权益合计	29494.87	36297.16	44416.68	53885.83	资产负债率	31.82%	29.41%	27.96%	26.63%
负债和股东权益合计	43258.14	51417.71	61654.98	73444.89	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.12	2.53	2.86	3.16
					速动比率	1.17	1.71	2.06	2.39
					股利支付率	47.75%	16.31%	16.68%	17.07%
					每股指标				
					每股收益	4.40	5.39	6.47	7.58
					每股净资产	19.59	24.10	29.49	35.77
					每股经营现金	4.57	4.82	5.07	6.35
					每股股利	2.10	0.88	1.08	1.29
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	9493.46	11517.01	13648.24	15853.47					
PE	21.73	17.71	14.78	12.61					
PB	4.88	3.96	3.24	2.67					
PS	7.23	5.96	5.02	4.32					
EV/EBITDA	14.53	11.34	9.09	7.32					
股息率	2.20%	0.92%	1.13%	1.35%					

数据来源: Wind, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn