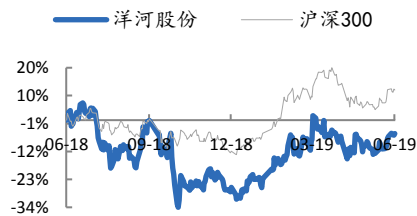


投资评级：增持(首次评级)

 当前价格(元): 121.56
合理价格区间(元): 149~162

证券分析师
张梦甜

 资格编号: S0120518060002
电话: 021-68761616-8610
邮箱: zhangmt@tebon.com.cn

联系人
市场表现


| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|------|-----|------|
| 绝对涨幅 (%) | 3.5 | 3.7 | 2.4 |
| 相对涨幅 (%) | -0.7 | 5.4 | -0.2 |

资料来源: 德邦研究

相关研究

梦之蓝拉升品牌力，省外维持快速扩张

洋河股份(002304)

投资要点:

- **白酒消费升级明显，次高端存在扩容趋势。**我国白酒行业结构较为不均衡，次高端白酒销量占比仅约 1%。受益于人均可支配收入增长，我国白酒主流消费价格带上升加快。预计未来次高端市场将实现量价齐升，规模由 2018 年的 450 亿元提升至 2020 年的 746 亿元；
- **公司治理架构合理，管理能力优异。**公司历史上进行了两次混改，实现了管理层和经销商持股，管理层持股 21.44%，经销商持股 13.75%。公司创造了惊人的成长速度，深层次原因是治理架构合理、激励到位、创新能力强；
- **洋河具备全国化的能力：1) 渠道力是公司核心竞争优势之一，奠定省外扩张基础。**洋河在白酒行业内首创了深度分销的模式，拥有业内人数最多、执行力最强的营销团队，渠道扁平化，对终端的掌控力强，这为其省外扩张提供基础。公司经销商近 9000 家，销售人员多达 5259 人，地推人员超过 3 万名，办事处/分公司 385 家；**2) 产品价格带覆盖广，在省外可以错位竞争。**洋河在 100-700 元主流价格带均有相应的大单品。产品价格带宽，有利于针对不同市场主推不同价格的产品；
- **洋河未来的成长路径清晰：1) 产品结构持续升级。**随着白酒主流消费价格带的不断上移，洋河产品结构实现了持续提升。15 年以来，梦之蓝接替海/天，实现快速放量，收入占比由 13% 迅速提升至 27%，拉动公司整体出厂均价从 6.6 万/吨提升至 11.3 万/吨。2018 年梦之蓝增速高达 50%。2019 年公司继续加码梦之蓝，预计产品结构将呈持续提升趋势；**2) 省外扩张加速。**洋河的省外收入占比持续提升，由 2012 年的 37% 提升至 2018 年的 50%，目标是省内/省外占比达到 3:7。在收入超过 10 亿的省外重点市场河南、山东、安徽、浙江和湖北，市占率分别达 9.1%、6.3%、7.0%、5.5%、3.9%；近两年，洋河在省外市场增速持续超过 20%。2018 年江西市场增速超过 60%。新江苏市场呈强势增长趋势，数量由 2015 年的 297 个迅速增长至 2018 年的 495 个，省外市场扩张潜力大；**3) 省内龙头地位较为稳固，2019 年加强省内市场管理。**2018 年洋河在省内市占率 32.2%，远高于第二位的今世缘 (9.2%)。2019 年，面对省内竞争加剧，进行了四个方面的调整，加强团购渠道投入，省内市场有望恢复平稳增长；
- **盈利预测：首次覆盖，给予“增持”评级。**预计公司 2019-21 年 EPS 分别为 6.24/7.21/8.26，对应 PE 分别为 19.5/16.9/14.9 倍。公司目前 PE (TTM) 处于历史低位，公司成长路径清晰，随着公司梦系列结构升级、省外市场加速扩张、以及省内市场加强调整，我们认为公司的估值将有所提升，合理 PE 为 24-26 倍，对应目标价 149.8-162.2 元/股，首次覆盖，给予公司“增持”评级；
- **风险提示：**宏观经济严重低迷；省内市场竞争加剧；省外扩张不及预期；

股票数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万) | 1,506.99 |
| 流通 A 股(百万) | 1,506.99 |
| 52 周内股价区间(元) | 136.78-84.8 |
| 总市值(百万) | 183,189.46 |
| 总资产(百万) | 49,691.16 |
| 每股净资产(元) | 25.10 |

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 19918 | 24160 | 27179 | 30833 | 34836 |
| (+/-) YoY (%) | 15.9 | 21.3 | 12.5 | 13.4 | 13.0 |
| 净利润(百万元) | 6627 | 8115 | 9375 | 10788 | 12325 |
| (+/-) YoY (%) | 13.7 | 22.5 | 15.5 | 15.1 | 14.2 |
| 全面摊薄 EPS | 4.40 | 5.39 | 6.22 | 7.16 | 8.18 |
| 毛利率 (%) | 66.5 | 73.7 | 74.5 | 74.9 | 75.5 |
| 净资产收益率 | 22.5 | 24.1 | 24.9 | 25.7 | 26.3 |

 资料来源: 公司年报 (2017-2018), 德邦证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

| | |
|---|----|
| 1. 白酒消费升级明显，次高端存在扩容趋势..... | 6 |
| 1.1 次高端白酒市场存在扩容趋势..... | 6 |
| 1.2 次高端白酒竞争加剧，兼具品牌塑造及渠道拓展能力的品牌更有优势..... | 6 |
| 1.3 白酒主流消费价格带上移趋势显著..... | 8 |
| 1.4 白酒行业本轮的周期性减弱..... | 8 |
| 1.4.1 白酒消费结构变化，大众基础更牢固..... | 8 |
| 1.4.2 本轮白酒周期的影响因素有所变化..... | 8 |
| 2. 灵活的治理架构及优秀的管理能力缔造了洋河速度..... | 9 |
| 2.1 洋河发展历程复盘..... | 9 |
| 2.2 洋河的公司治理架构良好，激励到位..... | 10 |
| 2.2.1 两次混改，激发公司活力..... | 10 |
| 2.2.2 洋河股份的股权结构灵活..... | 10 |
| 2.2.3 管理层激励到位..... | 11 |
| 2.2.4 洋河的经营效率行业领先..... | 12 |
| 2.2.5 洋河品牌力强..... | 12 |
| 3. 渠道力是洋河核心竞争力之一..... | 12 |
| 3.1 首创深度分销模式..... | 13 |
| 3.2 对渠道终端的掌控力强..... | 13 |
| 4. 洋河具备全国化的能力，省外市场潜力大..... | 14 |
| 4.1 洋河全国化扩张加速..... | 14 |
| 4.2 产品价格跨度广，奠定省外扩张基础..... | 15 |
| 4.2.1 产品定位清晰，主流价格带全覆盖..... | 15 |
| 4.3 洋河全国化初显成效，省外市场潜力大..... | 16 |
| 4.3.1 洋河省外扩张初显成效..... | 16 |
| 4.3.2 洋河在河南市场位居第二..... | 16 |
| 4.3.3 洋河在安徽市场错层竞争，以梦之蓝为主..... | 17 |
| 4.3.4 洋河在山东市场位居第二..... | 18 |
| 4.3.5 湖北市场 100-300 元价位带扩容较快，洋河表现突出..... | 19 |
| 4.3.6 洋河在浙江市场位居第三..... | 19 |
| 4.3.7 省外市场与江苏市场对比仍有较大空间..... | 20 |

| | | |
|-------|---------------------------|----|
| 4.3.8 | 新江苏市场将持续贡献增量 | 20 |
| 5. | 产品系列化，结构持续升级 | 21 |
| 6. | 洋河强化省内市场，有望回归良性增长 | 23 |
| 6.1 | 省内核心产品多次提价，致力改善渠道利润 | 24 |
| 6.2 | 营销组织架构变革，加强团购渠道投入 | 24 |
| 7. | 盈利预测及估值 | 25 |
| 7.1 | 收入预测 | 25 |
| 8. | 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1 高端白酒价格回升为次高端提价提供了空间 | 6 |
| 图 2 全国次高端白酒竞争格局 | 7 |
| 图 3 洋河是江苏省次高端白酒的绝对龙头 | 7 |
| 图 4 全国城镇居民人均可支配收入上升（元） | 8 |
| 图 5 江苏省白酒主流消费价格带呈持续提升趋势（元） | 8 |
| 图 6 白酒消费群体结构发生变化 | 8 |
| 图 7 白酒上市公司收入增速与固定资产投资完成额增速相关性 | 9 |
| 图 8 白酒上市公司收入增速与城镇居民人均可支配收入增速相关性 | 9 |
| 图 9 洋河股份发展历程 | 10 |
| 图 10 洋河股份股权结构 | 11 |
| 图 11 洋河近五年平均 ROE 水平处于行业第二位 | 12 |
| 图 12 洋河近五年平均净利率水平处于行业第二位 | 12 |
| 图 13 洋河销售人员数量远高于其他酒企 | 14 |
| 图 14 洋河销售人员数量逐年增加 | 14 |
| 图 15 白酒上市公司省外收入及占比情况（%） | 14 |
| 图 16 洋河省外扩张加速（亿元/%） | 14 |
| 图 17 洋河按地区划分收入构成（%） | 15 |
| 图 18 河南白酒市场竞争格局 | 17 |
| 图 19 河南白酒市场 200 元价格竞争格局 | 17 |
| 图 20 洋河在河南市场销售额规模（亿元） | 17 |
| 图 21 安徽白酒市场竞争格局 | 18 |
| 图 22 山东白酒市场竞争格局 | 19 |
| 图 23 山东次高端白酒市场份额 | 19 |
| 图 24 浙江省白酒市场竞争格局 | 20 |
| 图 25 洋河在省内根基牢固 | 20 |
| 图 26 洋河是省内次高端白酒绝对龙头 | 20 |
| 图 27 洋河新江苏市场数量 | 21 |
| 图 28 洋河成功打造了蓝色经典系列 | 22 |
| 图 29 海之蓝面世初期便取得高速发展 | 22 |
| 图 30 海之蓝在行业调整期仍然保持稳定增长（亿元/%） | 22 |
| 图 31 2008-12 年天之蓝高速增长（亿元/%） | 22 |

| | |
|---|----|
| 图 32 2015-17 年梦之蓝接力天之蓝实现快速增长 (亿元/%) | 22 |
| 图 33 洋河蓝色经典系列收入占比呈提升趋势 | 23 |
| 图 34 洋河蓝色经典系列结构持续升级 (%) | 23 |
| 图 35 洋河与国缘核心产品经销商利润对标 | 24 |
| 图 36 洋河 2018 年中秋提价后终端价格涨幅 | 24 |
| 图 37 洋河股价及估值走势 | 26 |
| 图 38 洋河股份 PE Band | 26 |
| 图 39 洋河股份 PB Band | 26 |
| 图 40 各版块白酒上市公司 PE (TTM) 情况 | 27 |
| 图 41 年初至今洋河估值受到压制 | 28 |
| 图 42 洋河近几年股价相对滞涨 | 28 |
| | |
| 表 1 全国次高档白酒情况 | 7 |
| 表 2 洋河管理层持股及薪酬情况 | 11 |
| 表 3 名酒品牌获奖情况 | 12 |
| 表 4 深度分销模式与传统大经销商模式对标 | 13 |
| 表 5 洋河产品实现主流价格带全覆盖 | 15 |
| 表 6 洋河在安徽省与地产酒形成错位竞争 | 16 |
| 表 7 洋河主要市场情况 | 16 |
| 表 8 安徽白酒市场各价格带情况 | 18 |
| 表 9 山东白酒市场价格带品牌分布 | 18 |
| 表 10 洋河近年产品提价一览 | 24 |
| 表 11 洋河股份收入预测 | 25 |
| 表 12 白酒上市公司估值对标 | 27 |

1.白酒消费升级明显，次高端存在扩容趋势

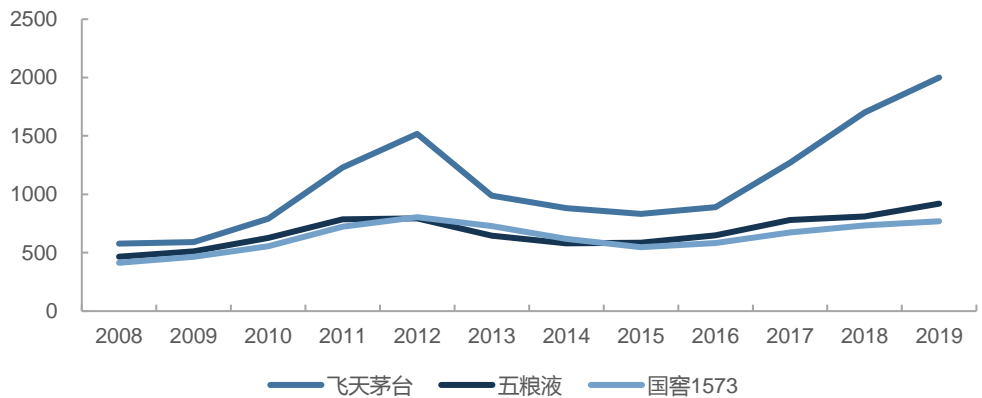
1.1次高端白酒市场存在扩容趋势

我国白酒销量结构较为不均衡，次高端占比将呈提升趋势。2018年，次高端白酒（300-600元）市场规模约450亿元，在白酒行业中收入规模占比8.3%。预计未来次高端市场将实现量价齐升，至2020年市场规模将达到746亿元，在白酒行业中占比近10%。我国白酒行业结构较为不均衡，高端白酒销量占比仅0.5%，次高端白酒销量占比仅约1%，而低端白酒销量占比约90%。随着消费者人均收入的逐渐提升，预计会有更多消费者升级至次高端及高端白酒行列，次高端白酒销量将呈提升趋势。

上一轮白酒深度调整期，次高端白酒规模被压缩。2012年，白酒行业由于受到经济下行以及三公消费的冲击，需求出现断崖式下跌，高端白酒尤其严重。随着高端白酒纷纷降价销售，次高端白酒品牌也随之将价格下调至300-600元价格区间，次高端白酒收入规模在2012年被压缩。

高端白酒价格坚挺，为次高端白酒提供了空间。2015年，白酒消费需求在深度压抑后出现复苏，随着大众消费逐渐取代政务消费，高端白酒品牌纷纷提高了出厂价。2016年起，高端白酒的一批价及零售价出现回升，为次高端白酒品牌提价提供了充足的空间。目前，高端白酒价格坚挺，茅台批价超过2000元/瓶，五粮液批价上升至920元/瓶左右。

图1 高端白酒价格回升为次高端提价提供了空间

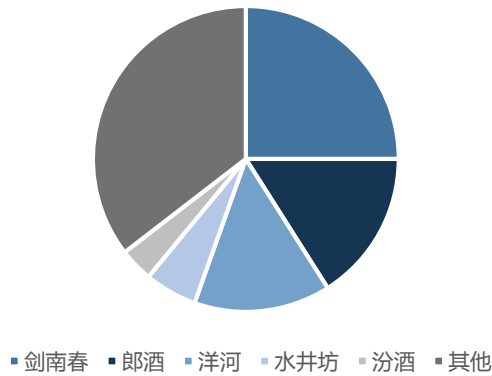


资料来源：德邦研究

1.2次高端白酒竞争加剧，兼具品牌塑造及渠道拓展能力的品牌更有优势

现阶段次高端市场尚未形成类似于高端白酒市场的稳固格局，具备渠道拓展能力及营销能力的品牌更具优势。市场参与者包括剑南春、洋河梦之蓝、郎酒、水井坊、汾酒等10家企业。目前剑南春是次高端龙头，市场份额为25%。剑南春有强大的品牌力和产品力，曾经与茅台和五粮液齐名，但是剑南春的管理与营销相对薄弱，相对其他竞争者的优势一直被不断缩小。而洋河借力天之蓝、梦之蓝不断提升在全国次高端的市场份额，2018年底达14%。

图 2 全国次高端白酒竞争格局



资料来源：德邦研究

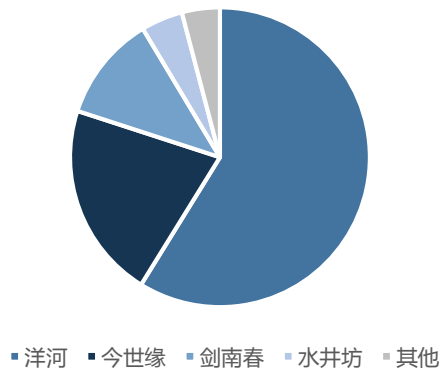
表 1 全国次高档白酒情况

| 品牌 | 次高端品牌 | 渠道模式 | 定位 | 次高端产品占比 | 优劣势 | 主要销售区域 |
|------|-----------|--------------|----|---------|------------------|-------------------------|
| 剑南春 | 水晶剑 | 大商模式 | 浓香 | 约 70% | 品牌强，但管理弱 | 全国 |
| 洋河股份 | 梦之蓝 | 深度分销 | 浓香 | 约 20% | 管理高效、营销强，但品牌力相对弱 | 苏为主，重点打造豫、皖、浙、沪和鲁等新江苏市场 |
| 郎酒 | 红花郎、青花郎 | 会销+联盟商 | 酱香 | 约 28% | 酱香次高端 | 全国 |
| 水井坊 | 臻酿八号/井台装 | 新总代模式（大商+小商） | 浓香 | 约 85% | 民营外资管理 | 以川为主、重点在豫、赣、粤、湘 |
| 汾酒 | 青花系列 | 大商模式 | 清香 | 约 20% | 清香次高端 | 晋为主，重点拓展环山西区域 |
| 舍得 | 品味舍得、智慧舍得 | 深度分销 | 浓香 | 约 41% | 规模较小 | 全国渠道运作基本成熟 |

资料来源：德邦研究

江苏省内次高端白酒规模约 85 亿元，占江苏省白酒市场的比例约 24%，次高端占比高于全国平均水平。洋河在江苏省内次高端市场份额占住绝对垄断地位，占比高达 59%，今世缘次高端产品位居第二，市占率 21%。

图 3 洋河是江苏省次高端白酒的绝对龙头



资料来源：德邦研究

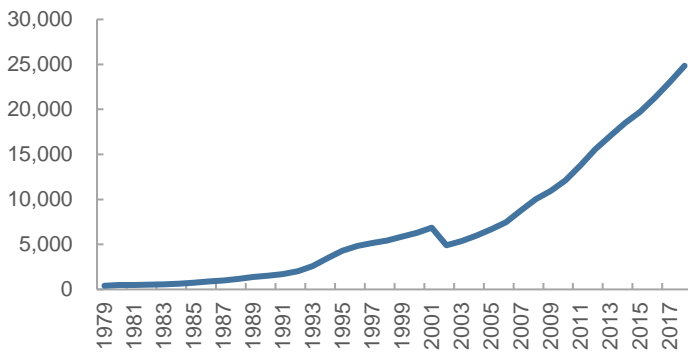
1.3 白酒主流消费价格带上移趋势显著

受益于人均可支配收入增长，消费升级趋势明显，我国白酒主流消费价格带上升加快，上升周期缩短。

江苏省目前的白酒主流消费价格带正由 300 元向 400 元升级。省内的宴席市场升级更为领先，价格带由 400 元向 600 元升级。洋河的梦之蓝梦 3、梦 6 产品最为受益。

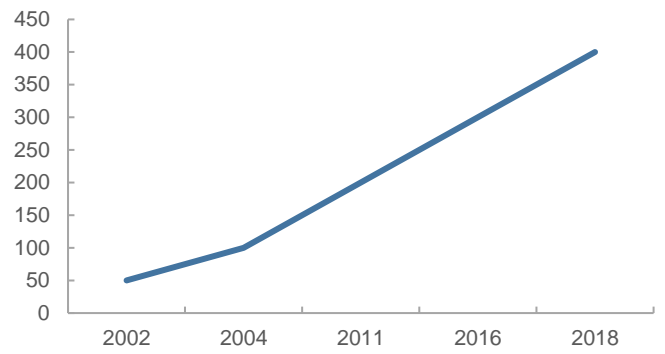
安徽省白酒主流消费价格带已经由 100 元上升至 200 元，预计未来 5 年将加速向 300-400 元价格带培育。

图 4 全国城镇居民人均可支配收入上升（元）



资料来源：德邦研究

图 5 江苏省白酒主流消费价格带呈持续提升趋势（元）



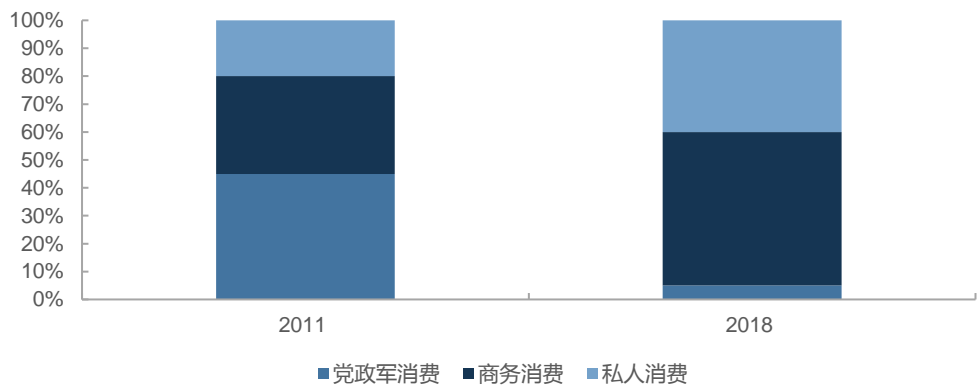
资料来源：德邦研究

1.4 白酒行业本轮的周期性减弱

1.4.1 白酒消费结构变化，大众基础更牢固

大众消费占比提升，抗风险能力增强。2012 年前，白酒消费结构中，政务消费占比较高，达 45%。2012 年，三公消费受限后，白酒消费需求出现断崖式下跌，2012-15 年，个人消费及商务消费逐渐取代政务消费。2018 年，个人消费占比提升至 40%，商务消费占比提升至 55%。

图 6 白酒消费群体结构发生变化



资料来源：德邦研究

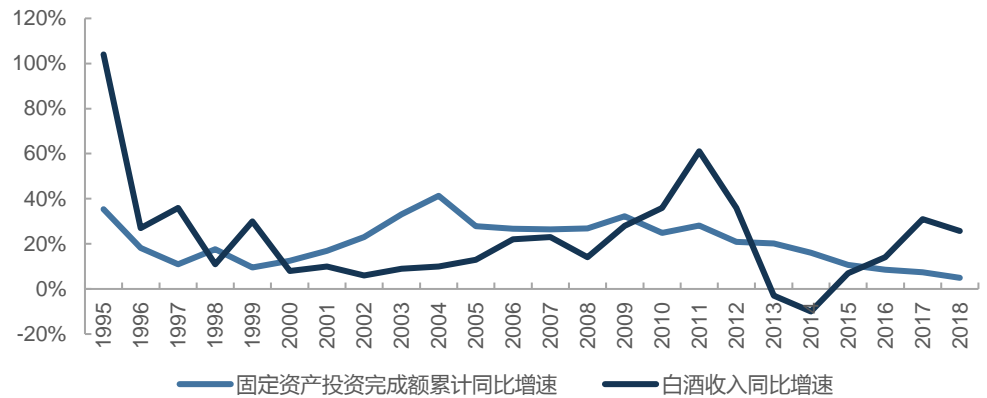
1.4.2 本轮白酒周期的影响因素有所变化

本轮白酒周期的影响因素有所变化。2015 年，白酒开启了新一轮的景气周期。2015-

2018年，白酒收入增速与GDP增速及固定资产投资完成额增速的相关性减弱，而与城镇居民可支配收入及PMI的相关性加大，这是由于2015年开始的白酒周期更大程度上与12年后白酒消费需求受到极大压抑后的反弹（大众消费逐渐替代了部分政务消费）、行业渠道库存降低、以及消费升级背景下人均可支配收入的增长有关。

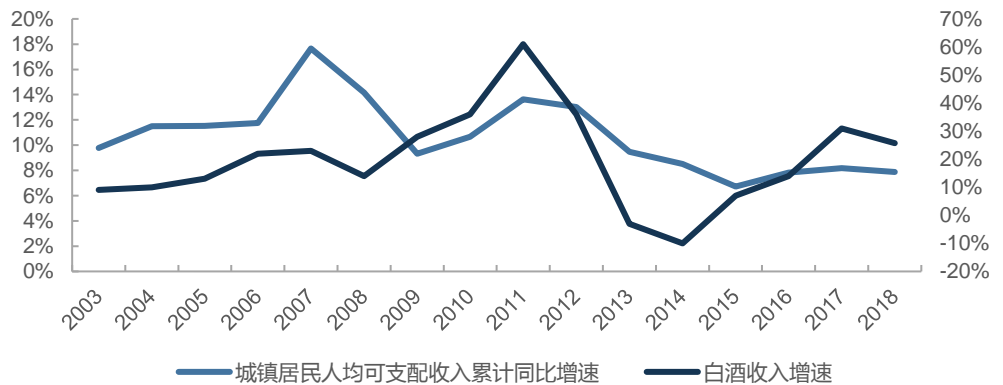
厂商及经销商更加理性。在经历了2012-15年行业深度调整期后，白酒厂商及经销商都更加理性，加之大众消费占比逐步提升，再出现需求断崖式下跌及渠道较严重库存泡沫的概率较小。

图7 白酒上市公司收入增速与固定资产投资完成额增速相关性



资料来源：德邦研究

图8 白酒上市公司收入增速与城镇居民人均可支配收入增速相关性



资料来源：德邦研究

2.灵活的治理架构及优秀的管理能力缔造了洋河速度

2.1洋河发展历程复盘

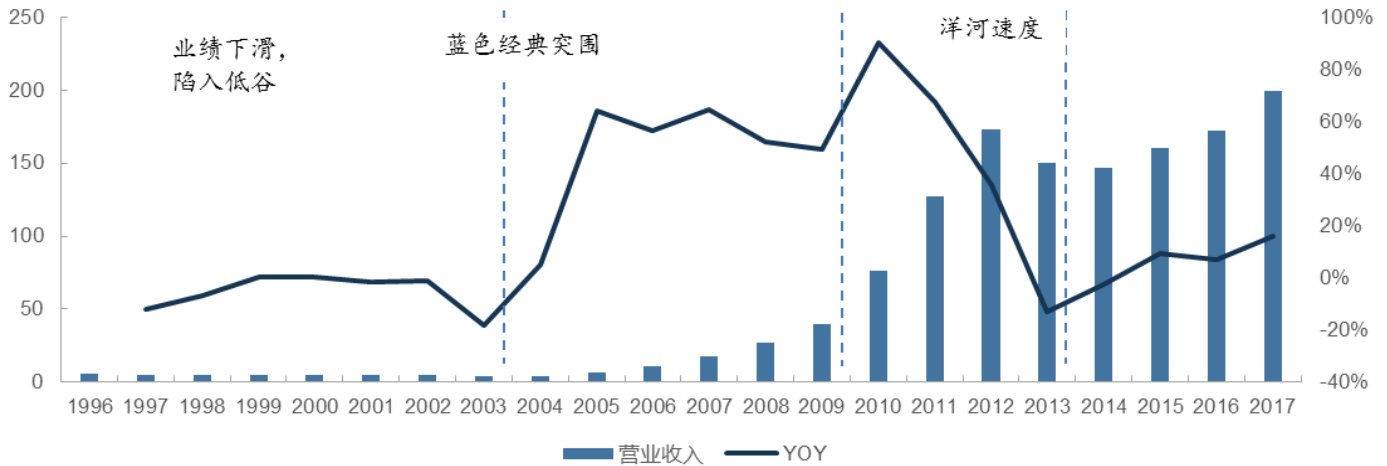
2003年前（低谷期）：1949年成立国营洋河酒厂。在低谷期公司出现了产品繁乱、中低档产品占比高、竞争能力下降等问题。

2003-2012年（黄金十年）：进行了两次改制，推出了蓝色经典系列，创新了渠道模式。期间收入复合增速高达52%，股价随着业绩的迅速提升而取得了较好的涨幅。

2012-2015年（调整期）：理清了渠道库存、经销商利润，梦之蓝增长加速。

2016-至今（新一轮发展期）：梦之蓝实现放量增长，开启新一轮全国化；渠道方面，一方面夯实省内基础，一方面重点开拓省外，省外占比逐步超过50%。

图9 洋河股份发展历程



资料来源：德邦研究

2.2 洋河的公司治理架构良好，激励到位

2.2.1 两次混改，激发公司活力

洋河股份具备合理的股权及治理结构。洋河成功抓住了白酒行业发展的黄金十年，在 2002-2006 年，进行了两次混改，第一次引入了战投，第二次进行了管理层持股。目前，管理层和经销商在公司都持有一定的股份，与公司的利益相互绑定。

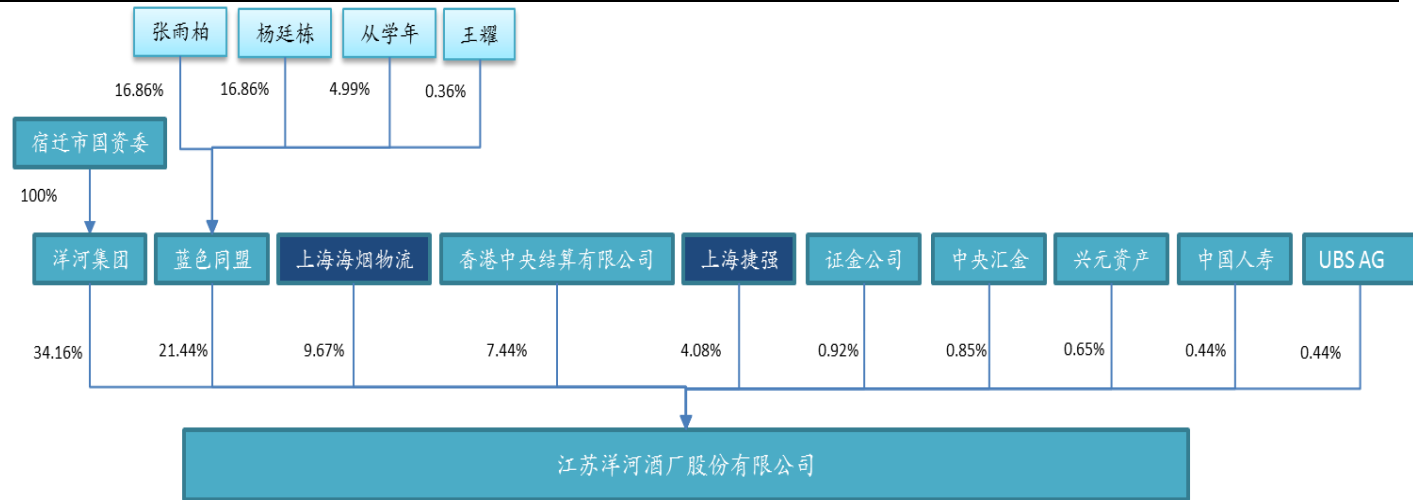
第一次改制（2002 年）：股权改制、引入投资人，解决了国有独资、体制僵硬的问题。洋河集团作为第一发起人，拿出洋河酒厂这一优质资产，联合 7 家法人股东、及董事长、总经理等 14 名自然人（其中包括杨廷栋、张雨柏、陈宗敬、高学飞、冯攀台、朱广生、钟玉叶、周新虎、从学年等人）完成股份制改造，公司从国有独资变为国有控股，洋河集团持股 51.1%。

第二次改制（2006 年）：进行管理层、核心技术员工持股，解决了内部激励问题。实施增资扩股，向管理层控制下的蓝天贸易和蓝海贸易定增 2200 万股，改制完成时，高管及核心技术人员持股达到 30.80%，国资控股比例进一步下降至 38.61%。

2.2.2 洋河股份的股权结构灵活

根据公司披露的最新持股情况，公司实际控制人为宿迁市国资委，持股比例 34.16%；蓝色同盟为管理层持股平台，持有上市公司的股权比例为 21.44%；上海海烟及上海捷强为公司的经销商，合计持股 13.75%。

图 10 洋河股份股权结构



资料来源：德邦研究

2.2.3 管理层激励到位

公司董事长、总裁、董秘等大多数高管持有公司股票，持股比例高于同行业公司，较为充分的激励制度绑定了管理者与公司的利益，增强了团队的稳定性。

表 2 洋河管理层持股及薪酬情况

| 姓名 | 职务 | 持有蓝色同盟股比 | 间接持有洋河股比 | 直接持有洋河股比 | 薪酬（百万元） |
|--------|-----------------------|----------|----------|----------|---------|
| 1 张雨柏 | 现任苏酒集团董事局主席，原洋河股份董事长 | 16.86% | 3.61% | - | - |
| 2 杨廷栋 | 原洋河集团党委书记、董事长 | 16.86% | 3.61% | - | - |
| 3 王耀 | 现任洋河股份董事长 | - | - | 0.002% | 1.43 |
| 4 钟雨 | 现任洋河股份副董事长、总裁 | - | - | - | 1.46 |
| 5 丛学年 | 现任洋河股份副总裁、董事会秘书、财务负责人 | 4.99% | 1.07% | 0.18% | 1.09 |
| 6 周新虎 | 现任副总裁、总工程师、董事 | 1.40% | 0.30% | 0.19% | 1.09 |
| 7 钟玉叶 | 原董事、执行总裁 | 4.10% | 0.88% | - | 1.07 |
| 8 冯攀台 | 现任监事会主席 | 4.10% | 0.88% | 0.38% | - |
| 9 林青 | 现任副总裁 | - | - | - | 1.02 |
| 10 郑步军 | 现任副总裁 | - | - | 0.003% | 1.07 |
| 11 朱伟 | 现任副总裁 | 0.36% | 0.08% | - | 1.09 |
| 12 高学飞 | 原职工监事 | 4.09% | 0.88% | - | - |
| 13 王述荣 | 原副总裁 | 4.09% | 0.88% | - | - |
| 14 朱广生 | 原副总裁 | 4.09% | 0.88% | - | - |
| 15 陈太清 | 监事 | 0.91% | 0.20% | - | - |
| 16 李维民 | 原副总裁 | 0.91% | 0.20% | - | - |
| 17 合计 | | 62.76% | 13.46% | 0.75% | - |

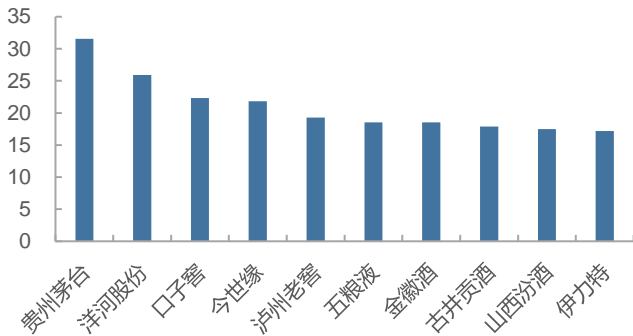
资料来源：公司年报，天眼查，德邦研究

2.2.4 洋河的经营效率行业领先

基于合理的股权结构及激励机制，洋河的经营管理效率在行业内处于领先地位。近五年，平均 ROE 及平均净利率位居行业第二位。

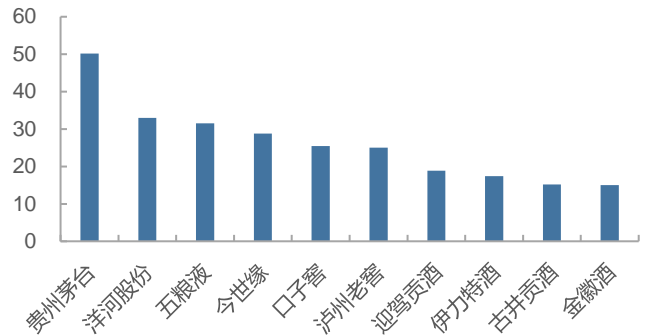
体制改革充分激发了经营活力。公司在经历了两次体制改革后，经营活力被充分激发，盈利能力明显提升。2004-08 年，公司净利率由 3.6% 提升至 27.7%。

图 11 洋河近五年平均 ROE 水平处于行业第二位



资料来源：德邦研究

图 12 洋河近五年平均净利率水平处于行业第二位



资料来源：德邦研究

2.2.5 洋河品牌力强

洋河的历史悠久。洋河酿酒起源于隋唐，兴盛于明清。公司是江苏“三沟一河”四大品牌的龙头。洋河股份公司是中国白酒行业唯一拥有洋河、双沟两个中华老字号，唯一拥有洋河、双沟、蓝色经典、珍宝坊、梦之蓝、苏酒等六个驰名商标的企业。

洋河大曲是我国老八大名酒之一。1979 年，在第三届全国评酒会上，洋河大曲被评为全国八大名酒之列。

表 3 名酒品牌获奖情况

| 届数 | 年份 | 获奖品牌 |
|-----|------|--|
| 第一届 | 1952 | 茅台、汾酒、泸州大曲、西凤酒 |
| 第二届 | 1963 | 五粮液、汾酒、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台、西凤酒 |
| 第三届 | 1979 | 茅台、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 | 1984 | 茅台、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、泸州老窖特曲、西凤酒。全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒 |
| 第五届 | 1989 | 茅台、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、郎酒、武陵酒、宝丰酒、沱牌曲酒、宋河粮液 |

资料来源：德邦研究

3. 渠道力是洋河核心竞争力之一

渠道及营销管理是洋河最核心的竞争力之一，洋河在白酒行业内首创了深度分销的模式，拥有业内人数最多、执行力最强的营销团队，成功实现了渠道扁平化，对终端的掌控力强，为省外扩张提供了基础。

3.1 首创深度分销模式

洋河为首个引入快消品理念去管理销售渠道的白酒企业，打破了酒企传统的大经销商制，创新性地采用了厂商“1+1”的深度分销的模式。“1+1”模式让洋河实现了渠道的扁平化，规避了经销商操作市场的弊端，增强了企业掌控市场的能力，改变了以往经销商主导的厂商合作方式。

传统的大经销商模式主要由经销商去做市场，厂家只对经销商进行战略指导，配置少量人员，市场推广费用也主要由经销商承担；洋河的深度分销模式转变为由厂家主导做市场，承担市场的开发、维护、推广、消费者教育，经销商主要起到配合的作用。

传统的大经销商模式下，出厂价和批价的空间较大，但市场开拓费用需要经销商自行承担；洋河的深度分销模式出厂价和批价的价差较小，毛利空间相对小些，但市场开拓费用由厂商承担。

表 4 深度分销模式与传统大经销商模式对标

| | 洋河“1+1”模式 | 传统大经销商模式 |
|---------|--|--|
| 模式简介 | 厂家主导，厂家派驻业务代表入驻经销商，甚至是在经销商的主导市场设立办事处。厂家的分公司或办事处直接做市场，承担市场开发、维护、品牌推广和消费者教育等工作，经销商主要起配合作用。 | 厂家只对经销商规定销售区域和指导性战略，配置少量人员。经销商全权负责区域的运营工作。 |
| 厂商分工 | 厂家负责开拓市场，解决经销商的市场问题；经销商主要负责物流和资金周转，起到仓储和配送的作用。 | 经销商投入经费进行市场开拓和运作。 |
| 经销商利润空间 | 产品价差较小，毛利空间不大。 | 出厂价和批价空间较大，但开拓市场的经费需自己承担。 |
| 终端掌控力度 | 直接掌控终端 | 不直接掌控终端 |
| 优势 | 厂家对终端的掌控力强，便于管理，窜货较少，对经销商依赖较弱 | 充分利用经销商的资金、人脉、渠道资源，实现低成本快速扩张 |
| 劣势 | 厂家承担市场费用投放，销售费用高 | 厂家对终端掌控力弱，对市场反应缺乏敏感度 |

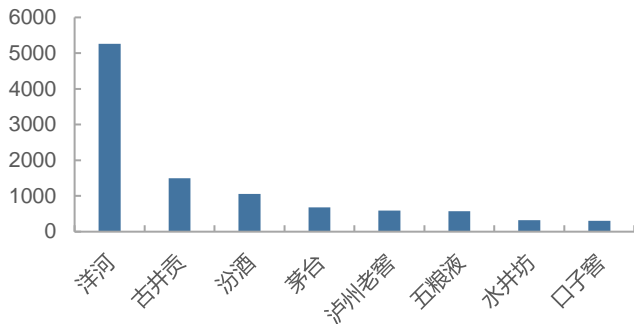
资料来源：德邦研究

3.2 对渠道终端的掌控力强

洋河的深度分销模式最大的优势在于加强了厂家对终端的掌控力，对经销商的依赖减弱，便于管控价格及窜货。受益于渠道的深度分销模式，洋河的全国化扩张取得了显著的成效。

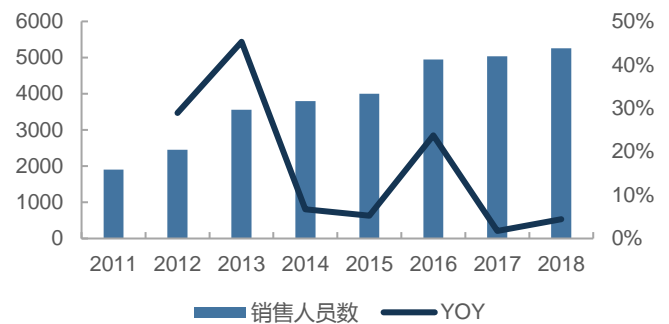
由于深度分销模式的需要，洋河的销售人员数量远高于水井坊、汾酒等次高端品牌，且呈现逐年增加的趋势。截至 2018 年，公司销售人员达 5259 人，6 年间销售人员数量增加了 3000 余人，地推人员超过 3 万名，较多的销售人员数量保障了公司省内外的渠道拓展及深耕。公司经销商近 9000 家，办事处/分公司 385 家。

图 13 洋河销售人员数量远高于其他酒企



资料来源：德邦研究

图 14 洋河销售人员数量逐年增加



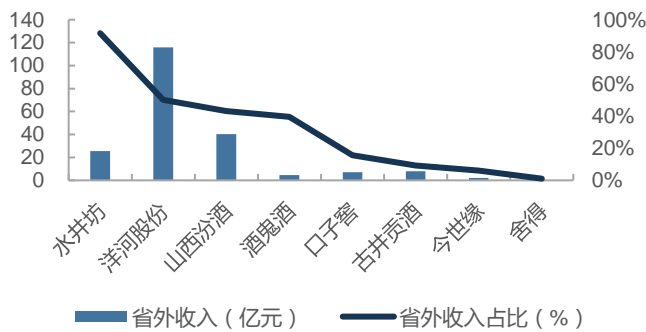
资料来源：2011-18 年年报，德邦研究

4. 洋河具备全国化的能力，省外市场潜力大

4.1 洋河全国化扩张加速

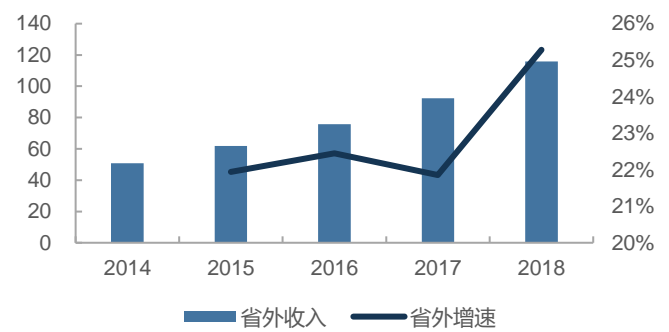
在次高端及中高端白酒品牌中，洋河省外收入规模最高，省外收入占比仅次于水井坊，呈持续快速扩张趋势。近几年省外收入增速维持在 22% 以上，2018 年省外收入增速达 25%，显著快于省内市场。洋河的省外收入占比已由 2012 年的 37% 提升至 2018 年的 50%。

图 15 白酒上市公司省外收入及占比情况 (%)



资料来源：德邦研究

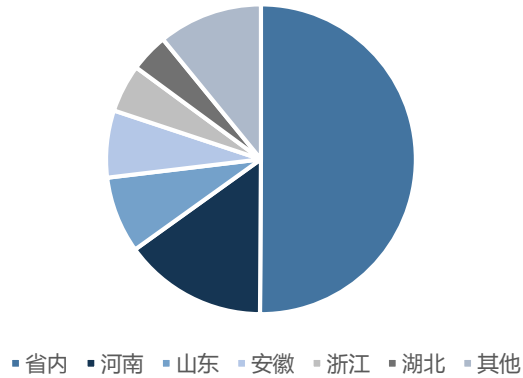
图 16 洋河省外扩张加速 (亿元/%)



资料来源：德邦研究

公司规划在省内市场占比会逐步降低，目标是省内/省外占比达到 3:7。梦系列近几年增速很快，拉动省外占比持续提升，公司计划借助梦之蓝的高速发展，加快推进全国化进程。

图 17 洋河按地区划分收入构成 (%)



资料来源：德邦研究

4.2 产品价格跨度广，奠定省外扩张基础

4.2.1 产品定位清晰，主流价格带全覆盖

主流价格带全覆盖，灵活性高。洋河的产品线涵盖各个价格带，价格层次清晰，市场覆盖面全。目前在 100/300/500/700 元关键价格段分别有海、天、梦 3、梦 6 等大单品卡位，千元以上价格带布局有梦 9 和手工班高端产品。洋河的产品涵盖了中高端、次高端及高端，在中高端及次高端价格带均有大单品。

表 5 洋河产品实现主流价格带全覆盖

| 产品价格带 | 洋河系列 | 双沟系列 |
|-----------|---------------------|----------------|
| 100 元以下 | 洋河大曲蓝瓷/青瓷、洋河美人、洋河敦煌 | 双沟大曲蓝宝石/金樽/红宝石 |
| 100-300 元 | 海之蓝、天之蓝 | 珍宝坊君坊 |
| 300-600 元 | 梦之蓝 M3 | 苏酒地锦、珍宝坊圣坊 |
| 600-900 元 | 梦之蓝 M6 | 珍宝坊帝坊 |
| 1000 元以上 | 梦之蓝 M9、手工班 | 绵柔绿苏 |

资料来源：德邦研究

洋河产品价格带宽，有利于推进全国化扩张。一方面公司可以根据不同市场的消费水平主推不同的产品，实行错层竞争；徽酒本地品牌在 100-300 元的价格带表现较为强势，而洋河在安徽以 300 元以上的次高端产品梦之蓝为主。2018 年，洋河梦之蓝在安徽市场的增幅超过 200%。另一方面洋河产品的精准定位也有效避开了与地产酒价格带的正面冲突。海之蓝（138 元）定位于口子窖 5 年（108 元）和五粮醇（158 元）之间，在省外扩张中，避免了与强势地产酒以及高端品牌的中高端产品的直面竞争。

洋河在 100-600 元价格带有多个大单品，抗风险能力相较于其他主力产品集中在某一个价格带的名酒而言更强。

表 6 洋河在安徽省与地产酒形成错位竞争

| 价格 | 古井贡酒 | 口子窖 | 洋河蓝色经典 |
|-----------|-------------|------------|--------|
| 600 元以上 | 古 26 | 口子 30 年 | 梦之蓝 |
| 500-600 元 | 古 20 | 口子 20 年 | 梦之蓝 |
| 300-400 元 | 古 8/古 16 | 口子 10 年 | 天之蓝 |
| 200-300 元 | | 小池窖 10 年 | 天之蓝 |
| 100-200 元 | 古 5/年份原浆献礼版 | 口子 5 年/6 年 | 海之蓝 |
| 80-100 元 | 淡雅青花 | 口子美酒 | |

资料来源：德邦研究

4.3 洋河全国化初显成效，省外市场潜力大

4.3.1 洋河省外扩张初显成效

洋河现有 6 个重点省外市场收入过 10 亿。洋河省外有 30 多个销售区域，省内划分为 6 个大区。公司在省外扩张的路上，集中资源重点建设符合条件的样本市场，成功打造了包括河南、山东、安徽、浙江和湖北等在内的重点市场，销售收入分别达 36 亿、25 亿、18 亿、11 亿和 11 亿元。目前，洋河在河南、山东、安徽、浙江和湖北市场市占率分别达 9.1%、6.3%、7.0%、5.5%、3.9%。此外，在江西、河北、福建、广东等市场表现也很好，有潜力冲刺 10 亿规模。2018 年江西市场规模近 10 亿元，增速在 60% 以上。

洋河省外市场增速及产品结构优于省内。2018 年，山东市场增速高达 40%；安徽市场增速超过 30%；河南市场增速约 20-25%；江西市场增速超过 60%；浙江市场增速 30%-40%。洋河在华东、华中、华南的优势明显。洋河的省外市场主要以中高端产品为主。

预计洋河省外收入占比将持续提升。从渠道及经销商来看，全国共 23 个大区，385 个公司办事处，看好公司省外新江苏市场的深入推进，预计省外占比将进一步提升。

表 7 洋河主要市场情况

| 地区 | 人口 (万人) | 人均 GDP (万元) | 白酒市场规模 | 洋河收入 | 洋河市场份额 |
|----|---------|-------------|--------|------|--------|
| 江苏 | 7865 | 11.52 | 360 | 116 | 32.2% |
| 河南 | 9402 | 5.02 | 400 | 36 | 9.1% |
| 山东 | 9579 | 7.63 | 400 | 25 | 6.3% |
| 安徽 | 5950 | 4.77 | 250 | 18 | 7.0% |
| 浙江 | 5442 | 9.86 | 200 | 11 | 5.5% |
| 湖北 | 5723 | 6.66 | 280 | 11 | 3.9% |

资料来源：德邦研究

4.3.2 洋河在河南市场位居第二

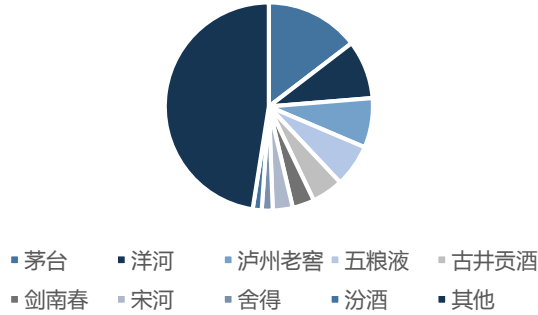
河南白酒市场规模达 400 亿元，人均 GDP 达 5.02 万元，受益于消费升级，白酒市场主流价格带正处在由 100 元向 300 元逐步提升的趋势中。

河南白酒市场较为开放，竞争格局分散。当地地产酒体量小、数量多，价格多处于 200 元以下的价格带，总体处于弱势地位，品牌包括宋河、杜康、仰韶等。200 元以上的价格带主要由省外的白酒品牌所分割。河南地产酒未能抓住消费升级机遇进行品牌及产品的升级，导致省内白酒企业规模较小。

河南市场年销售额超过 10 亿的品牌主要有茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、古井

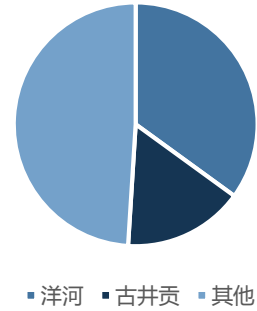
贡及剑南春。市场份额前三名分别是茅台、洋河和泸州老窖，市场份额分别达14.6%、8.3%和7.7%。省内主要品牌宋河，杜康等，规模都不超过15亿元。

图 18 河南白酒市场竞争格局



资料来源：渠道调研，德邦研究

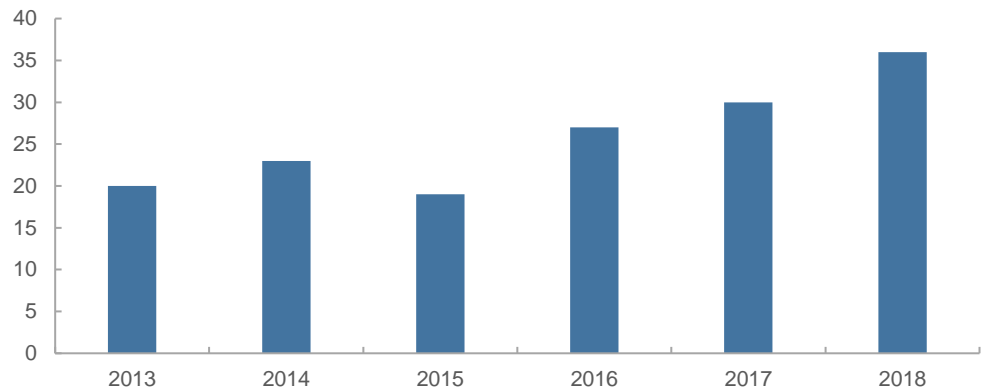
图 19 河南白酒市场 200 元价格竞争格局



资料来源：渠道调研，德邦研究

洋河在河南省内收入规模位居第二位，约 36 亿元，市场份额 9.1%。洋河在河南采用深度分销体系，深耕当地市场。在整个河南市场的地勤人员超过了 600 人。在商丘、郑州、许昌、洛阳等地收入规模均超过 2 亿元。

图 20 洋河在河南市场销售额规模（亿元）



资料来源：渠道调研，德邦研究

4.3.3 洋河在安徽市场错层竞争，以梦之蓝为主

安徽的白酒市场规模约 250 亿元，人均 GDP 达 4.77 万元，省内白酒主流消费价格带正处于由 100 元左右向 200 元以上价格带提升趋势。

安徽是白酒行业营销模式创新的发源地，省内白酒市场竞争激烈，主要以当地地产酒品牌为主。徽酒本地品牌在 100-300 元的价格带表现较为强势，而洋河在安徽以 300 元以上的次高端产品梦之蓝为主，2018 年，洋河梦之蓝在安徽市场的增幅超过 200%。安徽的高端白酒市场以茅台、五粮液为主，次高端白酒以剑南春、洋河梦之蓝为主，中端以古井原浆系列和口子窖 5/6 年为主。一方面省内地产酒品牌力强，有古井贡、口子窖等中高端品牌。另一方面省内白酒品牌规模已经占住绝对龙头位置，对营销和渠道的管控力强。

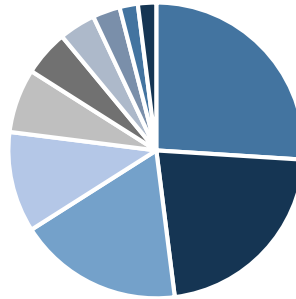
表 8 安徽白酒市场各价格带情况

| 白酒品牌 | |
|-----------|----------------------------|
| 100 元以内 | 古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子酒、宣酒、高炉家等 |
| 100-300 元 | 古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒等 |
| 300-500 元 | 洋河、口子窖、古井贡酒等 |
| 500 元以上 | 洋河、茅台、五粮液等 |

资料来源：德邦研究

洋河在安徽省内销售规模 18 亿元，位居第五位，市占率达 7.0%。洋河在次高端价格带品牌力强于安徽省内白酒品牌，在该价格段内具备一定竞争优势。洋河的次高端价位带产品占安徽省内次高端的份额高达 20%。

图 21 安徽白酒市场竞争格局



■ 古井贡酒 ■ 口子窖 ■ 迎驾贡酒 ■ 金种子酒 ■ 洋河 ■ 皖酒 ■ 宣酒 ■ 茅台 ■ 五粮液 ■ 其他

资料来源：渠道调研，德邦研究

4.3.4 洋河在山东市场位居第二

山东白酒市场规模约 400 亿元，人均 GDP 达 7.63 万元，省内白酒主流消费价格带在 100 元左右。

山东白酒市场竞争格局特点与河南相似，省内无强势地产酒品牌。山东的地产酒缺乏高端定位，省内的高端及次高端价格带由省外白酒品牌主导。山东的次高端市场主要参与者有洋河、汾酒、舍得等，中高端市场参与者有海之蓝、古井贡等，低端市场以本地酒景芝、扳倒井、花冠等为主，其次是牛栏山、玻汾。景芝 2018 年收入超过 20 亿元，是山东地产酒的龙头。

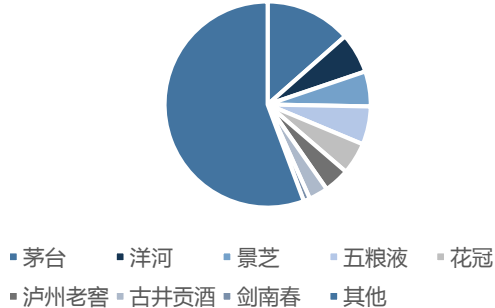
表 9 山东白酒市场价格带品牌分布

| 价格带 | 特点 | 品牌 |
|----------------|--------|----------------|
| 高端（600 元以上） | 全国品牌主导 | 茅台、五粮液、泸州老窖 |
| 次高端（300-600 元） | 外省品牌主导 | 洋河、剑南春、郎酒、汾酒 |
| 中高端（100-300 元） | 外省品牌主导 | 洋河、口子窖、古井贡酒 |
| 中低端（40-100 元） | 地产酒主导 | 景芝、扳倒井、古贝春、趵突泉 |
| 低端（40 元以下） | 地产酒主导 | 孔府家酒、泰山特曲、枝江等 |

资料来源：德邦研究

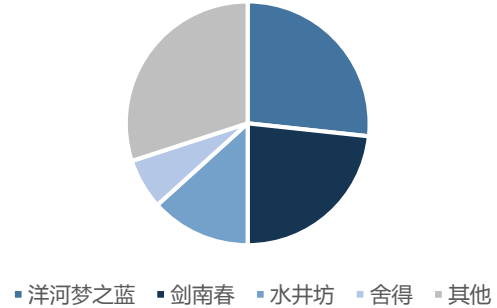
2018年，洋河在山东市场收入25亿元，同比增长30%，位居第二位。洋河在山东的市占率达6.3%，较17年提升了3.6%。市场份额快速提升主要源自梦之蓝为代表的次高端的快速增长。预计2018年全年洋河梦之蓝在山东收入达8亿元。

图 22 山东白酒市场竞争格局



资料来源：渠道调研，德邦研究

图 23 山东次高端白酒市场份额



资料来源：渠道调研，德邦研究

4.3.5 湖北市场 100-300 元价位带扩容较快，洋河表现突出

湖北白酒市场规模达 280 亿元，人均 GDP 为 6.66 万元，省内白酒主流消费价格带为 100-300 元，呈快速扩容趋势。

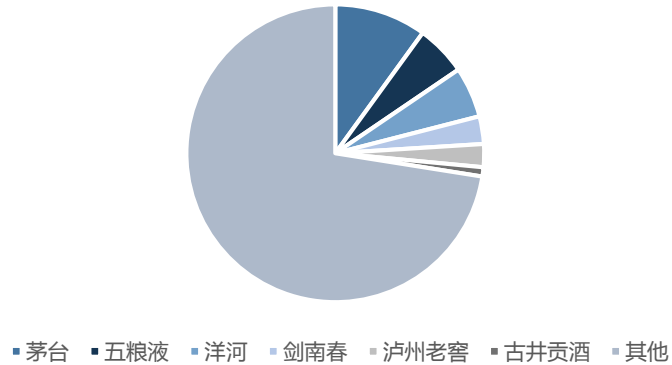
湖北市场是一个相对封闭的市场，以地产酒为主，区域划分很细。主流消费价格带高于安徽等周边省份。地产酒品牌包括白云边、毛铺、黄鹤楼、稻花香、枝江等。目前，湖北省内 100 元以下的市场容量在下滑，100-300 元价位带的市场扩容较快。省外白酒品牌中，洋河表现较为突出。

湖北地产酒看似拥有稳固的根据地市场，在当前行业整体消费升级显著、行业呈挤压式增长的阶段，地产酒品牌的业绩和生存都存在着危机。2015 年，除白云边、稻花香、枝江这些主流酒企外的地产酒销量合计仅占湖北省板块的 5%。这也为洋河等品牌的渗透提供了机遇。

4.3.6 洋河在浙江市场位居第三

浙江白酒市场规模达 200 亿元，人均 GDP 达 9.86 万元。其中洋河收入 11 亿元，市占率达 5.5%。

图 24 浙江省白酒市场竞争格局



资料来源：渠道调研，德邦研究

4.3.7 省外市场与江苏市场对比仍有较大空间

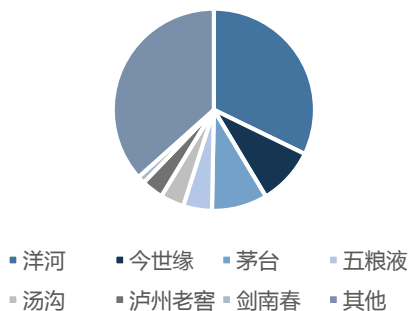
江苏白酒市场规模约 360 亿元，人均 GDP 为 11.52 万元，经济发展水平高于全国平均，省内白酒主流消费价格带正处于 400 元向 600 元提升的趋势。

洋河在江苏省内的龙头地位稳固。2018 年，洋河在省内规模达 116 亿元，市占率 32.2%，远高于省内第二位的今世缘（市占率 9.2%）。

江苏省内次高端市场集中度高，洋河为绝对龙头。2018 年，江苏省次高端规模约 85 亿元，其中，梦之蓝占比 58.8%，国缘次高端产品占比 21.2%，其他次高端品牌如剑南春、水井坊规模均在 20 亿元以下。

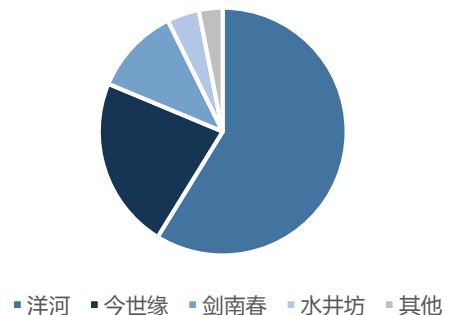
省外市场托拓展空间较大。洋河在省外市场的规模及市场占有率情况相比省内较大的提升空间，看好公司渠道及营销管理能力。公司产品价格带覆盖宽，相比其他次高端白酒更具全国化的能力。全国 34 个省市除去江苏港澳台后，现在仅有 6 个 10 亿市场，省外市场空间还是很广阔。公司对于省内省外占比的规划，上市之初是 80:20，目前已接近 50:50，公司规划三年后省外占比提升至 70%。

图 25 洋河在省内根基牢固



资料来源：德邦研究

图 26 洋河是省内次高端白酒绝对龙头



资料来源：德邦研究

4.3.8 新江苏市场将持续贡献增量

新江苏市场打破传统的划分方式，公司资源向新江苏市场倾斜。洋河股份打破以省为单位责任主体的划分形式，细化到以市或县为单位，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，并实行动态调整。公司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。公司

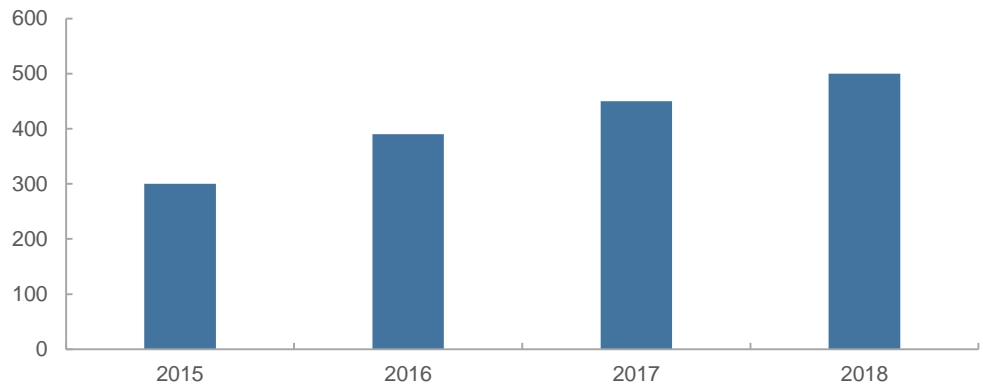
会针对省外这些发展比较好的市场，重点关注、资源倾斜。

新江苏市场体系进一步使渠道结构扁平化，增强对渠道及终端的管控能力。江苏省内深度分销成功经验的总结，以及省外河南、山东、安徽等重点市场的成功都为新江苏战略全面落地提供保障。

新江苏市场强势增长，洋河省外扩张潜力大。2015年公司实行新江苏市场以来，增长明显。2015年新江苏市场297个，2018年新江苏市场已增长至495个，占公司省外收入的比重超过70%。新江苏市场模式的可复制性，为公司全国化进程提供了强大的潜力。

洋河的省外市场仍然处于培育阶段，未来会继续做好渠道精耕及消费者培育，深度推进新江苏市场战略，增加新江苏市场的数量，推动省外市场的持续快速增长，预计省外市场保持20%以上增速，2019年新江苏市场将达到570个。

图 27 洋河新江苏市场数量

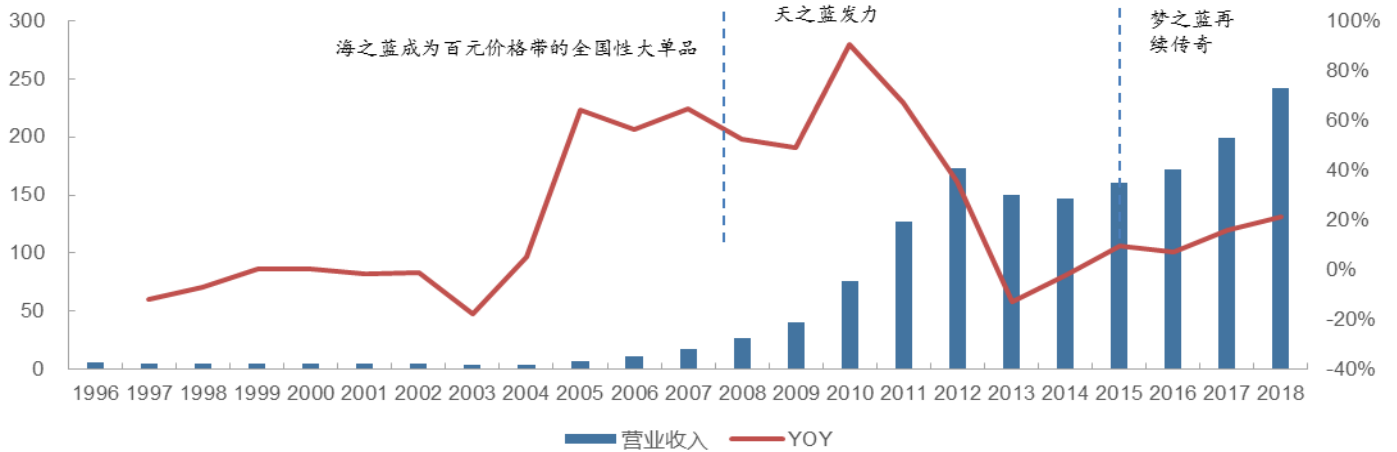


资料来源：2015-18 年年报，德邦研究

5. 产品系列化，结构持续升级

公司自 2003 年推出蓝色经典系列，先后成功打造了海之蓝、天之蓝和梦之蓝大单品。2003-2012 年为白酒行业发展的黄金十年（百元价格带是该阶段消费主流价格带），洋河成功抓住了机遇，借助海之蓝、天之蓝大单品实现迅速发展。在蓝色经典系列的带动下，2004-08 年洋河公司中高档酒收入复合增速高达 82%。

图 28 洋河成功打造了蓝色经典系列



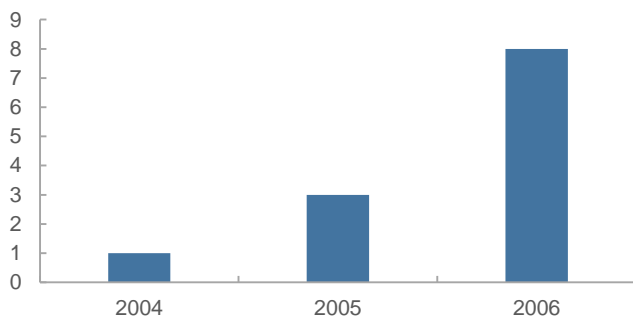
资料来源: WIND, 德邦研究

1) 海之蓝于 2003 年面世, 2003-06 年复合增速高达 198.2%。

2) 2008-12 年天之蓝复合增速高达 96%, 延续海之蓝高增长。

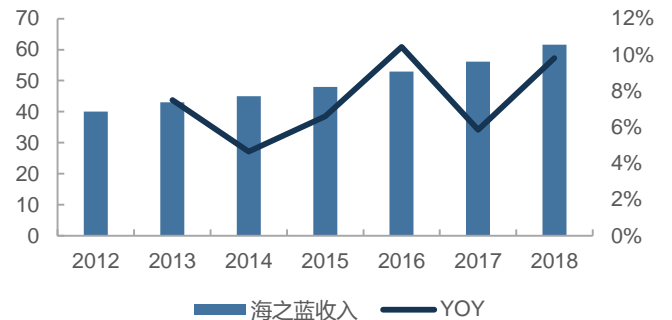
3) 2015 年至今, 梦之蓝接力海、天, 实现高增长。2018 年, 海之蓝、天之蓝增速在 10%-15% 区间, 梦之蓝增速超过 50%。2019 年, 海之蓝、天之蓝增长放缓, 预计仍维持个位数增长。2018 年对海、天进行了升级改版, 正处于过渡期, 中长期预计仍能实现良性增长。梦之蓝在经历了连续两年超过 50% 的高增长后, 进入单品百亿俱乐部, 预计 2019 年仍维持 30% 以上的增速。

图 29 海之蓝面世初期便取得高速发展



资料来源: 渠道调研, 德邦研究

图 30 海之蓝在行业调整期仍然保持稳定增长 (亿元/%)



资料来源: 渠道调研, 德邦研究

图 31 2008-12 年天之蓝高速增长 (亿元/%)

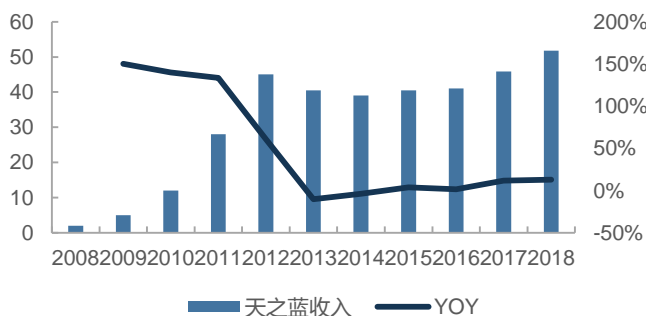
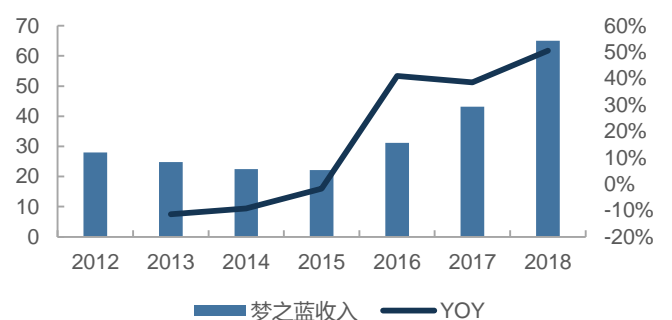


图 32 2015-17 年梦之蓝接力天之蓝实现快速增长 (亿元/%)

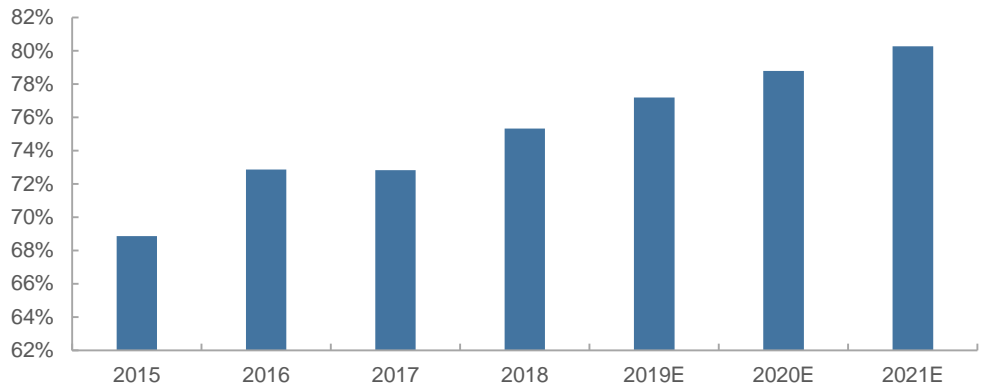


资料来源：渠道调研，德邦研究

资料来源：渠道调研，德邦研究

蓝色经典占比持续提升。蓝色经典系列自面世后维持高速增长，在洋河产品线中收入占比快速提升。较为低端的洋河大曲及双沟品牌逐渐被海、天所替代。2015年，蓝色经典系列在洋河收入中占比为69%，至2018年这一比例提升至75%，预计未来三年将继续维持提升趋势。

图 33 洋河蓝色经典系列收入占比呈提升趋势

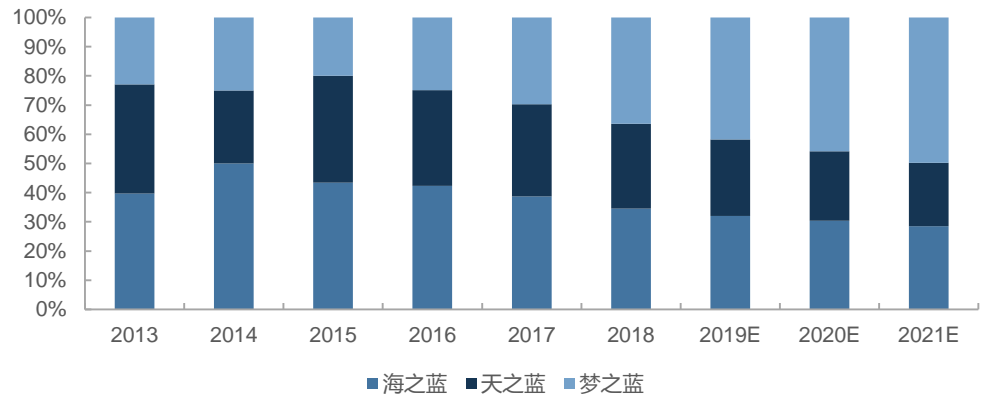


资料来源：渠道调研，德邦研究

受益于消费升级带动白酒主流消费价格带提升，洋河蓝色经典系列的结构升级非常明显。目前江苏省白酒消费价格带正由300向400升级。省内宴席市场升级更为领先，价格带由400向600升级，梦3、梦6最为受益，梦3、梦6占比提升较快，预计2019年梦6体量将超过梦3（梦6定位在700-800元次高端价格带）。2018年，梦之蓝收入规模超过了海之蓝及天之蓝。

2019年公司将进一步聚焦梦系列。不断提升酒质，加大高端产品的营销力度，更好地优化产品结构。公司年初成立了高端品牌事业部，负责梦系列核心产品的推广，聚焦梦9和手工班、梦3及梦6的国际版。梦之蓝增速有望维持在30%以上，白酒收入占比有望突破30%。随着梦之蓝快速放量，洋河有望开启新一轮业绩增长期，产品结构不断升级，利润率有望维持上升趋势。

图 34 洋河蓝色经典系列结构持续升级 (%)



资料来源：渠道调研，德邦研究

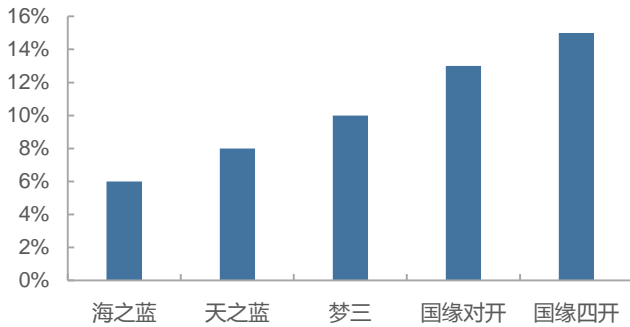
6. 洋河强化省内市场，有望回归良性增长

6.1省内核心产品多次提价，致力改善渠道利润

洋河省内核心产品经销商利润低于竞品。洋河产品在省内价格透明，渠道利润较薄，导致产品缺乏渠道推动力。近年来，公司非常重视省内海、天等核心产品的价格管理，注重提升渠道利润空间。

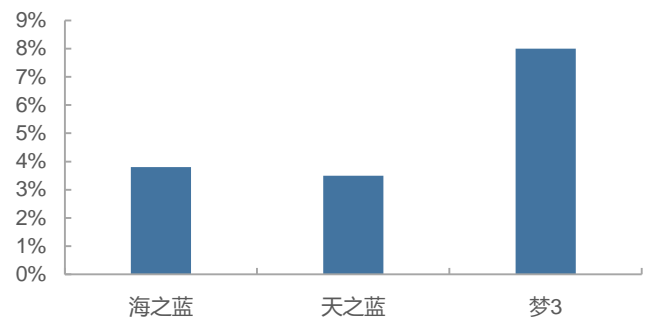
国缘对开相比天之蓝、四开相比梦之蓝梦三经销商利润率高出约5%。国缘的终端利润率相较洋河的天之蓝、梦之蓝也更高。

图 35 洋河与国缘核心产品经销商利润对标



资料来源：德邦研究

图 36 洋河 2018 年中秋提价后终端价格涨幅



资料来源：德邦研究

公司旨在通过提价实现产品价值回归，改善经销商盈利水平。2015 年至今，洋河在省内多次上调核心单品价格，以提升品牌价值，改善渠道利润。洋河 2018 年 7 月对海、天系列进行品质升级，上调了海、天、梦的出厂价，并于 10 月开始停止发货海、天、梦系列，同时大幅提高终端供货价，体现了公司调价的决心。洋河于 2019 年 5 月 21 日大幅提高海之蓝、天之蓝、梦之蓝、双沟珍宝坊的供货指导价，最高上涨幅度超过 20%。其中，海之蓝价格上涨近百元/箱、天之蓝和梦三、梦六每箱上涨百元以上，梦九上涨了千元/箱。公司通过提价给经销商更多利润空间。

表 10 洋河近年产品提价一览

| 时间 | 提价情况 |
|-------------|--|
| 2015 年 2 月 | 海之蓝提价 3 元/瓶，天之蓝提价 5 元/瓶 |
| 2016 年 2 月 | 海之蓝提价 2 元/瓶，天之蓝提价 4 元/瓶 |
| 2017 年 2 月 | 海之蓝提价 2 元/瓶，天之蓝提价 3 元/瓶，海之蓝 M3/M6/M9 分别上调 10 元、20 元、30 元 |
| 2017 年 12 月 | M3/M6 通过减少费用上调 5/10 元/瓶 |
| 2018 年春节 | 海/天/M3/M6 出厂价上调 4/6/15/30 元/瓶 |
| 2018 年 7 月 | 海/天出厂价提升 3-5%，梦通过减少费用投入提升价格，海/天/M3/M6/M9 终端价分别上涨 10/17/27/35/150 元/瓶 |
| 2019 年 5 月 | 海之蓝、天之蓝、梦之蓝、双沟、珍宝坊的供货指导价提价，最高上涨幅度超 20% |

资料来源：德邦研究

6.2营销组织架构变革，加强团购渠道投入

公司针对省内市场的种种问题，2019 年在省内主要进行了四个方面的调整。一是进行组织细化，成立苏通大区、淮安大区等，进一步聚焦重点市场；二是人事调整，针对战略性市场，洋河选拔或抽调精兵强将，由销售总经理直接管理重点市场，如南京市场；三是加强资源聚焦，加大对团购、家宴等投入，包括人员与其他资源向此类渠道聚焦；四是实施配套考核，洋河对特殊市场的考核方案作出了一些调整。通过一系列的调整，使省内市场营销运作更加精细化，强化省内市场的管理。

洋河省内的销售渠道以流通渠道为主，包括商超、酒店、餐饮等。省内主要竞争对手今世缘则以团购渠道为主，公司近 60% 的利润来自于团购。洋河今年的改革措施中，也更加重视对团购渠道的资源投入。

7. 盈利预测及估值

7.1 收入预测

公司蓝色经典系列占比持续提升，产品结构升级明显。近两年，天之蓝、海之蓝维持平稳增长，预计 2019-21 年维持单个位数增长；梦之蓝过去两年实现 50% 以上高增长，预计 2019 年将维持 35% 的高增速，带动整体收入增长。公司持续推进省外扩张，省外市场维持 20% 以上增长，是公司收入增长的推动因素之一。预计 2019-21 年，公司收入增速分别为 12.7%、13.4% 及 13.0%。

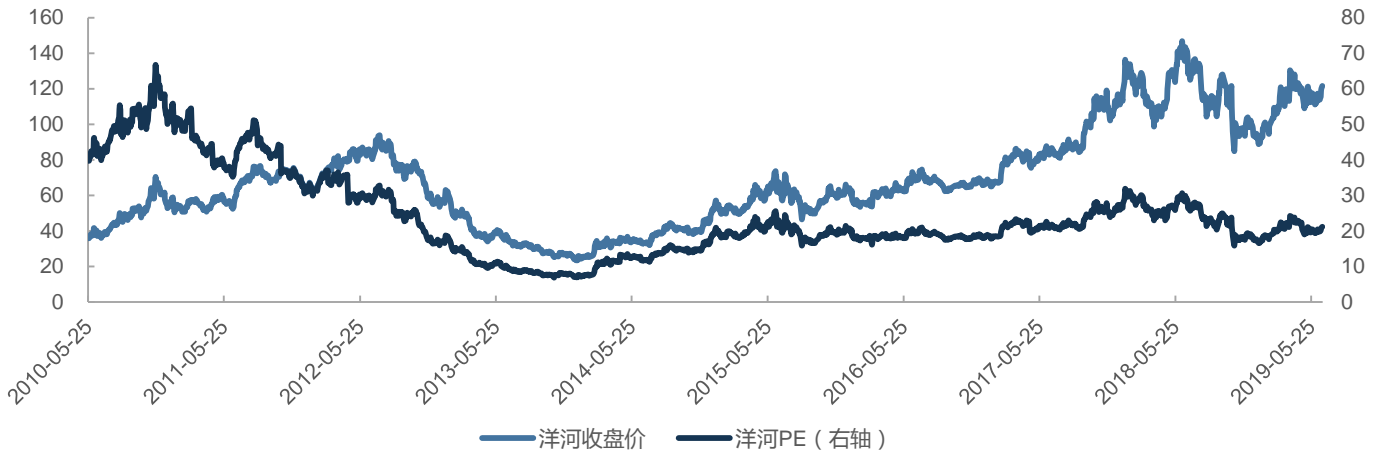
表 11 洋河股份收入预测

| 单位：亿元 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 蓝色经典系列 | 107 | 111 | 125 | 145 | 182 | 210 | 243 | 280 |
| YOY | -2% | 4% | 13% | 16% | 25% | 15% | 16% | 15% |
| 梦之蓝 | 23 | 22 | 31 | 43 | 65 | 88 | 111 | 139 |
| YOY | -9% | -2% | 41% | 39% | 51% | 35% | 27% | 25% |
| 天之蓝 | 39 | 40 | 41 | 46 | 52 | 55 | 58 | 61 |
| YOY | -4% | 4% | 1% | 12% | 13% | 6% | 5% | 5% |
| 海之蓝 | 45 | 48 | 53 | 56 | 62 | 67 | 74 | 80 |
| YOY | 5% | 7% | 10% | 6% | 10% | 9% | 10% | 8% |
| 其他白酒 | 34 | 43 | 40 | 47 | 52 | 55 | 58 | 61 |
| YOY | -6% | 26% | -7% | 17% | 12% | 5% | 6% | 6% |
| 红酒 | 3.3 | 3.3 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 2.8 | 2.9 | 2.9 |
| 其他业务 | 3.0 | 4.0 | 4.0 | 4.5 | 4.4 | 4.5 | 4.5 | 4.4 |
| 收入合计 | 147 | 161 | 172 | 199 | 241 | 272 | 308 | 348 |
| YOY | -2.3% | 9.4% | 7.0% | 15.9% | 21.1% | 12.7% | 13.4% | 13.0% |

资料来源：德邦研究

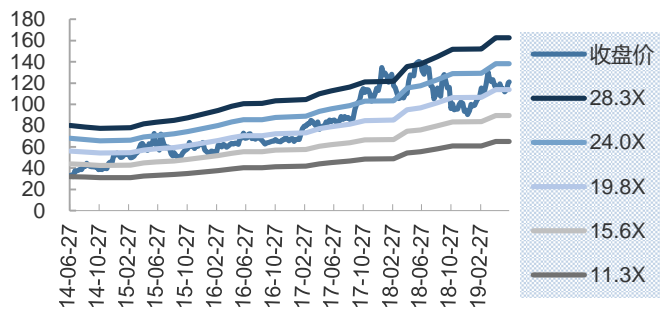
当前公司处于近五年历史估值低位。2003-2012 年白酒黄金十年中，洋河 PE (TTM) 最高到过近 70 倍。2012-2014 年行业深度调整期中，估值业绩双杀，公司 PE (TTM) 最低降至 8 倍。近 5 年，洋河 PE (TTM) 区间在 19-24 倍，本轮白酒景气周期中最高到过 28 倍。当前 PE (TTM) 为 19.3 倍，处于近五年历史估值低位。在上一轮白酒深度调整周期中，由于主要受到政策打压，中高端白酒需求大幅下滑，白酒上市公司业绩出现负增长，而现在白酒行业周期性减弱，外资的持续流入使白酒板块估值波动性减弱，很难再出现像上一轮周期中低于 10 倍的 PE 估值。

图 37 洋河股价及估值走势



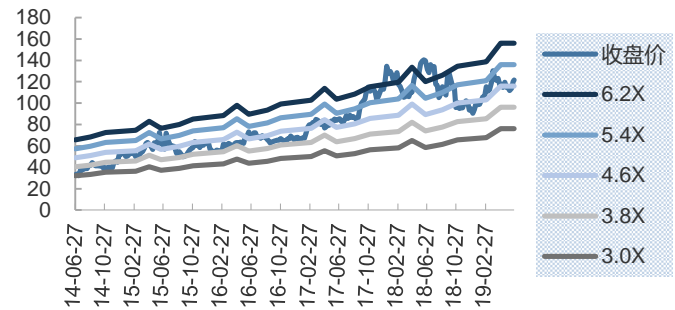
资料来源: Wind, 德邦研究

图 38 洋河股份 PE Band



资料来源: 德邦研究

图 39 洋河股份 PB Band

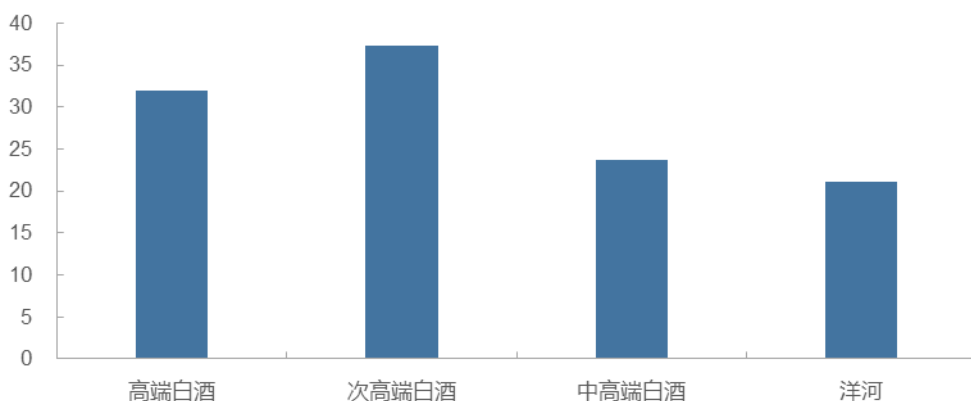


资料来源: 德邦研究

洋河 2019 年 PE 估值低于白酒行业平均。洋河 2019 年 PE 预计为 19.4 倍，低于白酒上市公司平均值 24.8 倍。

洋河估值中枢有望提升。 高端白酒及次高端白酒估值整体高于中高端白酒，随着洋河次高端及高端产品发力，尤其是梦系列的高增长，估值中枢有望提升至 25 倍以上。洋河在 2012-14 年行业深度调整时期，暴露出一些问题，自 2015 年至今公司为提升价格体系及经销商利润而主动控制库存，收入增速较慢，估值受压制，股价滞涨。2018 年，省内渠道利润改善，公司重回增长轨道。2019 年，因与今世缘竞争加剧，省内市场增长受到一定的影响。目前虽然省内竞争加剧，但洋河的龙头竞争优势稳固，从洋河产品结构、渠道管理及公司治理能力等方面看均具备优势，公司今年对省内市场组织架构进行了调整，并加强团购渠道建设，预计省内市场有望好转，压制估值的因素逐渐消除，看好公司的中长期成长路径。

图 40 各版块白酒上市公司 PE (TTM) 情况



资料来源：德邦研究

综上，我们认为公司的合理 PE 为 24-26 倍，对应目标价为 149.8-162.2 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

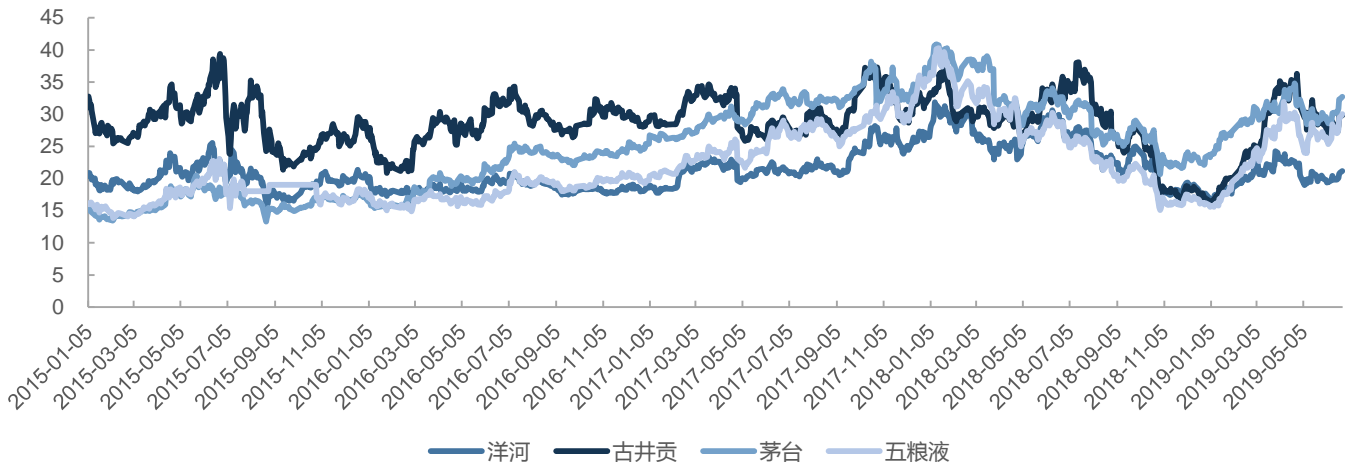
预计公司 2019-21 年实现收入为 271.8/308.3/348.4 亿元，同比增速分别为 12.5%、13.4%、13.0%，归母净利润为 93.9/108.6/124.5 亿元，同比增速分别为 15.8%、15.6%、14.6%，对应 EPS 分别为 6.24/7.21/8.26，对应 PE 分别为 19.5/16.9/14.9 倍。

表 12 白酒上市公司估值对标

| 公司代码 | 公司名称 | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | | PS | | | 收入增速 (%) |
|-----------|------|-------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-------------|
| | | | 18A | 19E | 20E | 18A | 19E | 20E | 18A | 19E | 20E | |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 12361 | 28.02 | 34.07 | 40.48 | 35.1 | 28.9 | 24.3 | 16.0 | 13.8 | 11.8 | 26 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 4578 | 3.47 | 4.40 | 5.29 | 34.0 | 26.8 | 22.3 | 11.4 | 9.3 | 7.8 | 33 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 1184 | 2.38 | 3.14 | 3.92 | 34.0 | 25.7 | 20.6 | 9.1 | 7.4 | 6.2 | 26 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 602 | 1.69 | 2.20 | 2.75 | 40.8 | 31.4 | 25.2 | 6.4 | 5.2 | 4.3 | 47 |
| 600779.SH | 水井坊 | 248 | 1.19 | 1.55 | 1.94 | 42.8 | 32.7 | 26.1 | 8.8 | 7.2 | 6.1 | 38 |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 92 | 1.02 | 1.35 | 1.78 | 26.6 | 20.1 | 15.3 | 4.1 | 3.4 | 2.8 | 35 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 526 | 3.37 | 4.36 | 5.45 | 31.0 | 24.0 | 19.1 | 6.1 | 4.8 | 3.9 | 25 |
| 603589.SH | 口子窖 | 387 | 2.55 | 3.07 | 3.61 | 25.3 | 21.0 | 17.9 | 9.1 | 7.9 | 6.9 | 18 |
| 000799.SZ | 酒鬼酒 | 82 | 0.69 | 0.92 | 1.22 | 36.8 | 27.4 | 20.8 | 6.9 | 5.4 | 4.3 | 35 |
| 603369.SH | 今世缘 | 350 | 0.92 | 1.16 | 1.45 | 30.4 | 24.1 | 19.3 | 9.4 | 7.2 | 5.8 | 26 |
| 603198.SH | 迎驾贡酒 | 143 | 0.97 | 1.05 | 1.11 | 18.5 | 17.1 | 16.2 | 4.1 | 4.0 | 3.9 | 11 |
| 600559.SH | 老白干酒 | 117 | 0.54 | 0.56 | 0.72 | 24.2 | 23.4 | 18.3 | 3.3 | 2.7 | 2.4 | 41 |
| 600197.SH | 伊力特 | 85 | 0.97 | 1.22 | 1.40 | 19.9 | 15.9 | 13.8 | 4.0 | 3.2 | 2.8 | 11 |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 | 346 | 1.30 | 1.57 | 2.01 | 35.8 | 29.7 | 23.2 | 2.9 | 2.4 | 2.1 | 3 |
| | 平均 | 1507 | 3.68 | 4.54 | 5.47 | 31.1 | 24.9 | 20.2 | 7.3 | 6.0 | 5.1 | 29 |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 1832 | 5.39 | 6.24 | 7.21 | 22.6 | 19.5 | 16.9 | 7.6 | 6.7 | 5.9 | 21 |

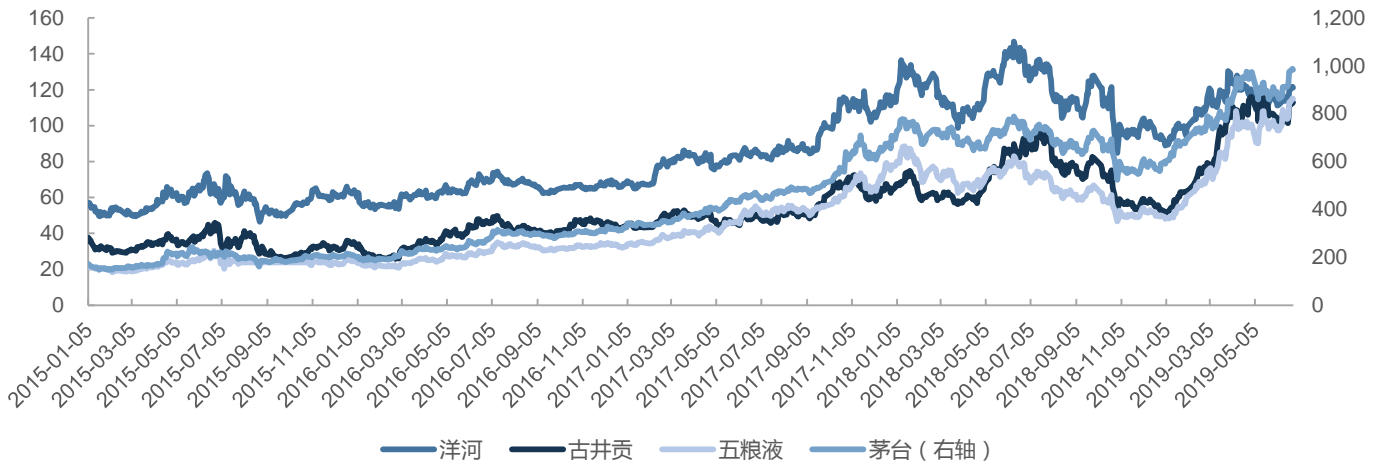
资料来源：Wind，德邦研究

图 41 年初至今洋河估值受到压制



资料来源：德邦研究

图 42 洋河近几年股价相对滞涨



资料来源：德邦研究

8.风险提示

- 宏观经济严重低迷；
- 省内市场竞争加剧；
- 省外扩张不及预期；

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 利润表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 24160 | 27179 | 30833 | 34836 |
| 每股收益 | 5.39 | 6.22 | 7.16 | 8.18 | 营业成本 | 6353 | 6931 | 7739 | 8535 |
| 每股净资产 | 22.33 | 24.97 | 27.83 | 31.11 | 毛利率% | 73.7 | 74.5 | 74.9 | 75.5 |
| 每股经营现金流 | 6.01 | 6.74 | 7.27 | 8.13 | 营业税金及附加 | 3770 | 3995 | 4532 | 5121 |
| 每股股利 | 3.20 | 3.67 | 4.30 | 4.91 | 营业税金率% | 15.6 | 14.7 | 14.7 | 14.7 |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 2561 | 2990 | 3330 | 3762 |
| P/E | 17.59 | 19.54 | 16.98 | 14.86 | 营业费用率% | 10.6 | 11.0 | 10.8 | 10.8 |
| P/B | 4.24 | 4.87 | 4.37 | 3.91 | 管理费用 | 1704 | 1821 | 1942 | 2125 |
| P/S | 7.58 | 6.74 | 5.94 | 5.26 | 管理费用率% | 7.1 | 6.7 | 6.3 | 6.1 |
| EV/EBITDA | 13.25 | 14.62 | 12.59 | 10.90 | 研发费用 | 28 | 27 | 34 | 37 |
| 股息率% | 3.4 | 3.0 | 3.5 | 4.0 | 研发费用率% | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | EBIT | 9743 | 11415 | 13255 | 15256 |
| 毛利率 | 73.7 | 74.5 | 74.9 | 75.5 | 财务费用 | -65 | -77 | -103 | -131 |
| 净利润率 | 33.6 | 34.5 | 35.0 | 35.4 | 财务费用率% | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.4 |
| 净资产收益率 | 24.1 | 24.9 | 25.7 | 26.3 | 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产回报率 | 16.4 | 17.0 | 17.4 | 17.9 | 投资收益 | 918 | 930 | 950 | 970 |
| 投资回报率 | 26.7 | 28.8 | 30.5 | 32.1 | 营业利润 | 10814 | 12497 | 14388 | 16439 |
| 盈利增长 (%) | | | | | 营业外收支 | 26 | 16 | 16 | 16 |
| 营业收入增长率 | 21.3 | 12.5 | 13.4 | 13.0 | 利润总额 | 10839 | 12513 | 14404 | 16455 |
| EBIT 增长率 | 19.3 | 17.2 | 16.1 | 15.1 | EBITDA | 10501 | 12174 | 14028 | 16042 |
| 净利润增长率 | 22.5 | 15.5 | 15.1 | 14.2 | 所得税 | 2724 | 3149 | 3624 | 4139 |
| 偿债能力指标 | | | | | 有效所得税率% | 25.1 | 25.2 | 25.2 | 25.2 |
| 资产负债率% | 32.2 | 32.0 | 32.3 | 32.1 | 少数股东损益 | 0 | -10 | -8 | -9 |
| 流动比率 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 归属母公司所有者净利润 | 8115 | 9375 | 10788 | 12325 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | | | | | |
| 现金比率 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营效率指标 | | | | | 货币资金 | 3615 | 5203 | 6558 | 8392 |
| 应收帐款周转天数 | 3.5 | 3.4 | 3.5 | 3.5 | 应收款项 | 248 | 252 | 293 | 330 |
| 存货周转天数 | 768.5 | 770.0 | 780.0 | 790.0 | 存货 | 13892 | 14621 | 16538 | 18473 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 其它流动资产 | 18119 | 21839 | 25558 | 29288 |
| 固定资产周转率 | 3.0 | 3.6 | 4.3 | 5.4 | 流动资产合计 | 35875 | 41916 | 48947 | 56481 |
| | | | | | 长期股权投资 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| | | | | | 固定资产 | 7834 | 7378 | 6812 | 6188 |
| | | | | | 在建工程 | 155 | 95 | 65 | 35 |
| | | | | | 无形资产 | 1782 | 1929 | 2101 | 2289 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 13689 | 13371 | 12999 | 12533 |
| 现金流量表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 资产总计 | 49564 | 55287 | 61946 | 69014 |
| 净利润 | 8115 | 9375 | 10788 | 12325 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | -10 | -8 | -9 | 应付账款 | 1261 | 1196 | 1272 | 1356 |
| 非现金支出 | 759 | 759 | 773 | 787 | 预收账款 | 4468 | 4892 | 5242 | 5225 |
| 非经营收益 | -1008 | -956 | -976 | -996 | 其它流动负债 | 9899 | 11287 | 13214 | 15293 |
| 营运资金变动 | 1191 | 994 | 376 | 146 | 流动负债合计 | 15628 | 17376 | 19728 | 21874 |
| 经营活动现金流 | 9057 | 10162 | 10953 | 12253 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -426 | -364 | -324 | -294 | 其它长期负债 | 311 | 311 | 311 | 311 |
| 投资 | -3783 | -51 | -51 | -1 | 非流动负债合计 | 311 | 311 | 311 | 311 |
| 其他 | 859 | -2770 | -2750 | -2730 | 负债总计 | 15939 | 17687 | 20039 | 22185 |
| 投资活动现金流 | -3349 | -3185 | -3125 | -3025 | 实收资本 | 1507 | 1507 | 1507 | 1507 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 普通股股东权益 | 33645 | 37630 | 41945 | 46875 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | -20 | -30 | -38 | -47 |
| 其他 | -3841 | -5389 | -6473 | -7395 | 负债和所有者权益合计 | 49564 | 55287 | 61946 | 69014 |
| 融资活动现金流 | -3841 | -5389 | -6473 | -7395 | | | | | |
| 现金净流量 | 1866 | 1588 | 1355 | 1833 | | | | | |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-6-28

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。